

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

LA
INVERSION
COLECTIVA
Y LA
DISTRIBUCION
DE LA
DEUDA PUBLICA:
LOS
FONDTESORO



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

35

1991

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de honor de la CECA)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de honor de la Fundación FIES)</i>	JUAN CARLOS LOIDI ARREGUI
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	FERNANDO MODREGO VITORIA
LUIS CORONEL DE PALMA	MARTIN OLLER SOLER
	GERMAN PEREZ OLLAURI
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Diagramación

José Luis Alvarez Duque

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 02 12-5994

SUMARIO

- Presentación. *Luis Carlos Croissier Batista*. **5**
- La actitud del ahorrador particular frente a las distintas opciones de inversión colectiva. *Gonzalo Azcoitia y Jesús Borque*. **7**
- Las cuentas directas y los fondos de inversión Fondtesoro en la política de la Deuda del Estado. *Ignacio Garrido*. **15**
- Las entidades de crédito ante la popularización de la inversión colectiva. *Carlos Contreras*. **30**
- Notas sobre el nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. *Sebastián Albella y Juan Antonio Mayorga*. **44**
- Novedades en el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva. *Eduardo Ramírez Medina*. **54**

APENDICE LEGISLATIVO

- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. **67**
- Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. **82**
- Orden de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, habilitándose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información, y normas contables de las Instituciones de Inversión Colectiva. **111**
- Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. **112**
- Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros reservados de instituciones de inversión colectiva. **117**
- Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre determinación de valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva. **136**

OPINIONES

- «La inversión colectiva: una asignatura pendiente»
Angel Boixados, Periodista. **141**
- Manuel Conthe*, Director General del Tesoro. **146**
- José Pérez*, Director General del Banco de España. **148**
- José Luis Méndez*, Director General de Caixa Galicia. **150**
- José María García Alonso*, Consejero Delegado de Corporación Financiera Caja de Madrid. **152**
- Pedro Fernández-Rañada*, Consejero Delegado de Gestesor Inversiones. **155**
- Raimundo Ortega*, Presidente de BBV Interactivos. **156**
- Fernando de Roda*, Presidente de Safei-Samedí. **157**
- José Antonio Sánchez-Rico*, Vicepresidente del Consejo de Administración del Banco de Inversión, S. A. **159**
- Iñigo Sangro*, Director de Inversiones de Seguros Bilbao. Director General de Gesamev. **161**
-

PRESENTACION

Luis Carlos CROISSIER BATISTA

Las instituciones de inversión colectiva son una pieza clave en la estructura actual de los mercados de valores. Por una parte, proporcionan una vía para que los ahorradores puedan acceder a unos mercados que son cada vez más sofisticados. Sin acudir a ellas, pocos inversores individuales podrían afrontar los costes de búsqueda y de proceso de la información necesarios para desarrollar una gestión eficaz de sus recursos. Proporcionan, además de las ventajas de una gestión profesionalizada, la oportunidad de diversificar riesgos en una escala que sólo es accesible a los patrimonios grandes. En muchos países, y también en el nuestro en un futuro próximo, el coste de operar en los mercados es función inversa del volumen de las transacciones; la inversión colectiva, en este sentido, abarata costes para el pequeño inversor. Por último, y éste es uno de los aspectos más relevantes, la inversión colectiva tiene en muchos países, y también en España, importantes ventajas fiscales que elevan notablemente la rentabilidad después de impuestos de las inversiones colocadas de esta manera.

Por otra parte, las instituciones de inversión colectiva, en la medida en que son capaces de canalizar un volumen importante de ahorro hacia las bolsas, ayudan a mejorar la liquidez de estos mercados, y con ello facilitan la financiación de las empresas mediante emisiones de renta variable. Asimismo, su actuación en el terreno de la renta fija facilita la financiación de las empresas mediante este instrumento. La inversión colectiva, en suma, al proporcionar una vía alternativa para transformar el ahorro en inversión, introduce un importante elemento de competitividad en el sistema financiero, elemento del que sólo puede resultar una mejora global de la eficiencia de éste.

En España, el sector de la inversión colectiva es pequeño; lo es en términos comparativos con los

países de nuestro entorno, y lo es en términos de las necesidades de nuestros mercados, de nuestras empresas y de nuestros ahorradores.

El patrimonio de nuestras instituciones de inversión colectiva, en términos relativos al PIB español, es la mitad del de las de Italia o Alemania y la décima parte del de las de Francia o el Reino Unido. Su inversión en fondos públicos equivale a menos del 5 por 100 de los saldos vivos de este instrumento, y su inversión en renta variable a menos del 2 por 100 de la capitalización bursátil de las bolsas españolas. Estas pocas cifras bastan para ilustrar que queda muchísimo por hacer en el sector, que la liquidez aportada a las bolsas es marginal y que hay que esforzarse por explicar y difundir entre el gran público las ventajas indudables de la inversión colectiva para los ahorradores.

El sector es pequeño, pero está creciendo. Está creciendo, en primer lugar, el número de instituciones, que entre FIM, FIAMM, SIM y SIMCAV sumaban un total de 550 a finales de 1990, con un crecimiento del 17 por 100 respecto del año anterior. Aumentó también el número de sociedades gestoras, con un total de 202 a final de 1990 y un crecimiento del 21 por 100 respecto de 1989. Es difícil no ver, tras uno y otro crecimiento, una actitud positiva de los grupos financieros hacia la promoción de la inversión colectiva.

El patrimonio agregado del sector creció un 28 por 100 en 1990, frente a solamente un 11 por 100 en 1989. Este crecimiento se repartió de una manera muy desigual entre uno u otro tipo de instituciones. Los FIAMM casi duplican su patrimonio, continuando así la tónica de expansión rápida que vienen conociendo desde su creación. También duplicaron casi el número de partícipes, al igual que en años anteriores. En la actual coyuntura económica y bursátil, los FIAMM están en condiciones de ofre-

cer elevadas rentabilidades con un nivel de riesgo comparativamente bajo, y éste es un atractivo muy relevante para los inversores

Los FIM, en cambio, perdieron casi 90.000 partícipes en 1990, y su patrimonio apenas creció. La coyuntura bursátil bajista ha afectado muy negativamente a la rentabilidad del grupo, a pesar de que la proporción de renta variable en su cartera agregada es de menos del 5 por 100. El desarrollo previsible de los mercados de productos derivados, con la introducción, en un futuro no lejano, de opciones y futuros sobre índices de valores cotizados en Bolsa, dotará a estas instituciones de instrumentos de cobertura de riesgos que les permitirán una mayor estabilización de sus rentabilidades frente a los ciclos bursátiles. Es de esperar que ello incremente su atractivo ante los inversores y que aumente también la vocación bursátil de estos fondos, de modo que amplíen sus inversiones en renta variable y aporten más liquidez a nuestras bolsas.

Las sociedades de inversión tuvieron incrementos patrimoniales de casi el 12 por 100 en 1990. Estas instituciones, de motivación diversa, concentran el 75 por 100 de la renta variable de todo el sector de la inversión colectiva, lo que representa, aproximadamente, la mitad de sus inversiones. Sin embargo, en este último año, también las sociedades de inversión han reducido su cartera de acciones, aunque en proporción mucho menor que la de los FIM.

En 1991, han entrado en vigor importantes novedades fiscales que conciernen al sector de la inver-

sión colectiva. Estas novedades afectan principalmente al tipo de tributación de las instituciones en el impuesto de sociedades, que queda reducido al 1 por 100, a la deducción por dividendos percibidos por éstas y a la deducción por dividendos de los partícipes, que queda suprimida. Su efecto más claro es favorecer el diferimiento de la tributación de los partícipes, lo que supone aumentar las ventajas para aquellos que inviertan con una perspectiva de medio y largo plazo.

Caben muchas dudas sobre la cuestión de si el tradicional tratamiento fiscal favorable a la inversión colectiva y las nuevas ventajas añadidas este año son suficientemente conocidos por los ahorradores. De hecho, todo lleva a pensar que no lo son. Hay muy pocos instrumentos, si es que hay alguno, que puedan proporcionar a la generalidad de los ahorradores la rentabilidad financiero-fiscal que proporcionan las instituciones de inversión colectiva. El sector debe ser consciente de que la difusión del conocimiento de estas ventajas entre el gran público es la mejor garantía de su desarrollo.

Si llevar esta información al público e incrementar los esfuerzos en el área comercial son condiciones necesarias para el crecimiento del sector, también lo es la continua mejora de la calidad de la gestión y de la información a los partícipes. Solamente si el inversor cree que sus ahorros están siendo gestionados eficazmente y de manera clara para él, la inversión colectiva en nuestro país tendrá el desarrollo que todos deseamos. Al igual que el resto del sistema financiero, las instituciones de inversión colectiva se fundamentan en la confianza.

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-las 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 independi-entes, 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 profesio-nales.

2. Los fondos Fondtesoro

Pues bien, estas expectativas de resurgimiento de los fondos de inversión, con protagonismo cre-ciente de los intermediarios financieros independi-entes, 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 participe 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 ALTERNATI-VAS 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
ANALISIS DE LAS DISTINTAS FORMULAS DE INVERSION 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.

LAS CUENTAS DIRECTAS Y LOS FONDOS DE INVERSION FONDTESORO EN LA POLITICA DE DEUDA DEL ESTADO

Ignacio GARRIDO

I. LA DEUDA DEL ESTADO. UN SISTEMA CON SUFICIENTE CAPACIDAD FINANCIADORA

La situación actual de la deuda del Estado difiere radicalmente de la existente a principios de la década de los ochenta. La financiación de la serie de déficit del Estado recientemente iniciada, y sometida a un crecimiento vertiginoso, chocaba entonces con la ausencia de todos los elementos que pudiesen catalogar un sistema de deuda del Estado que mereciese tal nombre. Por el contrario, la política de deuda seguida durante estos años pasados ha configurado un sistema que cuenta con los elementos necesarios para poder llevar a cabo la tarea que se atribuye a la política de deuda del Estado.

En primer lugar, dispone de una gama de instrumentos estable y razonablemente completa, atendiendo a las preferencias en plazo de los diferentes inversores, así como satisfaciendo las necesidades que puedan derivarse de las diferentes situaciones fiscales de éstos. No es óbice para lo que acaba de exponerse la subsistencia de un mecanismo coactivo de colocación, como el coeficiente de inversión al que están sujetas las entidades de depósito, cuyo proceso de reducción entra en su segundo año y habrá de culminar al término del próximo con su desaparición.

Asimismo, a la estabilidad de la gama de instrumentos se suma la estabilidad de las prácticas del mercado primario: de los procedimientos y fechas de emisión dentro de una periodicidad en la oferta pública de cada uno de los valores que integran la gama de instrumentos.

En segundo lugar, a lo largo de estos años se ha configurado un mercado secundario de deuda pública que reúne todos los atributos que configu-

ran un verdadero mercado secundario eficiente. A saber: por una parte, unos mecanismos de registro de valores, las anotaciones en cuenta, que facilitan y abaratan todos los procesos propios del mercado. Hay que señalar que, en este aspecto como en tantos otros, la deuda pública ha abierto un camino por el que antes o después discurrirá la práctica totalidad de los mercados de valores de renta fija y de renta variable españoles. Por otra parte, se ha puesto en pie un conjunto de mecanismos de negociación, compensación y liquidación que funcionan con una gran eficacia. Cierto es que no es la misma para el segmento mayorista y el segmento minorista del mercado, y esta dicotomía, y las consecuencias negativas que para el segmento minorista se derivan, es una de las causas que ha dado lugar a la aparición de las cuentas directas y de los fondos de inversión Fondtesoro. Finalmente, se ha creado un mecanismo destinado a sostener la liquidez básica del segmento mayorista y, a través de ella, la de todo el mercado secundario. En este sentido, merece la pena reseñar que el establecimiento del mercado de deuda, con sus características actuales, es una tarea conjunta del Tesoro y del Banco de España, atendiendo a intereses comunes y a intereses propios de cada una de las instituciones que felizmente resultaban compatibles, e incluso reforzados, cuando el resultado fuese óptimo para ambas. En efecto, la existencia de un mercado de deuda pública de dimensión y liquidez suficiente era una necesidad no sólo para la fluida y barata financiación de los déficit públicos, sino también para el establecimiento de unos mecanismos de control monetario que aunasen la gradualidad y la continuidad, como son las operaciones de mercado abierto. El primer y sustancial fruto de esta coincidencia de intereses ha sido la consolidación de todo el esquema de creadores de mercado, cuya iniciativa es preciso reconocérsela al Banco de España. No en vano es en este

segmento mayorista donde tiene lugar el grueso de las operaciones de mercado abierto; si bien para su eficacia se requiere de la existencia de un mercado con capacidad de absorción de las cantidades que en cada momento el Banco de España esté deseoso de colocar o de retirar del mercado.

El tercer elemento básico del que a lo largo de estos años se ha dotado el sistema de deuda pública ha sido la difusión y el interés del público por estos activos. Por una parte, el porcentaje que los pasivos del Estado representan dentro del total de activos del sector economías domésticas y de empresas ha pasado de un 3 por 100 en 1980 a una cifra ligeramente superior al 13 por 100 en 1989, utilizando datos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de España.

Si se atiende a la parte de deuda pública que, de una manera o de otra, está en poder del público —es decir, fuera de las entidades crediticias—, el porcentaje de deuda del Estado denominada en pesetas que, en los dos últimos años, ha estado en todo momento en manos del público supera el 90 por 100.

Esta situación se corresponde no sólo con las letras del Tesoro, sino también con los bonos y las obligaciones y con aquella parte de los pagarés del Tesoro cuya demanda no obedece a la necesidad de cobertura del coeficiente de inversión. Es necesario señalar, sin embargo, que durante varios años, en el caso de bonos y obligaciones del Estado, las carteras de las entidades de crédito parecían representar más de lo que se deduciría de lo expuesto. La razón era que ciertas cajas de ahorros operaban simultáneamente como entidades aseguradoras, sin separación contable de las carteras asignadas a la actividad de entidad gestora y a la actividad de aseguramiento; de tal manera que si los volúmenes de cartera mantenidos en virtud de esta segunda actividad se asignaban a inversores finales, las tasas de colocación entre éstos de bonos y obligaciones del Estado venían a alcanzar porcentajes similares a los del resto de la deuda.

Con frecuencia, el mantenimiento de la deuda en el activo de las entidades a que obligan las normas contables establecidas por el Banco de España, aun cuando tengan cedida la deuda en *repos*, ha llevado a algunos a concluir que el público no tiene deuda.

Cabe argumentar con razón, no obstante, que este paso por el balance de los intermediarios ha representado y representa un encarecimiento de la financiación del Estado, toda vez que los valores entraban por el activo de las entidades de crédito y salían por el pasivo a unos tipos que dichas en-

tidades se encargaban de que resultasen lo menos lesivos posible para el nivel de tipos y de coste de sus propios pasivos. Para ello, han abierto un diferencial que retribuye, desde luego, su labor de mediación en la distribución de la deuda, pero que supone el pago por parte del Estado de un coste adicional al rendimiento exigido por los tenedores. No obstante, las entidades no solamente tienen que cubrir con esos diferenciales el coste de la distribución, que no siempre es pequeño, sino también los riesgos de tipos de interés en los que incurren por la acusada transformación del plazo que, al mismo tiempo, realizan tomando la deuda a plazos de uno, tres o más años y cediéndola a plazos significativamente menores, usualmente entre uno y tres meses.

La consecuencia de lo expuesto hasta este momento —existencia de una gama de instrumentos, funcionamiento de un mercado secundario razonablemente líquido y eficiente, e interés por parte del público en la adquisición de los activos— ha sido que el sistema de deuda del Estado ha alcanzado una capacidad suficiente para la financiación de los déficit públicos a unos tipos razonables.

Esta capacidad queda demostrada con creces viendo la evolución registrada, entre los años 1984 y 1990, por la financiación neta total conseguida mediante la emisión de instrumentos de deuda. Financiación neta que en cada uno de estos años, con la excepción del año 1985, ha excedido la necesidad de endeudamiento neto del Estado; debiendo atribuirse la financiación neta excedente a la contribución del Tesoro Público a la esterilización de la liquidez creada por el sector exterior durante dichos años.

Esto adquiere mayor relevancia si se tiene en cuenta que esa capacidad de financiación del sistema de deuda se ha hecho efectiva sin el concurso de la financiación mediante instrumentos denominados en divisas. No tendría ninguna lógica que, debiendo esterilizarse liquidez creada por el sector exterior, se contribuyese a la creación de esa liquidez aumentando en términos netos la deuda en divisas en circulación. Por consiguiente, durante la mayoría de esos años el saldo vivo de deuda en divisas ha experimentado una reducción considerable.

Dicho esto, hay que señalar que la consecución de la financiación mediante deuda a lo largo del año ha distado con frecuencia de ser en todo momento la necesaria y conveniente. En efecto, sucesivamente se han producido períodos en los que el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España ha aumentado dentro del año, seguidos de otros

períodos en los que sucedía lo opuesto; de tal manera que para el conjunto del año el efecto neto era una reducción de la posición de crédito del Tesoro con el Banco de España.

Esta sucesión de episodios de excesos y defectos de financiación del Tesoro directamente del mercado ha sido uno de los elementos determinantes de la ejecución de la política monetaria en este período, pero también un revelador de que la política de deuda ha sido ejecutada conjuntamente por el Tesoro y el Banco de España. Merece la pena prestar atención a este proceso.

La diferencia en el plazo entre los instrumentos emitidos en el mercado primario por el Tesoro, y tomados por las entidades de depósito, y el plazo de las cesiones a las que esta deuda es transferida al inversor final determina que las entidades cedentes incurran en considerables riesgos de tipo de interés, o incluso en pérdidas cuando el coste de financiación de la deuda en cartera —es decir, el tipo de interés exigido en las cesiones por los tomadores de la deuda— excedía o superaba al tipo de rendimiento al que las entidades tenían la deuda en su cartera. De ahí se deducía el que, particularmente en la deuda a más largo plazo, la actitud de las entidades distribuidoras de deuda fuese radicalmente distinta en función de las expectativas de evolución de los tipos. Cuando se preveían subidas de tipos de interés, la demanda en el mercado primario de instrumentos a más largo plazo se reducía extraordinariamente, y otro tanto sucedía con la liquidez existente en el mercado secundario para esos valores, debido a que las entidades no querían aflorar, en cuanto la legislación se lo permitía, las pérdidas que hubiesen derivado de la venta de sus carteras a precios inferiores a los de adquisición.

Por el contrario, cuando las perspectivas de descenso del tipo de interés se asentaban en el mercado, y con ellas la posibilidad de obtener una plusvalía en la deuda que tomaran, se producía espontáneamente una avalancha de peticiones que en ocasiones ha creado dificultades al Tesoro. Es decir, en períodos de expectativas alcistas de tipos de interés, la demanda a más largo plazo se contraía extraordinariamente y se desplazaba hacia el corto plazo, y en los períodos en los que las expectativas eran las opuestas, la demanda se trasladaba espontáneamente a la deuda a más largo plazo.

Sucedía a veces, sin embargo, que en períodos de expectativas alcistas los tipos de rendimiento demandados por el mercado, incluso para las letras del Tesoro, excedían lo que estaba dispuesto a pagar el Tesoro. Esto sucedía usualmente al inicio del ciclo alcista de los tipos, cuando, desde un

punto de vista optimista, podría pensarse que las subidas eran transitorias a corto plazo e injustificadas.

En estos casos, la financiación por emisión directa al mercado de deuda inevitablemente caía muy por debajo de las necesidades de financiación del Estado, y el recurso al Banco de España se convertía en el mecanismo de financiación. Ahora bien, este recurso ocasionaba el riesgo de un crecimiento de las magnitudes monetarias a una tasa superior a la estimada compatible con la consecución de los objetivos monetarios. En estas circunstancias, el Banco de España procedía a drenar mediante cesiones de deuda, usualmente al plazo de tres meses, las cantidades que fuesen precisas, aceptando naturalmente pagar los tipos de interés que el mercado exigía para ello. Claro es que las cesiones de letras a tres meses efectuadas en estos momentos excedían con frecuencia de la cartera de letras en poder del Banco de España, y el Tesoro Público debía ceder al Banco de España cantidades adicionales para que éste efectuase el drenaje necesario. Así pues, visto en esta perspectiva, y puesto que el drenaje se realizaba mediante la cesión de instrumentos del Tesoro, no cabe decir que éste rehuyese los costes de conseguir la financiación necesaria a través del mercado, sino que en determinados momentos rehusaba aceptar en los activos a más largo plazo el nivel de tipo de interés exigido por el mercado y, por la vía de las cesiones a tres meses del Banco de España, ofrecía un instrumento adicional a ese plazo, el cual se emitía por las cantidades necesarias para que los objetivos de política monetaria no excediesen los deseados, y aceptando, en consecuencia, el tipo de interés que para tal fin el mercado exigiese en este plazo.

II. PROBLEMAS PENDIENTES EN LA COMERCIALIZACION

En el trasfondo de lo expuesto hasta ahora se adivina la debilidad de la demanda final a largo plazo en relación al plazo de los activos que se emiten en el mercado primario. A esta debilidad habría que añadir, como clave de los problemas de comercialización de la deuda, el deficiente funcionamiento de los mercados minoristas, derivado de la segmentación de los mercados de deuda. A ambas lagunas se suma la necesidad de completar la gama de instrumentos de deuda con aquellos que pudieran acomodarse a segmentos del mercado más satisfactoriamente que los instrumentos existentes.

1. Debilidad de la demanda de deuda a largo plazo

La inmensa mayoría de la deuda mantenida por los inversores finales ha sido adquirida a través de operaciones de cesión temporal, y las tres cuartas partes de éstas están contratadas a plazo inferior al mes, como puede comprobarse en el cuadro número 1

El predominio de la cesión temporal en la distribución de la deuda obedece, desde luego, por una parte, a las preferencias de la red de distribución para no perder el control de sus clientes y para obtener de forma reiterada en el tiempo los rendimientos correspondientes a la actividad de intermediación. Pero, en buena medida, cabe atribuirlo, por otra parte, a las preferencias por el corto plazo de la mayoría de inversores.

Esta debilidad de la demanda a largo plazo viene determinada por varios factores. En primer lugar, por la relativa endeblez de la inversión institucional. Esta endeblez se debe, en primer lugar, a la existencia de instituciones cuya importancia en otros países es fundamental; entiéndase aquí la práctica inexistencia hasta este momento de los fondos de pensiones, cuya evolución futura cabe ver con otros ojos, una vez que un número considerable de empresas han optado por canalizar a través de este instrumento las obligaciones contractuales adquiridas en materia de derechos pasivos con sus trabajadores. En segundo lugar, otro tipo de instituciones cuyo desarrollo en España ha sido sustancialmente inferior al registrado en otros países europeos son los fondos de inversión, que, por su naturaleza, representarían, en una buena medida, demanda de deuda a medio y largo plazo. En tercer lugar, la relativa debilidad del sector seguros, en relación de nuevo con los países europeos, ha originado que la demanda de valores para cobertura

de sus reservas legales o técnicas sea muy inferior a lo que representa en otros países.

A la falta de demanda a largo plazo, derivada de esta debilidad institucional del sistema financiero español, se ha añadido una reducción adicional en la demanda de deuda a vencimiento, y ello por una circunstancia común tanto a la demanda ejercida por estas instituciones como a la del resto de los inversores finales: la casi permanente inversión, en mayor o menor grado, de la curva de rendimientos, y no sólo en el extremo a más corto plazo, sino también hasta los plazos más largos. Así pues, el incentivo para solicitar deuda a medio y largo plazo ha cedido habitualmente frente al mayor atractivo que los rendimientos superiores de los activos a menor plazo representaban. Y más aún cuando los desequilibrios a los que era atribuible esa forma de la curva parecían no estar destinados a desaparecer de forma inmediata y, por consiguiente, primaba la idea de que tiempo habría más adelante para reestructurar las carteras con vistas a sustituir definitivamente esa deuda a más corto plazo por otros activos a medio y largo plazo.

Hay que señalar que en instituciones de nueva creación, como han sido los fondos de pensiones, y en aquellos otros esquemas alternativos de cobertura privada y complementaria de los riesgos cubiertos por la seguridad social en materia de pensiones, tales como los planes de jubilación, las entidades veían como fundamental ofrecer a los posibles clientes los rendimientos más elevados posible, para lo cual invertían más en deuda a más corto plazo y menos en deuda a medio y largo plazo.

Excede de los límites de este trabajo indagar las razones por las cuales se ha producido en la economía española esta debilidad institucional de la inversión colectiva y de seguros. Es, sin embargo,

CUADRO NUM. 1
NEGOCIACION EN LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA
(Datos en miles de millones)

	Negociación bursátil			Negociación en el sistema de anotaciones en cuenta (*)						Negociación en el conjunto del mercado				
	Pagarés del Tesoro		Bonos y obligaciones	Pagarés del Tesoro		Letras del Tesoro		Bonos y obligaciones		Total		Pagarés del Tesoro	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones
	Op. simples	Op. con pacto de recompra		Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples	Op. con pacto de recompra			
1986	54	3.635	498	1.603	31.001					2.101	31.001	32.604		498
1987	66	4.866	410	758	23.081	1.117	24.174	401	3.900	2.686	51.155	23.839	25.291	4.711
1988	23	3.746	189	1.695	37.695	2.455	112.688	6.315	22.123	10.654	172.506	39.390	115.143	28.627
1989	27	1.234	46	1.671	41.092	7.231	175.596	8.690	46.727	17.638	263.415	42.763	182.827	55.463
1990			32	1.113	31.785	7.153	194.701	14.207	71.472	22.505	297.958	32.898	201.854	85.711
1991			2	97	2.886	1.191	14.529	1.725	6.523	3.015	23.938	2.983	15.720	8.250

(*) Incluye la negociación de la Central de Anotaciones y de las Entidades Gestoras.

relevante examinar la posibilidad de que el Tesoro llevase a cabo una acción positiva y eficaz en el refuerzo de esa demanda institucional. Desde este punto de vista, parece claro que la inversión colectiva era un camino al alcance del Tesoro en su promoción de la demanda de deuda a medio y largo plazo. Reúne, en efecto, dos características que certifican la inmediatez en la secuencia causa-efecto entre esfuerzo de promoción y fortalecimiento de la demanda de deuda.

Por una parte, las motivaciones de compra de las participaciones de un fondo de inversión son, en su mayor parte, iguales que las motivaciones de compra de la deuda, y la falta de difusión de estas instituciones podía deberse, en buena medida, a las mismas causas por las que la demanda de deuda no era tan extensa como se deseaba, pudiendo obedecer su expansión a los mismos procesos de difusión y de *marketing* que la deuda.

Por otra parte, las otras instituciones, entidades de seguros y fondos de pensiones, evidentemente quedaban muy lejos del campo de acción del Tesoro, al mismo tiempo que en ellas la demanda de deuda era una demanda derivada de sus actividades típicas y de las condiciones técnicas en que éstas se desarrollan; de tal manera, que era difícil para el Tesoro llevar a cabo una acción específica para promover la demanda de estas instituciones, aparte de ofrecer en la deuda pública unas condiciones de rendimiento comparables a las que ofrecían otros emisores privados u otros activos en los que pudiesen materializarse las reservas de estas entidades; habida cuenta, claro está, de la diferencia de riesgo de los creadores de unos y otros activos y de su liquidez.

Por otra parte, pasando a la segunda de las deficiencias en la comercialización de estas instituciones de inversión colectiva, cabía pensar que existiera una demanda importante por parte de la sociedad para este tipo de instituciones y que su falta de desarrollo, al igual que en tantas otras ramas del sistema financiero español, fuera atribuible, en buena medida, a la ausencia del deseo de venderlo. En este campo, efectivamente, también se registra el predominio que el sistema bancario o las instituciones de crédito en general ejercen, y que se manifiesta en que la mayoría de las entidades gestoras de fondos de inversión mobiliaria están ligadas, de una u otra forma, a tales entidades. En estas condiciones, la difusión de los fondos de inversión mobiliaria no podía sino representar un riesgo adicional de elevación del coste de los pasivos tradicionales de estas entidades, en la misma forma que la deuda misma u otros instrumentos

de reciente aparición basados generalmente en la deuda, como las cuentas financieras.

Compartiendo la reacción de las grandes entidades ante esos fenómenos, los fondos de inversión, con contadas excepciones, han sido utilizados como vehículo para impedir, en último término, que determinados clientes que exigían rendimientos más altos que los ofrecidos por los pasivos bancarios —y que, al mismo tiempo, en términos generales, no exigían que su inversión fuese acompañada de la gama de servicios que representa el uso de talonarios o el cargo de recibos— pasasen a ser clientes de otras entidades. Así pues, se observa que, dentro de los fondos correspondientes a grupos bancarios, aquellos que han experimentado un crecimiento mayor y más sostenido son los que han servido para el grupo como sustitutivo de las cuentas financieras y de las cuentas de alta remuneración.

De aquí cabía inferir que con una actuación publicitaria adecuada, ausente prácticamente por completo en la difusión de estas entidades en España hasta ese momento, y creando unas mínimas homogeneidades en la gama de instrumentos a vender, podía crearse una demanda significativa de estos fondos de inversión, pasando a ser, por consiguiente, la cuestión a resolver la creación de estructuras de gestión que no tuviesen interés en neutralizar la demanda que de esa forma podría generarse.

Los mecanismos para lograr ese objetivo eran dos: en primer lugar, ampliar la gama de vendedores de estos activos a entidades en las que no se diese conflicto de intereses; en segundo lugar, establecer con todos los distribuidores de estos productos unos convenios en virtud de los cuales el Tesoro dispusiese de alguna capacidad de presión para hacer efectiva esa independencia de intereses, o un leal cumplimiento del compromiso de distribución de los productos, a quienes, en virtud de las campañas de *marketing*, se acercasen a ellos demandándolos.

2. Completar la gama de instrumentos

Pasando al segundo de los problemas de comercialización ya señalados —el de completar la gama para atender a determinados segmentos del mercado con instrumentos apropiados—, cabe señalar que modificaciones recientes en las características de la deuda habían hecho a ésta menos adecuada para atender las necesidades de algunos inversores que veían en la inversión en deuda un mecanismo para completar sus rentas ordinarias mes a

mes, partiendo de un instrumento desprovisto de riesgo. En concreto, recientemente, y con objeto de homogeneizar las prácticas del mercado interior de deuda con las usuales en los mercados internacionales para instrumentos semejantes, así como para facilitar una distribución de la deuda a través de cesiones temporales a plazo superior al semestre, se modificaron las condiciones de emisión de los bonos, pasando los cupones de semestrales a anuales. Esta medida, que facilitaba la cesión temporal de la deuda a plazo más elevado, repercutió de modo negativo en la utilidad de la deuda para todas aquellas personas que querían percibir los intereses con mayor periodicidad, y que, o bien desconocían que podían utilizar con ese fin las operaciones con pacto de recompra, o bien encontraban dificultades para hacerlo por el reducido importe de su inversión.

Con vistas a atender este segmento del mercado, se barajaron distintas posibilidades con la nota común de ser de fácil gestión; tanto más cuanto mayor fuese la frecuencia de pago de los intereses. Esta idea llevó, en principio, a la concepción de un instrumento no negociable que fuese reembolsable a voluntad una vez transcurrido un determinado plazo inicial. No obstante, los problemas de gestión, si se deseaba una distribución extensa a lo largo de todo el territorio nacional, eran verdaderamente muy importantes, con lo cual ese proyecto se abandonó y dio paso a lo que después ha cristalizado en los fondos de inversión Fondtesoro.

Este esquema —estos fondos— presentaba la ventaja de una gestión autónoma en la que la implicación del Tesoro era muy ligera. En segundo lugar, no restaba mercado a ninguno de los instrumentos emitidos por el Tesoro, con lo cual un mercado tendente a —o en riesgo permanente de— generar situaciones de iliquidez, vería atenuada esta circunstancia. En tercer lugar, la fiscalidad de estos fondos resultaba ventajosa respecto a cualquier tipo de instrumento que se pensase, particularmente desde el momento en que algunos, o una buena parte, de los inversores podrían no estar sujetos a la obligación de declarar en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y, por consiguiente, cualquier inversión no sujeta a retención representaba no ya un mejor trato fiscal, sino también una mayor comodidad de uso.

Finalmente, la liquidez del fondo de inversión siempre sería muy superior y de más cómodo uso que la de cualquier nuevo instrumento de deuda cuya solicitud de reembolso hubiese de ser canalizada hasta el Tesoro para que éste garantizase la liquidez mediante la oportuna amortización antici-

pada. Es decir, que, desde todos los puntos de vista, la utilización de los fondos de inversión como sustitutivo de un activo destinado a este segmento de población presentaba ventajas. Sólo desde el punto de vista del coste para el Tesoro, haciendo abstracción de los costes de comisiones que pudieran establecerse en un activo de esa clase, podría pensarse que los fondos de inversión ofrecerían alguna desventaja en relación a la creación de un activo específico. En efecto, satisfacer esta demanda a través de los fondos de inversión, en cuya cartera se utilizan activos de mercado, y por consiguiente con rendimientos presumiblemente más altos, podría resultar más costoso que emitir un activo acomodado a las necesidades de un inversor habitualmente receptivo a los pasivos bancarios de bajo rendimiento, y particularmente sensible a los aspectos de seguridad de la inversión. Pero incluso este punto podría ser objeto de un largo debate sin que las ventajas en favor de la creación de un nuevo activo llegasen a compensar las restantes ventajas de utilizar con este fin los fondos de inversión.

3. Mejora del mercado minorista

Pasando al tercer aspecto de los mencionados —es decir, el mejoramiento de las condiciones de funcionamiento del segmento minorista del mercado de deuda del Estado en anotaciones—, hay que señalar que es un mercado configurado por segmentos cautivos formados alrededor de cada una de las entidades gestoras, caracterizado por una elevada falta de transparencia y con un nivel reducido de competencia derivado no sólo de lo anterior, sino también de los costes de transferir la deuda de unas entidades gestoras a otras.

Este mercado minorista, organizado de forma descentralizada alrededor de las entidades gestoras, se diferencia radicalmente del mercado mayorista de deuda, en el que, por distintos canales, existe una centralización de órdenes y, cuando no se produce tal cosa, el nivel de información garantiza el funcionamiento inmediato del arbitraje estableciendo diferenciales verdaderamente reducidos entre oferta y demanda, y anulándolos entre los distintos circuitos a través de los que se negocia.

Este mercado minorista se caracteriza por un funcionamiento premioso, una dificultad en la adquisición de deuda y, mucho más aún, en la venta.

Buscar y encontrar contrapartida rápida a los deseos de venta de los clientes tampoco hace mayor ilusión a muchas entidades, por cuanto a la ventaja de rendimiento que tendrían estas deudas

respecto a los pasivos propios de las entidades se añadiría una liquidez muy elevada, como correspondería a un mercado en el que se negocian los volúmenes que figuran en el cuadro núm. 1. Estos volúmenes, como se ve, son de una cuantía sorprendente, y más sorprendente aún es que representen dos tercios —y, dependiendo de los instrumentos, incluso tres cuartos— del volumen total de negociación de la deuda en su conjunto.

En resumen, pues, poner remedio a la debilidad de la demanda a largo plazo y a la iliquidez en el mercado minorista, y adecuar la gama de instrumentos a determinados segmentos deseados de tener liquidez y rendimientos periódicos en períodos cortos llevó al Tesoro a buscar remedio en tres iniciativas, dos de las cuales están ya en aplicación y la restante en vías de ejecución. Se conseguía así, al mismo tiempo, ofrecer una alternativa a aquellos inversores que encontraban demasiado lesiva la inversión a través de las entidades distribuidoras de deuda, o que simplemente veían pospuesta una y otra vez la realización de sus órdenes. Las dos iniciativas en aplicación son, por una parte, las cuentas directas de deuda anotada en el Banco de España y, por otra parte, los fondos de inversión Fondtesoro. La que se encuentra en fase de realización, con el protagonismo valiosísimo e imprescindible del Banco de España y de la Bolsa, es la organización de un mercado bursátil de anotaciones en cuenta de deuda, que, caracterizándose por ser un mercado de centralización de órdenes, tendría los efectos propios de estos mercados en relación con la transparencia y el grado de competencia.

Por una vía y por otra, se espera conseguir que el nivel de información de precios o el coste de la búsqueda de información de precios por parte de los inversores se reduzca y que el mercado minorista se ajuste a unas normas de funcionamiento similares a las que rigen en el segmento mayorista del mercado en deuda. Condiciones similares no quiere decir que tengan que ser los mismos márgenes, sino que en cada momento las entidades deberán ajustar sus márgenes al mínimo imprescindible justificado por el volumen de la operación y por los costes que la ejecución de la misma representa.

III. LAS CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA ANOTADA EN EL BANCO DE ESPAÑA

Tanto el Decreto-Ley de nacionalización del Banco de España (1) como la Ley de Organos Rectores (2) han asignado a dicho Banco el papel de agente financiero del Tesoro, y entre sus cometidos

figura la puesta en circulación de los valores de la deuda del Estado en el momento de su emisión, centralizando las peticiones y ocupándose de todos los procesos materiales que la puesta en circulación de aquéllos requiere.

Sobre esta base, siempre ha sido posible efectuar la suscripción de las emisiones de valores del Tesoro directamente en las oficinas del Banco de España, cualquiera que fuera el importe a suscribir, y no estando reservada solamente la posibilidad de hacerlo a intermediarios financieros o grandes inversores ni, tras la creación del mercado de deuda pública en anotaciones, a entidades gestoras y titulares de cuentas.

Ahora bien, una vez efectuada la suscripción de los valores, era preciso depositarlos en alguna otra entidad o, tratándose de valores representados en anotaciones en cuenta, ordenar su registro en alguna entidad gestora; de tal manera que aquellas personas que acudían a la suscripción en el Banco de España, buscando «autoservicio» y ahorrarse los costes que la prestación del servicio por parte de entidades gestoras representaba, veían fracasado su propósito, porque a la postre debía terminar con su deuda registrada y gestionada por los intermediarios a los que habían querido evitar. Así pues, se pensó en dar un cauce propio, una posibilidad sumaria de completar la gestión de la deuda de estas personas de acuerdo con su voluntad y con las limitaciones propias del carácter del Banco de España como banco central.

Nunca se planteó establecer de este modo, para la financiación del Tesoro, un canal alternativo a la red habitual de distribución de deuda. La modestia de su importancia cuantitativa vendría determinada, básicamente, por dos limitaciones muy serias. Por una parte, la necesidad de mantener la deuda hasta su vencimiento, sin posibilidad de negociarla directamente dando al Banco de España órdenes de compra o de venta en el mercado secundario. Por otra parte, la propia escasez de puntos de venta que el Banco de España tiene distribuidos por la geografía nacional, reducidos a sus 53 oficinas establecidas en capitales de provincia y en alguna cabeza de autonomía. Esta limitación de los puntos de venta, junto con la dificultad de atender en momentos concretos a un volumen particularmente alto de demandantes, hacía suponer que el uso de los servicios de esta cuenta se reduciría a aquellas personas residentes en las cercanías de las sucursales del Banco de España, o que dispusiesen de tiempo suficiente para trasladarse a ellas y esperar pacientemente hasta que pudiesen formular sus demandas de aclaración o de suscripción, llegado el caso.

Para llevar a la práctica lo expuesto se firmó un convenio entre el Banco de España y el Ministerio de Economía y Hacienda, en virtud del cual, de acuerdo con lo previsto en el artículo 20 del Decreto-Ley de nacionalización del Banco, éste prestaba el servicio por cuenta del Tesoro Público. A tal fin, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 1990 concedía al Banco de España la condición de entidad gestora y sentaba las líneas básicas del mencionado convenio, quedando reflejada en ambas acciones la voluntad de limitar las cuentas directas al modesto esquema expuesto, y de alterar en el grado estrictamente indispensable la total especialización del Banco en sus funciones de banco central, de gestor de la central de anotaciones y de supervisor del mercado de deuda pública en anotaciones y del sistema crediticio.

De ahí nacen las notas fundamentales de las cuentas directas, a saber:

a) Son, exclusivamente, cuentas de valores de la deuda del Estado, y no pueden dar lugar a la apertura de cuentas de efectivo en el Banco de España. El titular debe siempre señalar otra cuenta de efectivo en una entidad de depósito a la que se transferirán los cupones devengados por la deuda o su reembolso.

b) No pueden utilizarse para realizar operaciones de mercado secundario. Se abren por suscripción de deuda en el Banco o por traspaso desde otra entidad gestora. Se cancelan por amortización de la deuda mantenida en ellas o por traspaso a otra entidad gestora. Es indispensable realizar esta última operación si el titular desea vender la deuda mantenida en una cuenta directa.

Correlativamente a estas notas, el Banco de España no puede dar contrapartidas de mercado secundario a los titulares de cuentas directas.

Estas notas fundamentales se ven acompañadas de otras colaterales que definen el servicio al que dan derecho y su coste: la deuda mantenida en estas cuentas puede utilizarse como garantía, para lo que se presta el servicio correspondiente de inmovilización; el titular recibe información completa del ejercicio de los derechos económicos de su deuda, así como la necesaria para cumplir con las obligaciones fiscales derivadas de su tenencia; el coste de los servicios de las cuentas directas para sus titulares lo determina el Banco de España, y en estos momentos se reduce al coste de las transferencias de fondos a las cuentas que aquéllos señalaron a tal fin.

El éxito de las cuentas directas no puede califi-

carse de desbordante, pero sí ha sobrepasado en alguna medida las expectativas creadas en torno a ellas, basadas en las suscripciones realizadas directamente en el Banco de España antes de entrar en funcionamiento estas cuentas. En efecto, al cabo de año y medio de funcionamiento, su saldo ha alcanzado 250.000 millones de pesetas nominales, con un número de cuentas que supera las 100.000.

Cabe señalar que el esfuerzo publicitario sobre estas cuentas ha sido verdaderamente exiguo, lo que apunta a una demanda genuina del servicio y a la oportunidad de su introducción. Asimismo, este éxito relativo de las cuentas directas, en tanto en cuanto supera el que cabía anticipar, puede interpretarse como revelador del malestar de los usuarios del mercado de deuda y, por consiguiente, de los defectos de funcionamiento de la red normal de distribución de la deuda. No obstante, cabe señalar que por importante que parezca esta cifra, no representa sino un porcentaje verdaderamente exiguo, inferior al 2 por 100, del volumen de suscripciones brutas realizadas en el período transcurrido desde la puesta en marcha del esquema.

Como se aprecia en el cuadro núm. 2, las letras del Tesoro dominan el panorama de las cuentas directas, tanto en número de cuentas como en volumen, siendo un reflejo más de la apetencia por el corto plazo del inversor español. Sin embargo, hay que recordar que en 1990 casi todas las subastas de obligaciones del Estado han sido declaradas desiertas y, por consiguiente, sin período de suscripción posterior a las mismas, que es el momento en que los particulares suelen suscribir. Sin esta circunstancia no se habría alterado sensiblemente la distribución de las cuentas, pero muy probablemente el saldo de las cuentas en obligaciones sería superior. Para interpretar el número de cuentas, hay que recordar que durante el período al que se refiere el cuadro cada suscripción o traspaso daba lugar a una cuenta; de ahí que no deba interpretarse, ni mucho menos, que el número de cuentas revela el de clientes y que el relativo mantenimiento mensual del número de nuevas cuentas es compatible con una esperable reducción del de nuevos titulares.

Ahora bien, a pesar del éxito alcanzado, las cuentas directas representan una aportación de alcance verdaderamente limitado a la solución de los problemas múltiples que se han señalado antes en relación al mercado minorista de la deuda. Así, por ejemplo, las cuentas no resuelven el problema de liquidez. Por el contrario, lo agravan en el sen-

CUADRO NUM. 2
CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA DEL ESTADO EN EL BANCO DE ESPAÑA (AÑO 1990)

	Letras del Tesoro		Pagarés del Tesoro		Bonos del Estado		Obligaciones del Estado		Total	
	Número	Nominal	Número	Nominal	Número	Nominal	Número	Nominal	Número	Nominal
Año 1990										
Febrero	1.148	2.849,00	6	10,50	340	437,25	0	0,00	1.494	3.296,75
Marzo	8.551	20.400,00	12	22,50	1.776	2.515,28	2	3,87	10.341	22.941,65
Junio	24.502	62.554,00	32	131,00	5.840	9.148,36	15	48,61	30.389	71.881,97
Septiembre	40.698	104.529,00	49	213,50	9.246	14.805,32	60	193,64	50.053	119.741,96
Diciembre	57.716	147.172,00	65	302,00	11.765	18.083,29	70	213,72	69.616	165.771,51
Año 1991										
Marzo	80.869	205.957,00	72	309,50	16.507	25.340,46	215	497,83	97.663	232.105,29
Junio	85.052	212.709,00	70	324,50	18.609	28.690,57	256	610,15	103.987	242.310,72
Julio	85.739	213.858,00	70	324,50	18.584	28.667,92	253	608,50	104.646	243.435,42
Agosto	88.776	221.089,00	66	335,50	18.585	28.712,80	253	608,50	107.680	250.722,30

tido de que exigen incurrir en costes de traspaso adicionales a los de negociación para poder disponer de la deuda antes de la fecha de vencimiento y, por otra parte, no establecen ningún aliciente por sí mismas para que la demanda se extienda a plazos más largos que los que espontáneamente demandarían los suscriptores.

Por todo ello, se pensó en la necesidad de dar respuesta más completa a esos problemas, para lo que se ideó el esquema Fondtesoro, que, por sus características, puede representar un freno a la expansión de las cuentas directas.

IV. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO: FONDOS FONDTESORO

Como se ha expuesto, la debilidad de la inversión institucional en España se juzgaba como una de las causas de la escasez de demanda a largo plazo en el mercado de deuda. Por otra parte, la falta de liquidez —y, ocasionalmente, un exceso de costes de intermediación propiciado por la relativa cautividad de los clientes— limitaba la expansión del segmento minorista del mercado. Finalmente, subsanar o paliar el desajuste que, para ciertos inversores necesitados de ingresos periódicos, había producido o acentuado el paso de cupones semestrales a anuales en los bonos y obligaciones del Estado llevó a pensar en la conveniencia de promover fondos de inversión mobiliaria que, mediante su especialización en deuda del Estado, ofreciesen una respuesta potencialmente eficaz a los problemas planteados, sumando, además, un tratamiento fiscal ventajoso respecto al que disfrutaría un tenedor directo de la deuda.

Desde la óptica del Tesoro, las ventajas se redondeaban con el aligeramiento total de la carga administrativa si los fondos de inversión especiali-

zados en deuda eran promovidos y gestionados, dentro de la legislación general aplicable, convenientemente completada mediante un instrumento jurídico apropiado, por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva surgidas de la iniciativa privada con experiencia en este campo.

Hay que decir que el proceso de diversificación de la oferta había llevado espontáneamente a la aparición, o a los planes de lanzamiento, de cierto número de fondos que estatutariamente, o simplemente en la práctica, se habían especializado en deuda del Estado. Pareció, pues, conveniente potenciar este proceso, favorecido por el momento poco brillante de la renta variable, añadiéndole un respaldo explícito del Tesoro Público, estableciendo unos rasgos comunes que no sofocasen la necesaria personalidad que cada gestora pudiera imprimir a sus fondos y, sobre todo, acompañando las buenas razones con los hechos de un lanzamiento publicitario suficiente.

Este aspecto del lanzamiento publicitario es doblemente importante. Sorprende, en efecto, que un instrumento con unas características tan favorables para la colocación del ahorro de inversores medianos, e incluso pequeños, haya tenido en España un desarrollo tan deficiente si se le compara con el registrado en otros países. Sorprende más aún visto el nivel de conocimiento que el público parece tener de los fondos, y a pesar de la mala experiencia que muchos inversores tuvieron en la década de los setenta. Por ello, no son pocos los que atribuyen la escasa expansión de los fondos en España a la falta de una red de ventas libre de los conflictos de intereses que se dan en las dependientes de las entidades de depósito.

Por otra parte, el esfuerzo publicitario realizado para la difusión de los fondos, a juzgar por el gasto en publicidad, ha sido verdaderamente insignificante. Al parecer, el gasto realizado en medios

controlados —prensa, radio, televisión— en 1989 rondó los 16 millones de pesetas, y aun aceptando que sea de aplicación a esta actividad la regla general de que el gasto total en publicidad es tres veces mayor que el registrado en los medios controlados, no deja de ser irrelevante el esfuerzo comparado con el gasto en la promoción y venta de otros productos financieros sustitutorios o competitivos de los fondos. Así pues, difundir el conocimiento de esta forma de inversión colectiva y crear un grado de presión sobre las redes de venta es esencial para su desarrollo en el futuro inmediato.

Se dirá, con razón, que la difusión de los fondos de inversión especializados en deuda implica, en primer lugar, una explicación de los fondos de inversión en general y, por consiguiente, que una parte importante del esfuerzo derive hacia otros fondos. Este hecho, que puede darse por cierto, no daña significativamente la estrategia del Tesoro Público. Por una parte, en sus iniciativas se mezclan inseparablemente, en la mayoría de los casos, la doble perspectiva micro y macroeconómica: dar solución a sus problemas de financiación y promover soluciones útiles para el sistema financiero español. Por otra parte, en la mayoría de los fondos de inversión, ahora incluso en los de renta variable, una parte significativa de su cartera está formada por fondos públicos —a 31 de diciembre de 1990, el 62 por 100 para el conjunto de los FIM y el 60 por 100 para los FIAMM. Por consiguiente, la publicidad de los fondos de inversión se va a traducir, en cualquier caso, en una promoción de la demanda de deuda del Estado.

Una vez contrastado, a través de los contactos mantenidos, que el interés del Tesoro se correspondía con el de numerosas gestoras de fondos de inversión, se dio forma a todo el esquema Fondtesoro mediante la Orden del Ministerio de Econo-

mía y Hacienda de 7 de junio de 1990. Esta Orden, a la que acompañan sendos anexos con los convenios-tipo aplicables para los Fondtesoro FIM y FIAMM, establece el procedimiento para acceder a la gestión de un fondo de inversión Fondtesoro, delegando en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera las competencias precisas para valorar y decidir sobre cada una de las peticiones y formalizar los convenios correspondientes. Estos convenios establecen las características comunes que, dentro de lo previsto por la regulación general de este tipo de entidades, han de cumplir los Fondtesoro, y que se concretan fundamentalmente en las inversiones de la cartera, las aportaciones mínimas exigibles a los partícipes, el régimen aplicable a los resultados del fondo, las comisiones máximas a cargar al fondo o a los partícipes y la necesaria posibilidad de expedir cheques contra las participaciones de un FIAMM. (Véase cuadro número 3).

Como contrapartida, se especifican, asimismo, las ventajas que el Tesoro Público concede a los fondos Fondtesoro y a sus sociedades gestoras, que consisten básicamente en respaldo publicitario a través de campañas globales o individuales y en la posibilidad de usar los logotipos y símbolos representativos del Tesoro Público o sus productos. En este terreno, la contrapartida para las sociedades gestoras se centra en la necesidad de señalar convenientemente sus oficinas de venta con los signos distintivos de Fondtesoro y del Tesoro Público.

Se completan los convenios con las facultades que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera tiene para exigir la información que considere relevante para el seguimiento de los fondos, y con un cuadro de penalizaciones que van desde la suspensión o la denuncia del convenio por parte

CUADRO NUM. 3
CUADRO COMPARATIVO DE FONDTESORO FIM Y FIAMM

	FIM	FIAMM
Inversión	95 por 100 deuda del Estado 50 por 100 en deuda a más de cinco años Futuros y opciones como cobertura	95 por 100 deuda del Estado Futuros y opciones como cobertura
Comisiones máximas	Sobre el fondo, 1,75 por 100 Al partícipe: 2 por 100 de reembolso los dos primeros años	1,50 por 100
Otros gastos	—	Por uso de cheque
Inversión mínima	No superior a 50.000 pesetas	No superior a 200.000 pesetas
Régimen de funcionamiento	Capitalización	Capitalización
Reembolso de participaciones	En un máximo de 72 horas	— En un máximo de 24 horas — Posibilidad de reembolso mediante extensión de cheques
Plazo de vigencia de los convenios	Un año renovable tácitamente	Un año renovable tácitamente

CUADRO NUM. 4
APORTACION MINIMA EXIGIDA Y COMISIONES APLICADAS POR LAS SOCIEDADES GESTORAS
(Agosto 1991)

<i>Sociedad gestora</i>	<i>Depositaria</i>	<i>Fondo de inversión</i>	<i>Aportación mínima</i>	<i>Comisiones (*) reembolso</i>
Adepa, S. A.	La Caixa	Adepa Fondtesoro FIM	50.000	—
AB. Asesores Bursátiles Euroinvest., S. A.	Caja Ahorros de Valencia	AB. Fondtesoro FIM	50.000	1,75 por 100, primer año 1,25 por 100, segundo año
Foncapital, S. A.	Generale Bank Banco Belga	Dineuro Fondtesoro FIM	10.000	—
Gaesco Gestión, S. A.	Banco Urquijo	Gaesco Fondo Fondtesoro FIAMM	200.000	—
Gasamev, S. A.	BBV	Fonbilbao Fondtesoro FIM	50.000	1 por 100, primer año
Gesbansander, S. A.	Banco Santander	Santander Fondtesoro FIM	50.000	1 por 100, primer año
		Santander Dinero Fondtesoro FIAMM	100.000	
Gesinca Inversiones, S. A.	CECA	Ahorro Corporación Deuda Fondtesoro FIM	1.000	—
		Ahorro Corporación Cuenta Fondtesoro FIAMM	100.000	—
Gesmadrid, S. A.	Caja Ahorros de Madrid (**)	Invermadrid Fondtesoro FIM	10.000	—
		Dinermadrid Fondtesoro FIAMM	100.000	
Gestinova, S. A.	BBV (**)	BBV Deuda Fondtesoro FIM	50.000	2 por 100
		BBV Activos Fondtesoro FIAMM	100.000	
Hispano Gestión, S. A.	Banco Hispano Americano	Hispano Rendimiento Fondtesoro FIM	50.000	2 por 100, primer año 1 por 100, segundo año
		Hispano Tesoro Fondtesoro FIAMM	200.000	
Iberagentes Fondos, S. A.	Iberagentes, S. A.	Iberagentes Fondtesoro FIM	50.000	0,5 por 100, primer trimestre
		Iberagentes Dinero Fondtesoro FIAMM	10.000	
Iversafei, S. A.	CECA	Fondeuda Ahorro Fondtesoro FIM	10.000	
		Fondeuda Efectivo Fondtesoro FIAMM	100.000	
Mapfre Indosuez, S. A.	Banco Herrero	Mapfre Fondtesoro FIM	50.000	1,5 por 100
Merchbanc, S. A.	Banco Urquijo	Merchbanc Fondtesoro FIAMM	100.000	

(*) Al participe sólo se le puede cargar, individualmente, la comisión de reembolso en un FIM, o el importe del talonario en un FIAMM, siempre que figure recogido en el reglamento del fondo. Además, al fondo se le puede cargar anualmente por gastos de gestión, depósito, administración (envío de la información obligatoria al participe), etc., un porcentaje no superior al 1,75 del valor del patrimonio en los FIM o al 1,5 en los FIAMM.

(**) Estos fondos no han completado todavía el proceso de autorización para la venta al público de sus participaciones.

del Tesoro Público a las indemnizaciones por parte de las gestoras en determinados supuestos de incumplimiento de las cláusulas convenidas, o de denuncia unilateral por parte de las gestoras.

Una vez establecido el marco regulador, la puesta en marcha se inició en el mes de julio de 1990, con la firma por parte de catorce sociedades gestoras de los convenios correspondientes a la creación o transformación de un total de veinte fondos de inversión Fondtesoro: doce FIM y ocho FIAMM. Recientemente se ha autorizado un FIAMM más. El proceso administrativo de creación o transformación se ha extendido durante el segundo semestre de 1990, y todavía en estos momentos tienen reciente su inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores dos fondos FIM afectados por las limitaciones establecidas cuando sociedad gestora y depositario forman parte de un mismo grupo.

El cuadro núm. 4 muestra la relación de Fondtesoros FIM o FIAMM agrupados por sociedades gestoras, con indicación del depositario, de la aportación mínima inicial establecida por cada uno y de las comisiones aplicables al fondo o al participe según los casos. A este último sólo se le puede cargar, si así lo tiene establecido el fondo en su reglamento, una comisión de reembolso que sólo se aplicará en los FIM, y en ningún caso cuando éste tenga lugar una vez transcurridos dos años desde que se invirtió en el fondo, o unos gastos por el uso de talonario en los FIAMM.

La demora en la puesta en marcha de todos los fondos de inversión amparados por convenios dentro del esquema Fondtesoro dificulta la valoración de su potencial como mecanismo de distribución de deuda del Estado. No obstante, cabe albergar un optimismo fundado a la vista de la evolución del patrimonio de los veintidós fondos —doce FIM

INDICE DE EVOLUCION DE LOS VALORES LIQUIDATIVOS

Por semanas (Base 100 al 31-12-90)

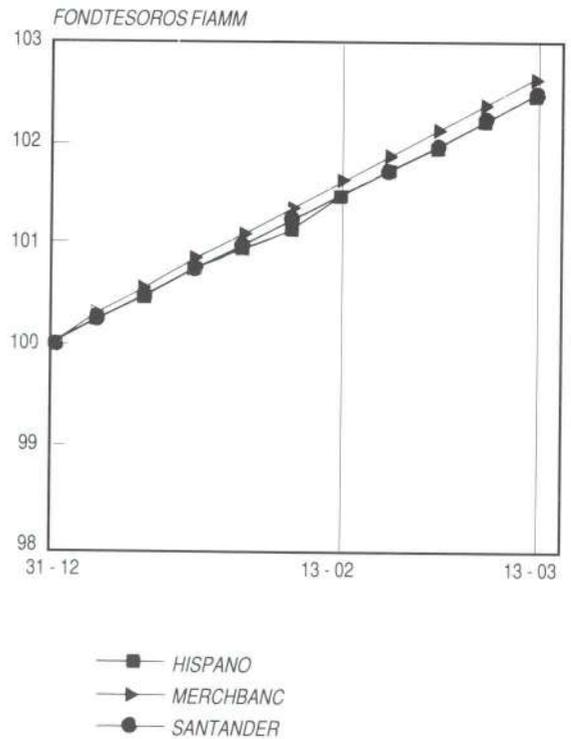
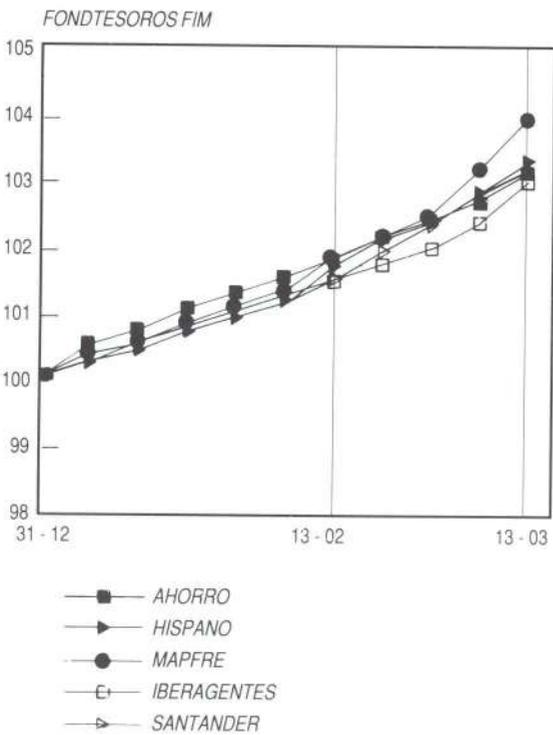
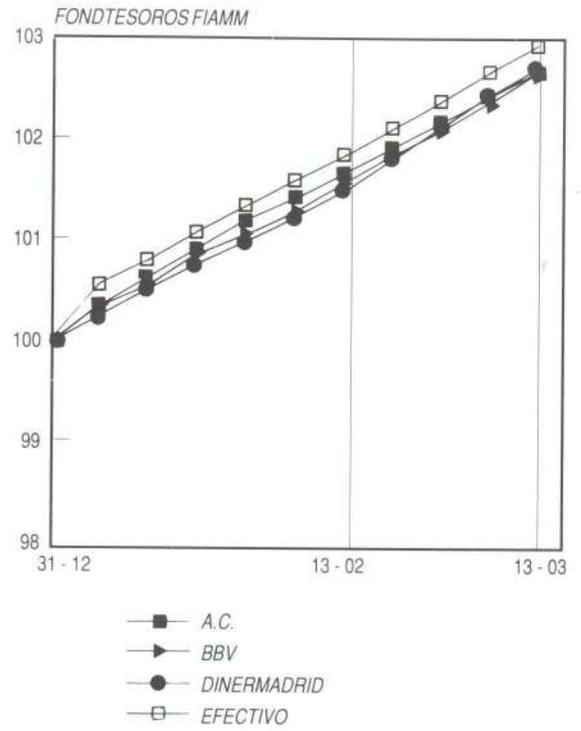
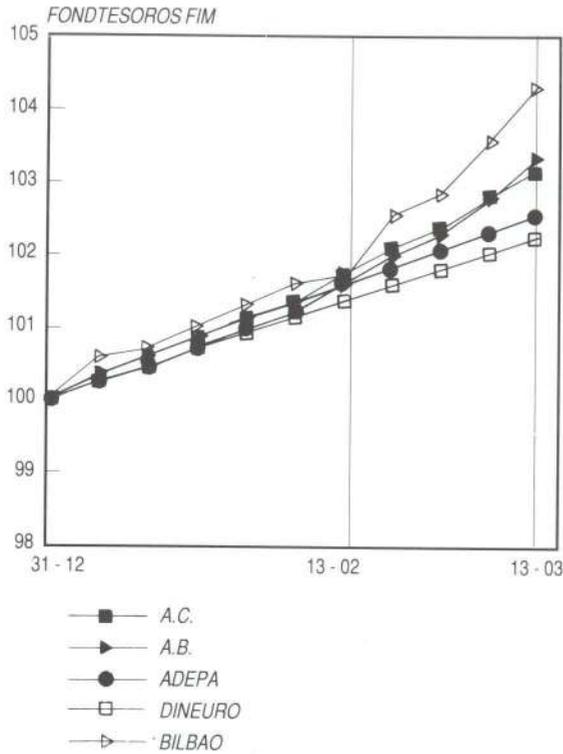
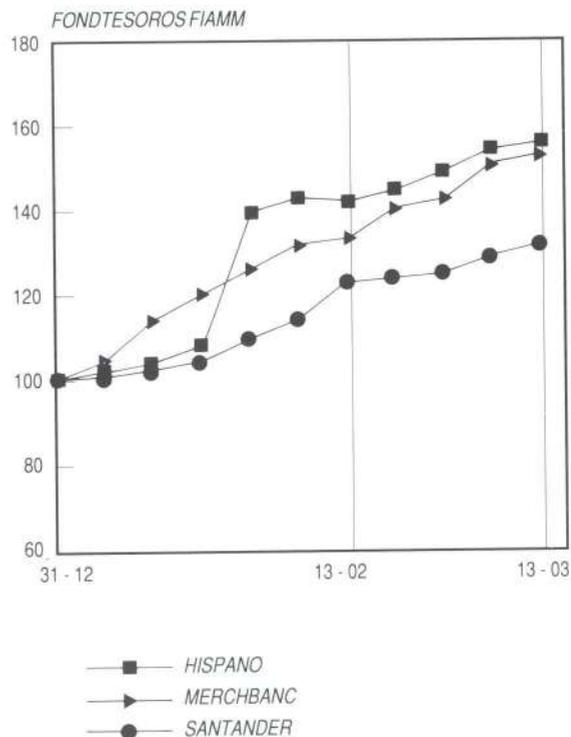
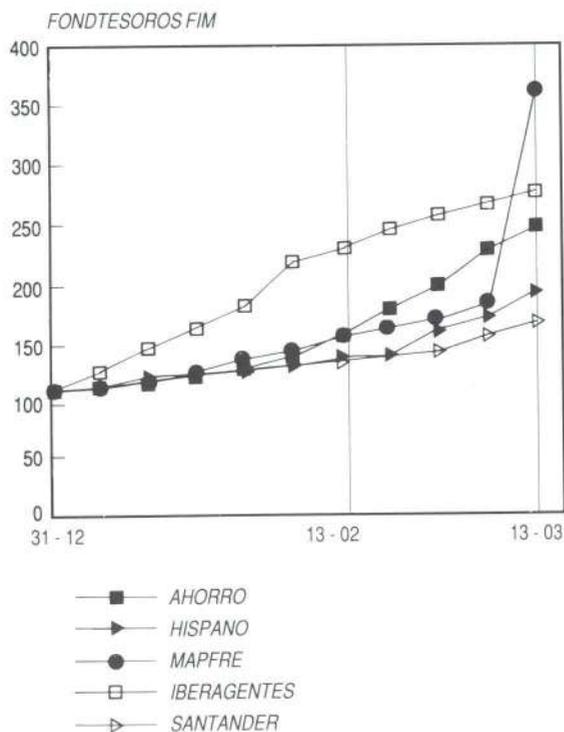
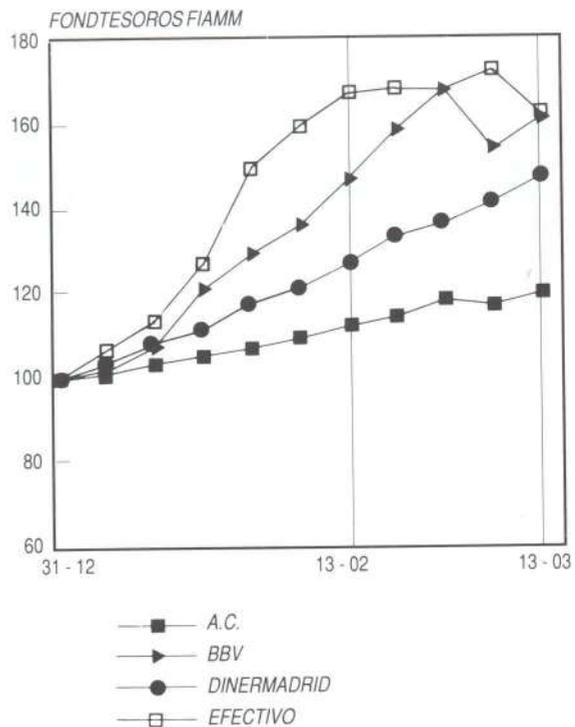
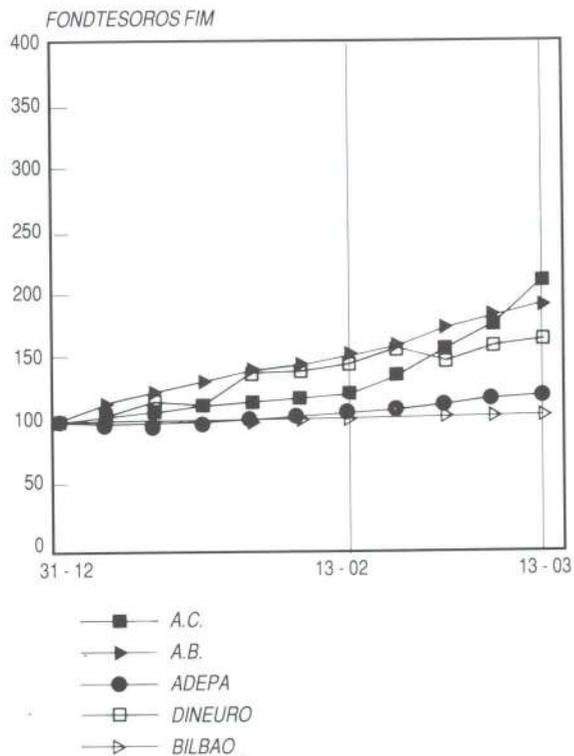


Gráfico 2

INDICE DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO

Por semanas (Base 100 al 31-12-90)



y nueve FIAMM— que ya están en funcionamiento. El patrimonio total de estos fondos, a 18 de septiembre, ascendió a 157.267,3 millones de pesetas, con un crecimiento de 125.868,6 millones desde finales de 1990. La distribución por tipos de fondos es relativamente desigual, como se aprecia en el cuadro núm. 5, con una menor demanda de los FIAMM que de los FIM. Llama la atención, sin embargo, el alto grado de dispersión en el crecimiento experimentado por cada uno de los fondos, especialmente de los FIM, aun teniendo en cuenta los diferentes momentos en que cada uno de ellos ha empezado a comercializarse.

Si se presta atención a la sociedad gestora, examinando si gestiona otros fondos de inversión y su posible pertenencia a grupos financieros de los que forman parte otras entidades emisoras de pasivos

competitivos con las participaciones de los fondos, se abren inmediatamente interrogantes acerca de si la actitud en relación con la difusión de los fondos Fondtesoro es la misma en todos los casos. Se esconden en estos interrogantes algunos de los problemas más serios en relación con la gestión del esquema Fondtesoro, e incluso con su ampliación futura hasta encontrar un número de sociedades gestoras cuyo compromiso con el esquema no se encuentre disminuido por otras consideraciones, por muy legítimas que puedan ser, y cuya implantación garantice una suficiente distribución en toda España.

Como es lógico, la dispersión es muy inferior en lo que respecta a la evolución del valor liquidativo de la participación, situándose el promedio de la tasa anualizada de su crecimiento, en lo que ha

CUADRO NUM. 5
EVOLUCION DE LOS VALORES LIQUIDATIVOS Y PATRIMONIOS DE «FONDTEORO»
(Comparación de datos a 18-9-1991 con respecto a 31-12-1990)

Nombre	Patrimonio				Valor liquidativo			
	Actual	31-12-1990	Variación	Variación (porcentaje)	Actual	31-12-1990	Variación (porcentaje)	Rent. Anual Equiv. (1)
Fondtesoros FIM								
A. C. Deuda Fondtesoro	15.005.811.861 (2)	617.557.594	14.388.254.267	2.329,86	1.138,09	1.028,41	10,67	15,16
A. B. Fondtesoro	13.707.752.523	1.940.135.326	11.767.617.197	606,54	1.156,14	1.042,19	10,93	15,55
Adepa Fondtesoro	5.081.901.012	2.596.311.013	2.485.589.999	95,74	1.413,07	1.309,78	7,89	11,15
BBV Deuda Fondtesoro	625.017.630	577.919.115 (*)	47.098.515	8,15	11.846,72	11.558,78 (*)	2,49	15,32
Dineuro Fondtesoro	5.108.035.617	402.590.059	4.705.445.558	1.168,79	11.272,38	10.391,62	8,48	12,00
Fondbilbao Fondtesoro	1.552.323.175	603.493.444	948.829.731	157,22	1.186,12	1.025,65	15,65	22,45
Fondeuda Ahorro Fondtesoro	15.853.195.831	1.169.090.502	14.684.105.329	1.256,03	12.281,99	11.039,54	11,25	16,02
Hispano Rendimiento Fondtesoro	3.591.761.789	525.928.389	3.065.833.400	582,94	57.456,51	51.882,78	10,74	15,28
Invermadrid Fondtesoro	1.821.479.739 (2)	562.640.195 (*)	1.258.839.544	223,74	1.154,37	1.125,28 (*)	2,59	11,44
Mapfre Fondtesoro	5.856.816.125	575.992.753	5.280.823.372	916,82	1.147,47	1.029,43	11,47	16,33
Iberagentes Fondtesoro	26.303.438.493	3.550.361.951	22.753.076.542	640,87	1.164,74	1.045,46	11,41	16,24
Santander Fondtesoro	4.323.967.580	539.178.206	3.784.789.374	701,96	1.161,53	1.031,57	12,60	17,98
Total FIM	98.831.501.375	13.661.198.547	85.170.302.828	623,45			10,58	15,61
Fondtesoros FIAMM								
A. C. Cuenta Fondtesoro	6.226.559.498 (2)	1.962.426.271	4.264.133.227	217,29	112.664,97	102.918,68	9,47	13,43
BBV Activos Fondtesoro	15.475.373.017	2.437.081.115	13.038.291.902	535,00	113.889,41	104.235,85	9,26	13,13
Dinermadrid Fondtesoro	5.944.952.541 (2)	1.975.367.087	3.969.585.454	200,95	113.390,37	103.792,06	9,25	13,11
Fondeuda Efectivo Fondtesoro	13.595.404.742	4.319.041.222	9.276.363.520	214,78	121.886,48	111.439,67	9,37	13,30
Gaesco Fondo Fondtesoro	2.660.885.835	242.792.359 (*)	2.418.093.476	995,95	108.567,26	102.473,07 (*)	5,95	11,36
Hispanotesoro Fondtesoro	4.169.094.347	1.706.946.403	2.462.147.944	144,24	225.212,87	206.600,87	9,01	12,77
Iberagentes Dinero	1.557.122.259	1.847.364.435 (*)	(290.242.176)	(15,71)	101.229,33	100.553,16 (*)	0,67	11,76
Merchbanc Fondtesoro	5.313.248.116	1.669.907.000	3.643.341.116	218,18	113.415,91	103.925,19	9,13	12,95
Santander Dinero Fondtesoro	3.493.182.337	1.576.643.851	1.916.538.486	121,56	112.545,58	103.238,64	9,01	12,78
Total FIAMM	58.435.822.692	17.737.569.743	40.698.252.949	229,45			9,19	13,03
Total Fondtesoros FIM y FIAMM	157.267.324.067	31.398.768.290	125.868.555.777	400,87			10,08	14,68

Notas:

(*) Valores correspondientes al 7 de marzo (Gaesco), 25 junio (Invermadrid), 27 de agosto (Iberagentes) y 18 de julio 1991 (BBV Deuda), fechas de inicio de las actividades de los fondos respecto a las cuales se calculan las variaciones. Estos fondos no se incluyen para el cálculo de las variaciones totales del valor liquidativo y de la rentabilidad anualizada. Las variaciones porcentuales se calculan en función de $(V.F./V.I.-1) \times 100$, siendo V.F. y V.I. los valores finales e iniciales, respectivamente.

(1) Aumento de valor de las participaciones entre las fechas de 31-12-1990 y actual, expresado como Tasa Anual Equivalente. El resultado no prejuzga el que se obtenga en períodos posteriores.

La Rentabilidad Anual Equivalente se calcula en función de $T = [(V.F./V.I.)^{365/n} - 1] \times 100$, donde T es la Rentabilidad Anual Equivalente en tanto por cien y n los días transcurridos.

La variación porcentual y la rentabilidad anualizada del total de fondtesoros FIM y FIAMM se obtiene con la media ponderada respecto de los patrimonios.

(2) Este patrimonio corresponde al día anterior.

transcurrido de 1991, en el 14,68 por 100, resultante de un crecimiento del 15,61 por 100 para los FIM y del 13,03 por 100 para los FIAMM. Hay que señalar que estas cifras están significativamente afectadas, dado el corto período de tiempo al que se refieren, por el tratamiento dado al cambio de la fiscalidad de los fondos implantada por la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

A pesar de lo dicho, parece fuera de duda el potencial de crecimiento de estos fondos especializados en deuda del Estado si se tiene en cuenta que en estos momentos el concepto Fondtesoro está a punto de convertirse en la masa de inversión colectiva más importante de España bajo una sola marca, y que el apoyo activo del Tesoro Público mediante la acción publicitaria acaba de iniciarse. Este proceso se acelerará necesariamente en el transcurso del tiempo, a medida que la inversión publicitaria vaya rindiendo sus frutos y que el proceso de señalización adecuada de los puntos de venta se vaya completando conforme a lo previsto en el texto de los convenios. Esta confianza en el potencial de crecimiento es compartida, sin duda, por todos aquellos que en estos momentos han hecho saber a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera su interés por integrarse en el esquema Fondtesoro gestionando uno o más fondos. En esta situación se encuentran un grupo numeroso de sociedades gestoras, con interés en promover una veintena de fondos de una u otra clase.

V. ALGUNAS INTERROGANTES FINALES

Es evidente que no existe «una solución» para los problemas de los mercados de deuda. Por el contrario, se trata de un proceso dinámico en el que las soluciones a aspectos parciales susceptibles de mejora desencadenan una evolución positiva que desarrolla la eficacia del mercado hasta una nueva situación, cuya superación requiere una nueva serie de medidas.

En esta perspectiva, parece claro que tanto las cuentas directas como el esquema Fondtesoro son dos pasos positivos e importantes para la mejora del mercado en su segmento minorista, ampliando las opciones para invertir en deuda; mejorando, en un caso, las condiciones fiscales de la inversión y

su grado de liquidez, abaratando la gestión y facilitando la desintermediación en el otro. Ciertamente que el problema de la transparencia también resulta tangencialmente mejorado, pero requiere unas acciones específicas para que se modifique significativamente la situación actual. Estas acciones estarán integradas, cuando menos, por la creación de un mercado bursátil de deuda anotada y una potenciación de la función de los creadores de mercado en ese segmento, simultaneada por una mejora sustancial de los procedimientos de difusión de precios y rendimientos.

Por otra parte, no cabe pensar que los efectos de todas estas medidas son adiciones netas en su totalidad. Por el contrario, parte de los que produce cada una entraña una merma de los que otra habría terminado por producir. Sin duda, el lanzamiento de los Fondtesoro representa un menor crecimiento de las cuentas directas, ya que aquéllos ofrecen una forma de mantenimiento de la deuda desde los puntos de vista de la liquidez de la inversión y del tratamiento fiscal de sus rendimientos incomparablemente mejor.

Continuando en esta línea, cabe preguntarse cuántos de los fondos invertidos a través de los Fondtesoro son en realidad adiciones netas a la demanda de deuda y cuánto no es más que desviación hacia éstos de demanda que en otro caso también se hubiera encaminado a deuda, si bien a través de otros fondos.

Algunos pueden albergar la duda de si el crecimiento mostrado por los Fondtesoro se va a mantener cuando acabe la actual situación del mercado de renta variable, y de crecida incertidumbre, y aparezcan rendimientos muy favorables para aquélla, por una parte, y, por otra, desaparezca o disminuya la prima de riesgo que en la actual situación se está dispuesto a pagar por activos en los que no exista riesgo de impago.

El tiempo dará respuesta a estos interrogantes, pero, de momento, las perspectivas inclinan a pensar que el efecto conjunto de las medidas ha sido muy positivo para el mercado de deuda, pero cuantitativamente limitado.

NOTAS

- (1) Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio.
- (2) Ley 30/1980, de 21 de junio.

LAS ENTIDADES DE CREDITO ANTE LA POPULARIZACION DE LA INVERSION COLECTIVA

Carlos CONTRERAS (*)

I. INTRODUCCION

El mercado español de inversión colectiva, aunque pequeño desde cualquier comparación internacional, está mostrando recientemente una significativa recuperación, particularmente a través del desarrollo de los fondos de inversión (en concreto, de los fondos de dinero) y, en menor medida, por el comportamiento de las sociedades de inversión.

El presente trabajo repasa algunos de los principales rasgos de nuestro mercado, describe el papel de las instituciones de inversión colectiva en el mercado financiero español y comenta los principales factores de la competitividad de los fondos de inversión como productos financieros.

Dado que la propiedad del sector de la inversión colectiva se concentra intensamente en bancos y cajas de ahorros en la actualidad, la evolución de estos instrumentos dependerá crucialmente de la actitud de estas entidades de depósito en el proceso de comercialización de dichos productos.

En este sentido, la estrategia de las entidades respecto del proceso de desintermediación parece decisiva. Si el proceso de desintermediación continúa avanzando en nuestro país, es de prever un prometedor futuro para los fondos de inversión, no sólo porque éstos constituyen la vía natural de acceso de las familias a los modernos mercados financieros, sino también porque resulta de interés para las entidades de depósito fomentar comparativamente este tipo de «desintermediación vinculada», tanto en términos de margen financiero como de fidelización de sus clientes.

II. ALGUNAS CARACTERISTICAS DEL MERCADO ESPAÑOL

El mercado español de inversión colectiva se caracteriza, entre otras circunstancias, por mostrar:

a) una dimensión comparativamente reducida en relación con los mercados de países de su entorno;

b) una evolución reciente muy dinámica y la incorporación de importantes novedades legislativas;

c) una estructura de la propiedad bastante concentrada en el sector bancario, lo que ha condicionado de manera muy significativa su evolución en los últimos años, y

d) un notable grado de concentración en la oferta.

1. Dimensión del mercado nacional

La industria internacional de la inversión colectiva es relativamente heterogénea por mercados, tanto desde la perspectiva de sus hábitos financieros como del papel de los agentes protagonistas y de su dimensión.

Por lo que respecta a esta última circunstancia, mientras que en Estados Unidos el patrimonio de los fondos de inversión representa algo menos de un 20 por 100 del PIB, y una cifra similar en Francia, en Japón significa un 15 por 100, y este *ratio*, en el caso español, se sitúa en torno al 2 por 100.

Como se aprecia en el gráfico 1, el mercado japonés ha mostrado una participación, en general, creciente en el «mercado global», habiendo ganado en el período 1985-89 aproximadamente nueve puntos porcentuales, situándose en torno al 21 por 100; Estados Unidos ha perdido aproximadamente 18 puntos en su participación en el mismo período, representando a pesar de ello el 50 por 100 aproximadamente del mercado global, y la participación del mercado europeo, por su parte, ha experimentado un avance de nueve puntos, hasta situar su presencia en torno al 29 por 100.

Dentro del mercado europeo de fondos de inversión, destaca particularmente la participación de la industria francesa, que durante el período de 1985-89 ha mostrado una participación entre el 47 y el 49 por 100; Reino Unido, con una participación entre el 15 y el 18 por 100, y la República Federal Alemana, con una presencia entre el 10 y el 12 por 100 (gráfico 2).

En este contexto europeo, la participación del mercado español ha pasado de representar un 0,6 por 100 en 1985 a significar, en 1989, un 1,3 por 100, que sin duda constituye todavía un nivel pequeño en relación con la potencialidad de nuestro mercado. En el escenario global, la participación del mercado español ha avanzado en el mismo período entre el 0,1 y el 0,4 por 100 (gráfico 3).

2. Evolución reciente del mercado nacional

La evolución reciente de nuestro mercado de inversión colectiva se ha caracterizado por un notable dinamismo y por algunas transformaciones significativas, como lo demuestran las siguientes circunstancias:

En primer término, durante el período 1985-89 el valor del patrimonio gestionado de fondos de inversión se multiplicó por 6,1 en nuestro país, mientras que este ritmo de avance resultó, en el mismo período, para la media de la Comunidad Europea, de un 2,7. En el mercado global, que consideraría Europa, Estados Unidos y Japón, el volumen patrimonial se multiplicó tan sólo por 1,9. Aunque las diferencias en las tasas de crecimiento deben matizarse por el hecho de considerar en nuestro mercado un nivel de partida muy inferior, reflejan en cualquier caso una evolución muy dinámica (gráfico 4).

De hecho, en el período 1985-90 el número de fondos de inversión se multiplicó en nuestro país por 8,2 y el número de partícipes por 2 (gráficos 5 y 6). Como consecuencia de este comportamiento, en términos de PIB, el saldo patrimonial de nuestro mercado pasó del 0,5 por 100 en 1985 al 1,9 por 100 en 1989 (gráfico 7).

3. Fondos de inversión *versus* sociedades de inversión

El avance de la inversión colectiva en nuestro país, en los últimos tiempos, se ha concentrado en el submercado de fondos de inversión y dinero, mientras que las sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como de capital variable, han experimentado una evolución mucho menos

espectacular. En el período 1985-90, el número total de sociedades de inversión mobiliaria tan sólo creció un 39 por 100, y el valor patrimonial se multiplicó por dos mientras que en idéntico período los fondos de inversión multiplicaron por 7,5 su patrimonio.

Como resultado, la participación de los fondos de inversión en el mercado pasó de un 46 a un 76 por 100 entre 1985 y 1990 (gráfico 8).

Como consecuencia del diferente comportamiento del valor patrimonial y del número de partícipes en el caso de los fondos de inversión, si bien el saldo medio gestionado por fondo se mantuvo relativamente estable en el período 1985-90, reduciéndose ligeramente de 4.800 millones de pesetas a 4.400 millones, se produjo un incremento muy sustancial del saldo medio mantenido por partícipe, que pasó de 500.000 pesetas aproximadamente, en 1985, a 1,9 millones en 1990.

Esta evolución se justifica, primero, por el incremento del saldo medio por partícipe en los fondos de inversión (que ha pasado de 500.000 pesetas en 1985 a 1,3 millones en 1990) y también como resultado del importante avance de la participación de los fondos de dinero en nuestro mercado durante este período, toda vez que la participación media en este tipo de instrumento se situó en torno a 3,3 millones de pesetas (1) (gráfico 9).

Respecto de esta última cuestión, resulta oportuno comentar la muy significativa modificación de la estructura de la oferta de instituciones de inversión colectiva por instrumentos, que ha tenido lugar en los últimos años, dentro del mercado de fondos de inversión en nuestro país. Mientras que en 1985 no existían fondos de dinero en nuestro mercado (2), en 1990 el 21 por 100 de las instituciones en este mercado eran fondos de dinero, y más del 51 por 100 del volumen patrimonial se situaba en estos fondos de inversión en activos del mercado monetario (gráfico 10).

En otro orden de cosas, y por lo que respecta a la política de inversiones, se ha producido desde 1988 una pérdida de dos puntos en la participación de la renta variable en el patrimonio, hasta situarse en torno al 11 por 100.

En este sentido, la comparación internacional de las inversiones de las instituciones de inversión colectiva muestra niveles similares de liquidez, una proporción inferior del patrimonio invertido en acciones en el caso español y una participación significativamente muy superior de la inversión en deuda pública en nuestro caso. Desde esta perspectiva, el caso español ocupa una posición mixta

Gráfico 1

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION POR BLOQUES EN INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSION

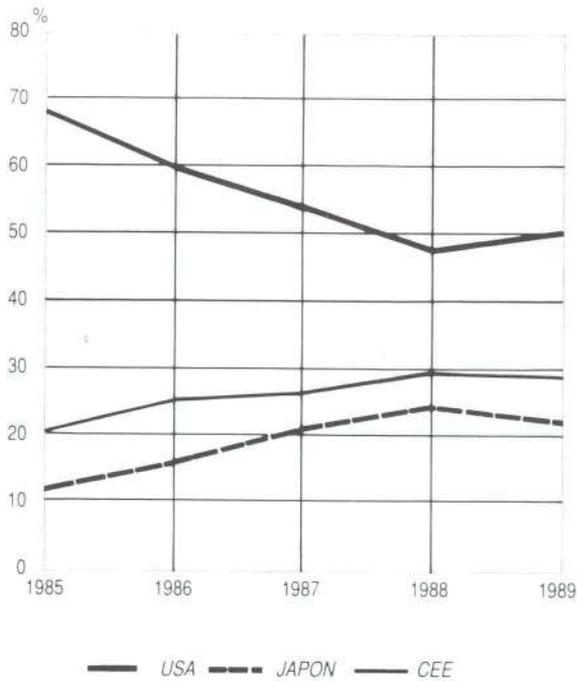


Gráfico 2

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DE MERCADOS NACIONALES EN INDUSTRIA EUROPEA DE FONDOS DE INVERSION

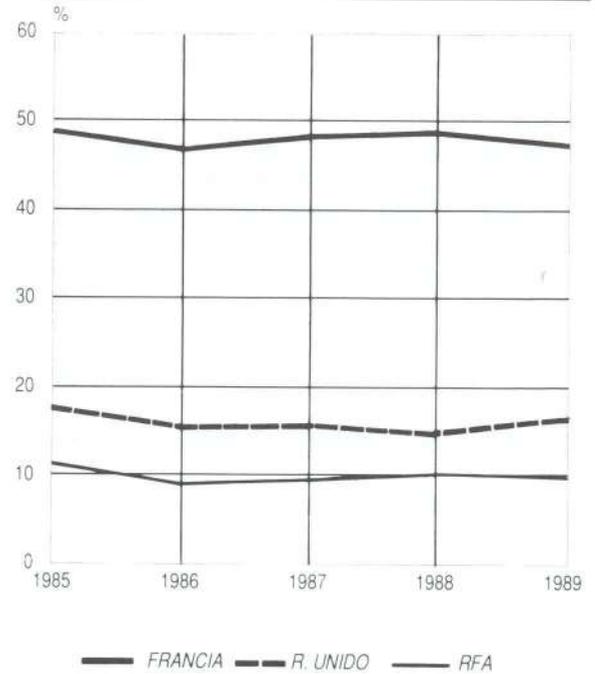


Gráfico 3

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DEL MERCADO ESPAÑOL EN INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSION

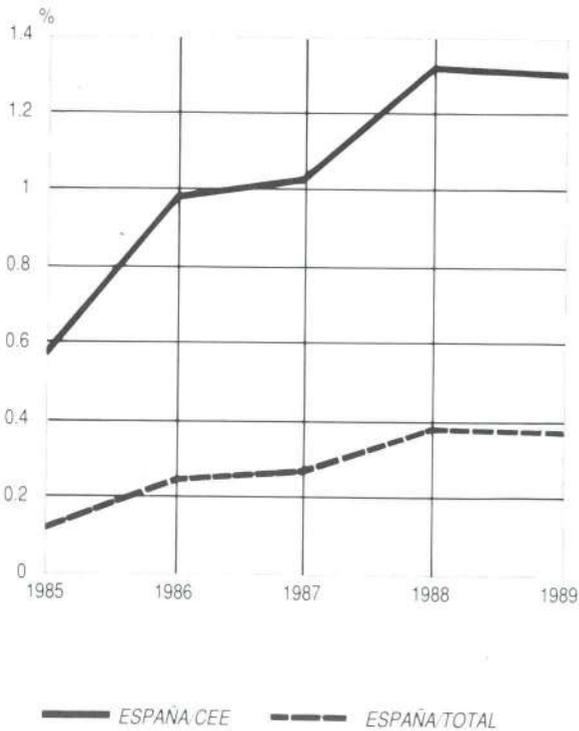
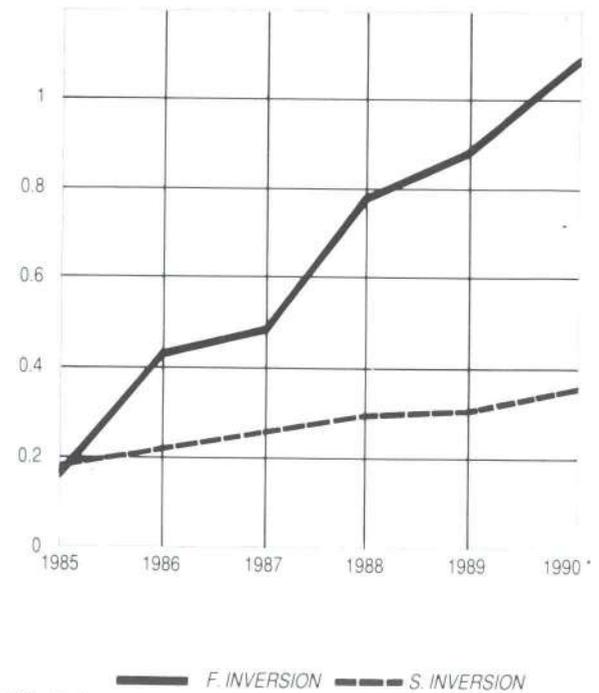


Gráfico 4

EVOLUCION DEL VOLUMEN PATRIMONIAL DE INVERSION COLECTIVA EN ESPAÑA

BILLONES



(* Septiembre)

Gráfico 5

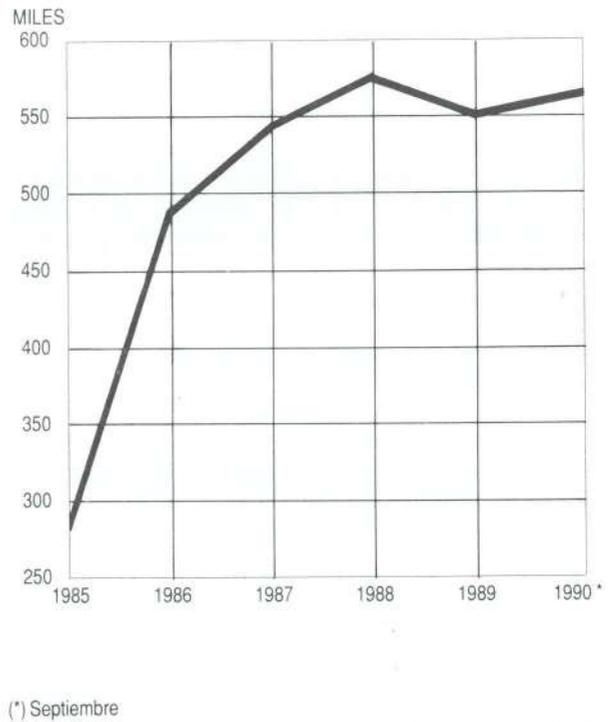
EVOLUCION DEL NUMERO DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA



(*) Septiembre

Gráfico 6

EVOLUCION DEL NUMERO DE PARTICIPES DE FONDOS DE INVERSION



(*) Septiembre

Gráfico 7

SALDO PATRIMONIAL DE LOS FONDOS DE INVERSION EN TERMINOS DE PIB

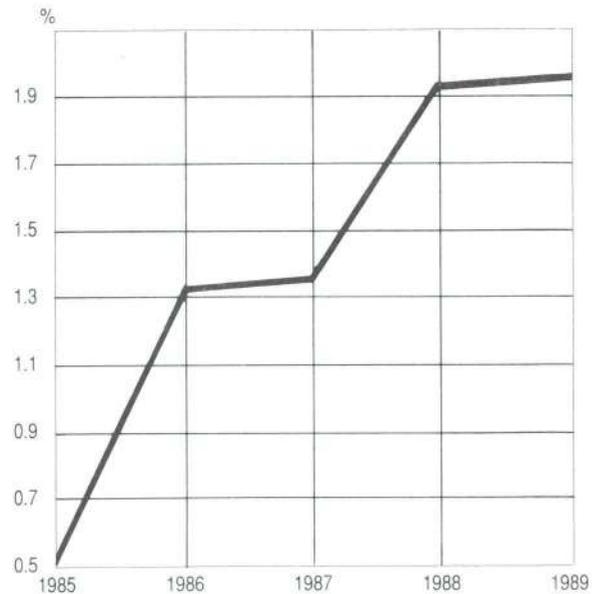
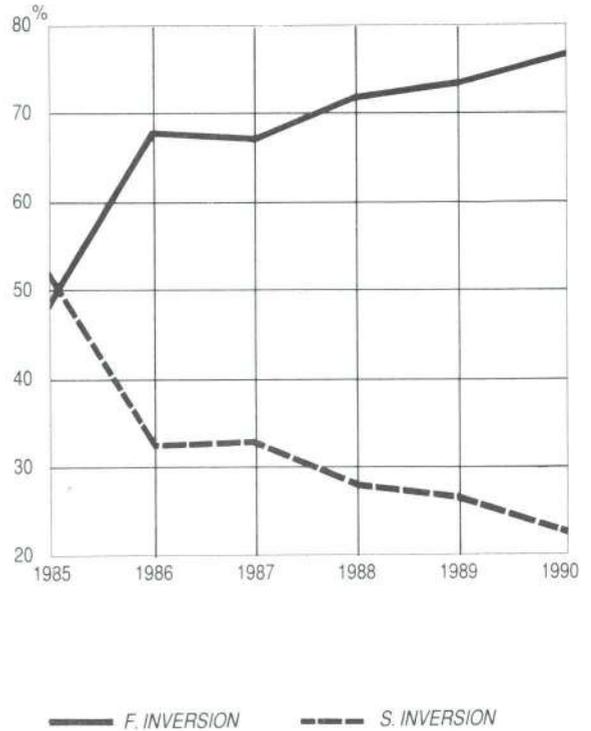


Gráfico 8

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION EN EL PATRIMONIO TOTAL DE LOS FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSION



entre el caso francés, con una notable preferencia por los fondos de dinero, y el caso alemán, en el que destacan los fondos de renta fija, y se aleja bastante del caso británico, en el que se observa una mayor preferencia por la renta variable.

Finalmente, nuestros fondos de inversión muestran un nivel de inversión en activos extranjeros bastante reducido. De hecho, el nivel de internacionalización de nuestros fondos en sus inversiones no alcanzaba el 2 por 100, mientras en el caso francés, por ejemplo, este *ratio* ascendía casi al 5 por 100.

4. Propiedad del sector y canales de distribución

Los fondos de inversión constituyen, sin duda, instrumentos de desintermediación bancaria, entendiendo este proceso como aquel fenómeno por el que los agentes prestatarios (empresas y sector público) para obtener financiación mediante la emisión de pasivos financieros recurren indirectamente a los agentes prestamistas (familias y otras empresas) a través de instituciones financieras no bancarias (en este caso, instituciones de inversión colectiva). No obstante, conviene recordar algunas circunstancias que matizan esta afirmación:

En primer término, cuando sociedad gestora y entidad depositaria, cumpliendo los requisitos necesarios de separación e independencia, pertenecen al mismo grupo, una parte de las captaciones de los fondos de inversión se traducen en pasivos intermediados por la entidad bancaria. En concreto:

a) La liquidez del patrimonio de los fondos de inversión mantenida en forma de depósitos son pasivos de la entidad bancaria. Esta contribución a la actividad de intermediación puede cifrarse en torno al 3,6 por 100 del patrimonio de los fondos españoles.

b) Por otra parte, las cesiones temporales de deuda pública realizadas entre gestora y entidad de depósito también son pasivos intermediarios, resultando esta vía de contribución al crecimiento del pasivo de bancos y cajas que comercializan fondos de inversión bastante superior y superando, en todo caso, el 10 por 100 del patrimonio de los fondos.

c) Finalmente, los fondos de inversión pueden invertir en determinados activos financieros emitidos por la entidad depositaria. Esta última vía por la que instrumentos de desintermediación como los fondos de inversión terminan por contribuir al

crecimiento del pasivo de bancos y cajas resulta de menor importancia, como consecuencia de las limitaciones legales.

La segunda circunstancia que contribuye a matizar la naturaleza de la actividad de desintermediación a través de los fondos en nuestro país se refiere al hecho de que la estructura de propiedad del sector muestra una intensa presencia de grupos bancarios, como lo reflejan tres circunstancias:

1. Aproximadamente un 70 por 100 de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGII) pertenecían en su totalidad, o estaban controladas, por grupos bancarios. El resto pertenecía a grupos aseguradores o a grupos financieros independientes no bancarios.

2. En torno a un 70 por 100 de los fondos de inversión y más de un 80 por 100 de los fondos de dinero están gestionados por sociedades que pertenecen a bancos y cajas.

3. Un porcentaje aproximado al 80 por 100 del patrimonio total en el caso de los fondos de inversión y más de un 90 por 100 en el caso de los fondos de dinero están gestionados por sociedades gestoras que pertenecen a grupos bancarios.

En definitiva, el proceso de desintermediación, que constituye un fenómeno real desde la perspectiva instrumental, puede calificarse como un fenómeno espurio desde la perspectiva de la propiedad.

En tercer lugar, el sistema bancario ofrece porcentajes similares, o incluso superiores, de presencia en el proceso de distribución de las instituciones de inversión colectiva en nuestro país. De hecho, la comercialización de los fondos de inversión españoles tiene lugar esencialmente a través de la red de sucursales de bancos y cajas, incluso, parcialmente, en el caso de instituciones promovidas por sociedades gestoras no bancarias.

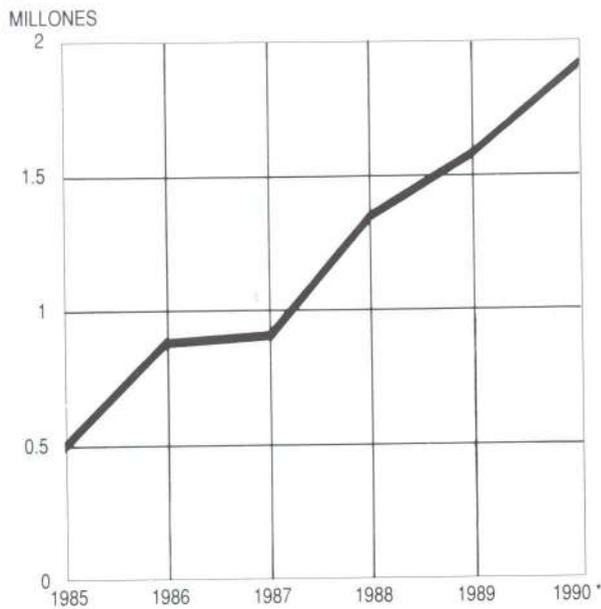
Recientemente, sin embargo, esta situación de predominio absoluto de la presencia bancaria en los circuitos de distribución ha comenzado perceptiblemente a cambiar:

- Por un lado, diversas compañías aseguradoras están empezando a utilizar la red de agentes de seguros en la comercialización de los fondos de inversión.

- Por otra parte, las instituciones que llevan a cabo funciones de gestión de patrimonios (sociedades gestoras de carteras, agencias y sociedades de valores y otras compañías con estructura societaria no sujeta a regulación específica) han incorporado los instrumentos de inversión colectiva a su

Gráfico 9

SALDO MEDIO POR PARTICIPE EN FONDOS DE INVERSION



(*) Septiembre

Gráfico 10

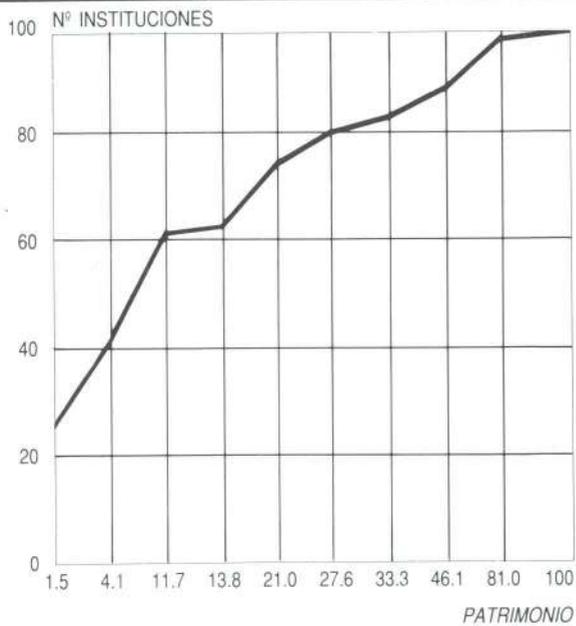
EVOLUCION DE LA CUOTA DE PARTICIPACION POR INSTRUMENTOS DE FONDOS DE INVERSION



(*) Septiembre

Gráfico 11

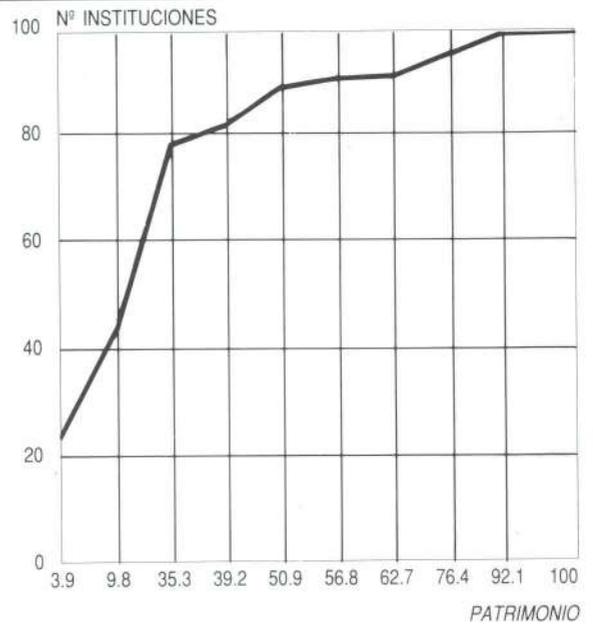
GRADO DE CONCENTRACION DE LOS FONDOS DE INVERSION (*) (EN PORCENTAJE)



(*) Septiembre

Gráfico 12

GRADO DE CONCENTRACION DE LOS FONDOS DE DINERO (EN PORCENTAJE)



**CUADRO NUM. 1
MECANISMOS DE DISTRIBUCION POR MERCADOS**

	Bancos	Compañías de seguros	Redes independientes	Venta directa	Total
Francia	90				90
Reino Unido	10	35		10	55
Alemania	80	15			95
Italia	18		82		100

Fuente: UTA (Unit Trust Association).

catálogo de productos (junto con la venta de activos monetarios y de cesiones temporales, y la gestión individual de carteras de renta fija y variable). En este contexto, los fondos de inversión y dinero —utilizados como complemento de una gestión individual— están mostrando su utilidad para ofrecer niveles superiores de estabilidad, liquidez y ventajas fiscales a los clientes; al tiempo que reducen los costes de administración de los gestores.

Finalmente, conviene señalar que es previsible, a pesar de los comentarios anteriores, el mantenimiento a medio plazo del protagonismo del sistema bancario en nuestra industria de fondos de inversión. En este sentido, el caso español no contrasta con los patrones de otros países en nuestro entorno como Francia y Alemania, en el que el conjunto de bancos y cajas participa, aproximadamente con un 90 y un 80 por 100, respectivamente, en el proceso de comercialización. Por el contrario, en el caso italiano más del 80 por 100 de los canales de distribución están controlados por redes independientes, y en el caso británico el 35 por 100 está controlado por compañías de seguros, y un 10 por 100 aproximadamente corresponde con mecanismos directos de venta (cuadro núm. 1).

5. Estructura de la oferta: concentración elevada

El segundo rasgo que caracteriza el lado de la oferta en el mercado de inversión colectiva, junto con el protagonismo del sistema bancario, es el elevado grado de concentración, tanto en el caso de los fondos de inversión mobiliaria como, y particularmente, en el caso de los fondos de inversión en activos del mercado monetario. En el caso de los FIM, 23 instituciones —que representaban menos de un 12 por 100 de este submercado— concentraban el 60 por 100 del patrimonio, y en el caso de los fondos de dinero, cinco instituciones —que representaban menos de un 10 por 100 del número total de FIAMM— concentraban aproximadamente el 44 por 100 del patrimonio, y entre los dos primeros fondos en este submercado, en torno al 24 por 100 del patrimonio (gráficos 11 y 12).

Cruzando ambas informaciones —estructura de propiedad del sector y grado de concentración del patrimonio por instituciones de inversión colectiva—, nuestro mercado ofrecía un panorama en que cuatro grupos del sistema bancario (dos bancos y dos cajas) concentraban aproximadamente el 43 por 100 del patrimonio de los FIM y tres cajas de ahorros concentraban más del 32 por 100 del patrimonio de los fondos de dinero.

Desde otra perspectiva, el lado de la oferta en el mercado de fondos de inversión en nuestro país se ha caracterizado en los últimos tiempos por un notable incremento del número de competidores (sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva). Así, entre finales de 1988 y septiembre de 1990 el número de oferentes se incrementó en un 34 por 100 aproximadamente. No obstante, como resultado de una expansión más o menos paralela de la demanda, el volumen medio administrado por sociedad gestora se ha mantenido entre 7.300 y 8.500 millones de pesetas.

En cuanto al futuro nivel de competencia en el sector, es previsible que éste se acentúe intensamente, contribuyendo a atomizar un poco más la oferta y a reducir el grado actual de concentración en el mercado.

III. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

A pesar de la dinámica evolución de los fondos de inversión, su presencia en el mercado financiero nacional resulta todavía relativamente pequeña. A continuación se comenta la evolución de algunos indicadores sobre esta presencia:

1. El recurso del sector privado a instrumentos de inversión colectiva para materializar su ahorro ha sido bastante modesto en los últimos años. El *ratio* incremento patrimonial de fondos de inversión en términos de variación de activos financieros de familias y empresas no financieras se ha situado, como media, entre 1985 y 1989, en torno al 2 por 100 (gráfico 13).

2. Como resultado de este comportamiento de familias y empresas respecto a los productos de inversión colectiva para colocar su capacidad de financiación, la participación del saldo de fondos de inversión respecto al *stock* de activos de este sector ha pasado de representar el 0,3 por 100 en 1985 a significar el 1 por 100 en 1989 (gráfico 14).

3. Si bien, desde la perspectiva global, la utilización por parte del sector de empresa y particu-

Gráfico 13

**UTILIZACION DE LOS FONDOS DE INVERSION
POR PARTE DE FAMILIAS Y EMPRESAS (*)
(EN PORCENTAJE)**

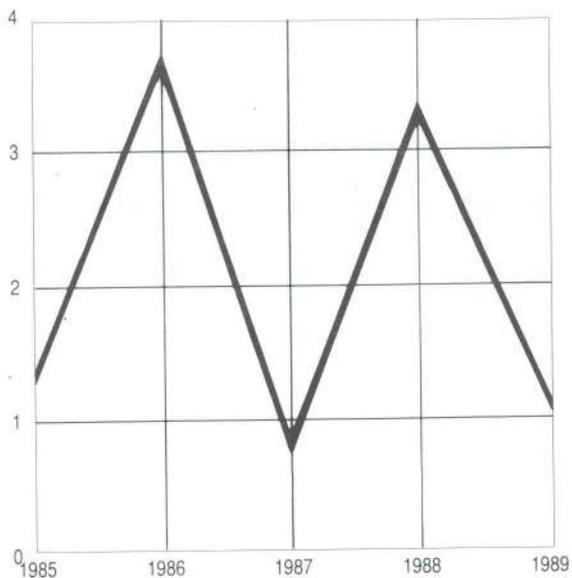
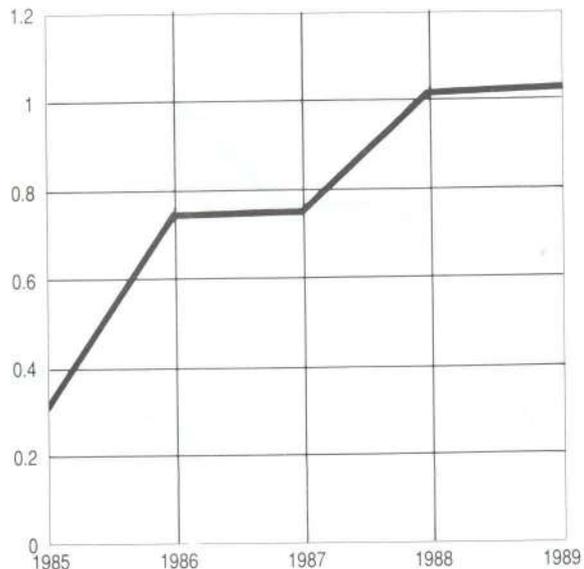


Gráfico 14

**SALDO DE FONDOS DE INVERSION EN TERMINOS DEL
SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS DE FAMILIAS Y
EMPRESAS (EN PORCENTAJE)**



() Incremento de patrimonio de fondos de inversión en términos de variación de activos financieros*

Gráfico 15

**SALDO DE FONDOS DE INVERSION EN TENENCIAS
DE TITULOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS
(EN PORCENTAJE)**

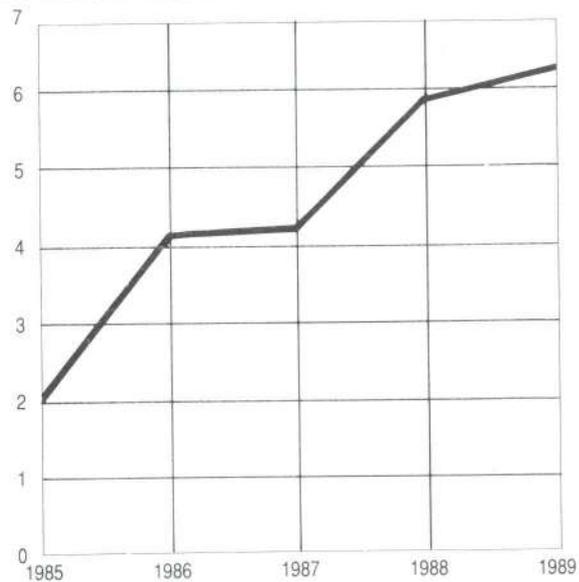


Gráfico 16

**PARTICIPACION DE LA VARIACION DE FONDOS DE
INVERSION EN TERMINOS DE EMISION NETA DE TITULOS
(EN PORCENTAJE)**

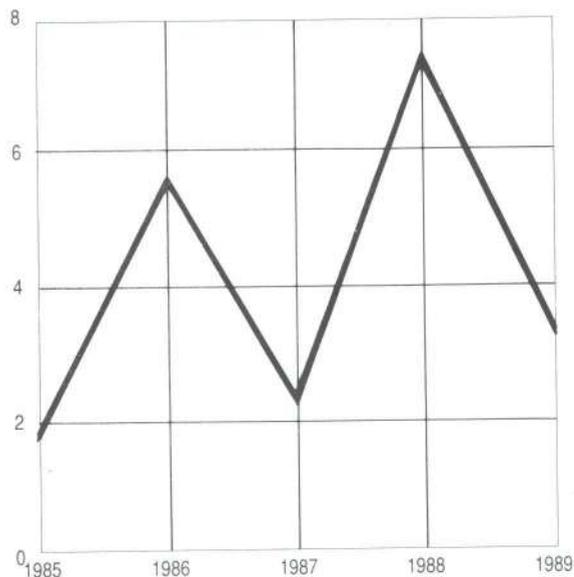
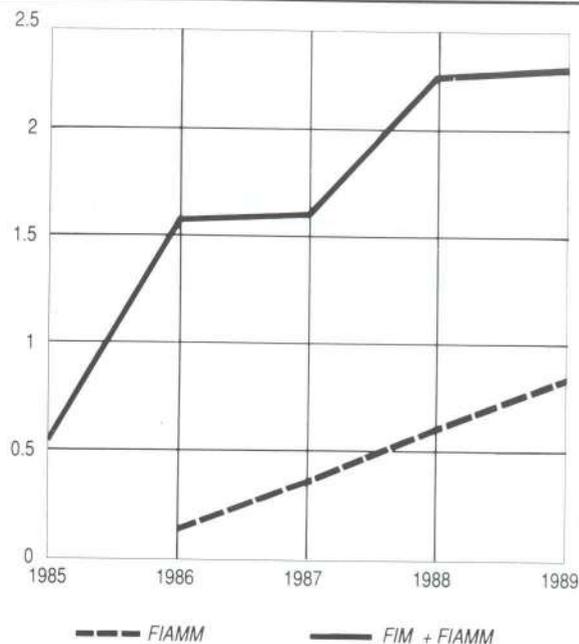


Gráfico 17

SALDO DEL PATRIMONIO DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN TERMINOS ALP (EN PORCENTAJE)



lares de instrumentos de inversión colectiva ha sido modesta, en el ámbito de la adquisición de activos financieros materializados en títulos se ha producido un avance notable de la participación de los fondos de inversión. Así, mientras que en 1985 la participación del patrimonio de fondos de inversión en relación con la tenencia de títulos por parte de familias y empresas ascendía al 1,9 por 100 en 1989 este *ratio* se situaba en el 6,2 por 100 (gráfico 15).

4. Desde otra perspectiva, la participación de la «emisión» de fondos de inversión —como incremento de su valor patrimonial— en la emisión neta total de títulos de nuestra economía ha reflejado un comportamiento bastante volátil, mostrando, como media en el período 1985-89, un 4 por 100 (gráfico 16). Y, por ejemplo, en relación con el saldo vivo de deuda pública, la participación del patrimonio de fondos de inversión creció del 2 al 6 por 100 en el mismo período.

5. Finalmente, en relación a la cantidad de dinero en el sistema, definido el agregado en términos de ALP, el saldo de fondos de inversión en activos del mercado monetario (susceptible de ser incluido en una definición amplia de activos líquidos en manos del público) pasó, entre 1985 y 1989, del 0,2 al 0,8 por 100 y del 0,5 al 2,1 por 100 si incluimos el conjunto global de fondos de inversión y de dinero (gráfico 17).

IV. FACTORES DETERMINANTES DE LA COMPETITIVIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COMO PRODUCTOS FINANCIEROS

Dos factores determinarán esencialmente el éxito futuro de los fondos de inversión en nuestro mercado: el grado de competitividad de estos instrumentos en relación con el resto de productos financieros disponibles y la actitud de las entidades distribuidoras de estos productos. A su vez, el nivel de competitividad de los fondos de inversión, en situaciones homogéneas de riesgo con otros activos, depende de dos factores esenciales: rentabilidad esperada y comodidad de uso de los productos.

1. Rentabilidad de los fondos de inversión

La experiencia reciente de nuestro mercado confirma, por un lado, una importante dispersión de las rentabilidades ofrecidas por los fondos de inversión mobiliaria, particularmente en el caso de fondos de renta variable y en el de fondos mixtos y en menor medida, aunque también de forma significativa, en el caso de fondos de renta fija. En segundo término, una dispersión bastante pequeña de las rentabilidades ofrecidas en el caso de los fondos de dinero. En tercer lugar, cabe señalar una situación de competencia real en términos de rentabilidad financiero-fiscal de los fondos de inversión con otros productos financieros, tanto respecto de la inversión directa (compra directa de acciones, bonos y obligaciones públicos o privados, pagarés de empresa y letras del Tesoro por particulares) como respecto de las supercuentas y pagarés bancarios e incluso en términos de la gestión individualizada de patrimonios.

Diversas circunstancias condicionarán, de cara al futuro, el nivel de competitividad de los fondos de inversión frente a otros productos desde la perspectiva de su rentabilidad:

- La intensificación del grado de competencia en el sector de la inversión colectiva se traducirá, sin duda, en una creciente cualificación de los equipos humanos de inversiones de las sociedades gestoras, así como en una mejora en la dotación de equipos tecnológicos —de acceso a la información y contratación, de análisis de inversiones, de gestión de inversiones, etc.—. Ello contribuirá a homogeneizar más el sector y a ofrecer mejores rentabilidades, incrementando el grado de competitividad de los fondos de inversión respecto de otros productos financieros.

- Otro efecto previsible de la mayor competencia en el mercado será la convergencia, probablemente a la baja, de comisiones de gestión y reembolso por parte de los fondos de inversión. Esta circunstancia contribuirá a reducir la dispersión de rentabilidades y, como en el caso anterior, a aumentar las rentabilidades ofrecidas a los partícipes.

- En otro orden de cosas, cabe señalar la reciente posibilidad que tienen los gestores de fondos de inversión de utilizar, como instrumentos de cobertura, opciones y futuros de acuerdo con la nueva legislación (Real Decreto 1993/1990, que reglamenta la Ley de Inversión Colectiva, y Circular 7/1990 de la CNMV sobre normas contables). Esta posibilidad implica la oportunidad de traducir expectativas sobre la evolución futura de precios de los activos y de tipos de interés en los resultados de gestión, y previsiblemente signifique una fuente de mayor disparidad en los resultados de las instituciones de inversión colectiva. Finalmente, y lo que es más importante, acentuará las ventajas que ofrecen los fondos de inversión desde las perspectivas de su gestión profesional. En este sentido, los fondos de inversión se convierten en el único instrumento financiero disponible para particulares en nuestro mercado en que se gestionan riesgos de interés.

- Otro factor que contribuirá decisivamente a incrementar el nivel de competitividad de los fondos de inversión, en relación con otros productos financieros de nuestro mercado, es el proceso de liberalización de comisiones bursátiles.

En la actualidad, los fondos de inversión ofrecen como ventaja, frente a la inversión directa de particulares, el reparto de las comisiones fijas bursátiles por operación, que se diluyen entre un elevado número de partícipes.

En el futuro, además de esta ventaja, los gestores de instituciones de inversión colectiva podrán negociar con las sociedades de valores los corretajes bursátiles para las operaciones de renta fija y de renta variable, obteniendo, sin duda, mejores condiciones que las que podría obtener cualquier inversor individual. Esta situación se traducirá en elevaciones comparadas de rentabilidad no despreciables.

Desde esta perspectiva, la inversión colectiva competirá, en un rango de superioridad, con la inversión individual tanto directa como administrada por profesionales a través de sociedades gestoras de cartera.

- La reforma del mercado doméstico de renta fija contribuirá decisivamente, por otra parte, al

desarrollo de los fondos de renta fija en nuestro mercado. Hasta la fecha, las atractivas rentabilidades que el mercado de bonos y obligaciones privadas ha venido ofreciendo en nuestro país no se han traducido paralelamente en las rentabilidades de los fondos de inversión en renta fija. La justificación de esta circunstancia se encuentra en el pobre funcionamiento del mercado secundario bursátil de renta fija en nuestro país. La falta de profundidad, amplitud y flexibilidad de este mercado se ha traducido en una notable variabilidad e imprevisibilidad en las valoraciones de los activos de renta fija de los fondos de inversión y, consiguientemente, en una elevada volatilidad de los valores liquidativos de dichos fondos. Dada la dificultad de explicar a los partícipes esta volatilidad de los precios de los activos de renta fija, que podría tener lugar incluso en ausencia de una tendencia general en los tipos de interés, los gestores se han ido refugiando progresivamente en emisiones de deuda pública negociadas exclusivamente en el mercado organizado de anotaciones de deuda por escalones, y en títulos de renta fija privada sólo hasta su admisión a cotización bursátil.

En este sentido, la reforma del mercado secundario de renta fija contribuirá a una transparencia en la fijación de precios superior a la que en la actualidad ofrecen los corros bursátiles, así como a una mayor profundidad y flexibilidad, por la aparición de agentes especializados en la contrapartida de determinados valores, y contribuirá a un regreso de los gestores a estos activos.

- Un factor esencial en la determinación de la rentabilidad efectiva comparada de los fondos de inversión en relación con el resto de productos financieros es, sin duda, el tratamiento fiscal. La Ley de Presupuestos para 1991 ha reducido el impuesto de sociedades a que están sometidas las instituciones de inversión colectiva del 13 al 1 por 100. Ello significa incrementos en la rentabilidad financiera entre 1,2 y 1,56 puntos porcentuales para rentabilidades entre el 10 y el 13 por 100, respectivamente (3). Por otra parte, la Ley 18/1991, de 6 de junio, del impuesto sobre la renta de las personas físicas, ha introducido importantes mejoras en el tratamiento de las instituciones de inversión colectiva.

Así, la existencia de comisiones de gestión en los fondos de inversión reduce la rentabilidad financiera de estos productos y la sitúa a niveles inferiores a los de determinados activos financieros. No obstante, el tratamiento fiscal compensa con exceso esta situación, y en concreto:

- a) La consideración como incremento patrimo-

nial de las plusvalías obtenidas por la venta de participaciones de fondos de inversión de capitalización implica la ausencia de retenciones, lo que mejora la rentabilidad de estos productos.

b) Por otra parte, los fondos de inversión y las sociedades de inversión están sujetos al tratamiento general de los incrementos de patrimonio. Esto es, el incremento se reduce en un 7,14 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos, de forma que transcurridos quince años, el tipo de gravamen es cero.

c) El hecho de que la obligación fiscal, en el caso de fondos de inversión de capitalización, nazca en el momento de la venta de participaciones y no ejercicio a ejercicio, cuando el patrimonio del partícipe se va revalorizando, permite aplazar indefinidamente el pago de impuestos, siempre dependiendo de las necesidades de liquidez del partícipe.

d) La exención de las plusvalías que se ponen de manifiesto como consecuencia de transmisiones onerosas, cuando el importe global de éstas durante el año natural no supere 500.000 pesetas, constituye un atractivo muy importante para instrumentos como los fondos de inversión, ya que permiten una planificación fiscal muy precisa.

2. Liquidez y comodidad de uso

Más allá del factor rentabilidad, el éxito de los fondos de inversión como producto financiero depende de condiciones como el grado de liquidez y la comodidad que estos productos ofrecen en su uso.

Respecto del grado de liquidez, las ventajas que ofrecen los fondos de inversión en mercados financieros relativamente estrechos, como los españoles, resulta importante. En este sentido, parece revelador el proyecto Fondtesoro. Entiendo que los tipos de interés de la deuda a medio y largo plazo, durante el período de 1989 y 1990, y las expectativas a medio plazo que en este período se han mantenido sobre la evolución de los tipos de interés en nuestra economía, resultaban inconsistentes con la atonía en la demanda de estos instrumentos. Previsiblemente, la explicación se encuentra en una elevada aversión a la iliquidez por parte de los demandantes potenciales en el segmento de particulares. Desde esta perspectiva, los fondos de inversión ofrecen la seguridad legal de la liquidez, y la Dirección General del Tesoro puede encontrar en estos instrumentos un mecanismo para incrementar indirectamente la demanda de bonos

y obligaciones con objeto de aproximarse a una mejor composición de la deuda.

Conviene señalar, no obstante, la necesidad de un nuevo avance en las condiciones de perfección del mercado secundario de deuda anotada, tanto en el segmento del mercado organizado en escalones como en el futuro mercado bursátil de deuda. Sólo bajo estas condiciones la exigencia de dotar la liquidez a las carteras de los fondos, que asumen las gestoras, no se traducirá en menor rentabilidad de estos productos a medio plazo.

El otro factor importante es la comodidad de uso, que a su vez depende de diversas circunstancias:

- El grado de mecanización de estos productos resulta decisivo. La posibilidad de recepción inmediata de resguardos de suscripción, así como de solicitar extractos de movimientos y saldo de participaciones e información individualizada de rentabilidades, o la posibilidad de utilizar planes sistemáticos de suscripción y reembolso de forma informatizada, constituyen ventajas muy valoradas por los clientes. El éxito relativo de los distintos fondos en nuestro mercado refleja, parcialmente al menos, condiciones diferentes en estas facilidades.

- La calidad de la información ofrecida por las sociedades gestoras a los partícipes respecto del funcionamiento de las instituciones de inversión colectiva en general y de las condiciones específicas de los fondos gestionados en particular, así como el grado de transparencia de la política de inversiones practicada por los gestores de los fondos, resultan también relevantes.

- La capacidad de asesoramiento, por parte de la red de distribución, sobre la adecuación de la naturaleza de los fondos de inversión disponibles a las características de los clientes y, en su caso, sobre la oportuna combinación de fondos a adquirir es importante para la correcta comercialización de éstos. En este sentido, los fondos de inversión constituyen un instrumento puente entre los productos financieros absolutamente estandarizados (la mayoría de los productos comercializados por las redes bancarias) y una gestión muy individualizada. Esta última no resulta económicamente viable para las entidades a gran escala. Por ello, en muchas ocasiones, el objetivo de «personalización» de los servicios bancarios constituye tan sólo un lugar común de las estrategias bancarias.

- Finalmente, los fondos de inversión ofrecen algunas ventajas importantes respecto de la inversión directa: la posibilidad de acceder a diversos activos desde importes nominales bastante peque-

ños, la despreocupación de los partícipes respecto de la reinversión de dividendos y cupones o de vencimientos de activos, etcétera.

V. LA ACTITUD DE LOS DISTRIBUIDORES

El éxito de la expansión de los fondos de inversión en nuestro mercado depende también, y crucialmente, de la actitud de los distribuidores de estos productos financieros, y tal como se ha puesto de manifiesto anteriormente, el protagonismo en la comercialización de instituciones de inversión colectiva recae en el mercado español en las entidades bancarias (bancos y cajas de ahorros).

Un análisis rápido de la actitud de estas entidades en relación con la comercialización de fondos de inversión refleja, entre otras, las siguientes circunstancias:

- Parece haberse producido una cierta especialización por mercados entre bancos y cajas de ahorros. Así, dos grupos bancarios concentran el 26 por 100, aproximadamente, del mercado de fondos de inversión mobiliaria, mientras que dos cajas de ahorros concentran el 24 por 100 de los fondos de dinero. Esta especialización, que en general se extiende a otras entidades de grupos de bancos y cajas diferentes de los líderes, probablemente se justifica, primero, por haber utilizado las cajas de ahorros en mayor medida los fondos de dinero como alternativa a las supercuentas bancarias. Sin embargo, quizá la principal justificación consistiría en que las cajas de ahorros se han incorporado más tardíamente al mercado. Y esto resulta decisivo, ya que estas entidades se han incorporado a la industria de los fondos de inversión precisamente en un momento en que los fondos de dinero se encuentran en expansión, mientras que los fondos de inversión se encontraban estancados. Por otra parte, una parte importante de los saldos actuales de fondos de inversión administrados por gestoras controladas por bancos se generaron en un período en que la suscripción de fondos de inversión gozaba de desgravación fiscal por inversiones y, por consiguiente, resultaba más fácil la colocación de estos productos.

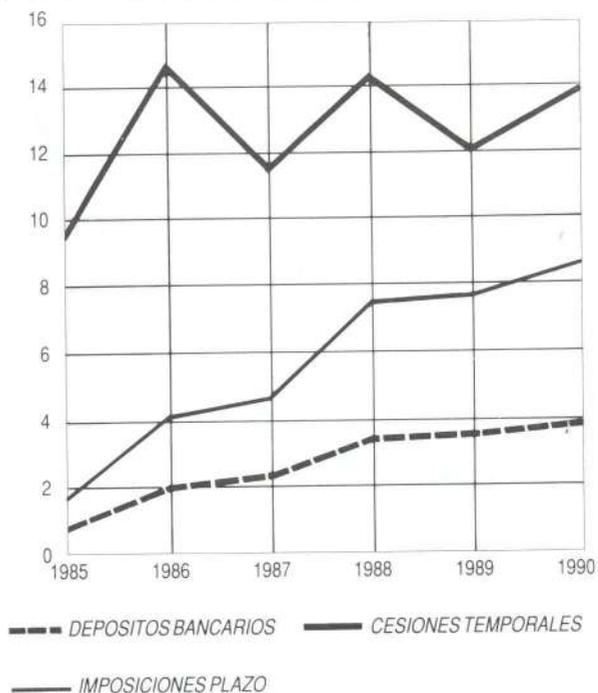
- Desde la perspectiva dinámica, las cajas de ahorros han recuperado en los últimos tiempos una importante cuota de mercado.

- El porcentaje de partícipes de fondos de inversión, en términos de cuentas bancarias, resulta todavía insignificante en nuestro país.

En otro orden de cosas, la evolución de la impor-

Gráfico 18

PARTICIPACION DE LOS FONDOS DE INVERSION EN DIVERSOS PASIVOS BANCARIOS (EN PORCENTAJE)



tancia de los fondos de inversión en el sistema bancario refleja, entre otras circunstancias, lo siguiente (4):

- La participación de los fondos de inversión, en términos de depósitos bancarios, ha pasado del 0,7 por 100 en 1985 al 3,7 por 100 en 1990.

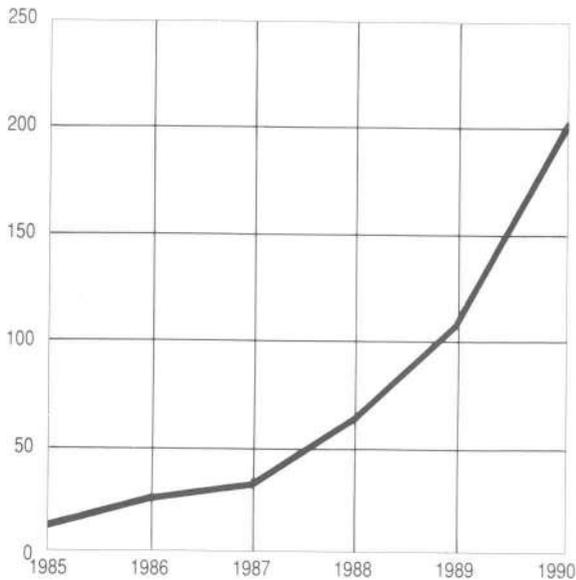
- En términos de saldo de cesiones temporales de activos, que son pasivos bancarios, el patrimonio de los fondos ha crecido del 9,5 por 100 al 13,9 por 100 en el mismo período.

- La participación de fondos de inversión y dinero en el saldo conjunto de imposiciones a plazo, certificados de depósito, efectos de propia financiación y pagarés de bancos y cajas ha pasado del 1,4 por 100 en 1985 al 8,9 por 100 en 1990 (gráfico 18).

- Finalmente, como resultado del mediocre comportamiento de la actividad de colocación de empréstitos (bonos de caja y de tesorería y títulos hipotecarios) por parte del sistema bancario en los últimos años, mientras que en 1985 la participación de los fondos de inversión respecto de aquellos instrumentos representaba tan sólo un 11,2 por 100, a finales de 1990 el patrimonio de fondos

Gráfico 19

PARTICIPACION DE LOS FONDOS DE INVERSION EN EMPRESTITOS (EN PORCENTAJE)



de inversión duplicaba el saldo de aquéllos (gráfico 19).

1. Desintermediación vinculada versus no vinculada

La actitud de las entidades de depósito respecto de la comercialización de instituciones de inversión colectiva debe evaluarse en el contexto más amplio de su estrategia respecto de la actividad de desintermediación. Esta estrategia depende, a su vez, de tres factores:

a) El margen financiero estimado de la actividad de desintermediación. En este sentido, el margen estimado de la colocación de fondos de inversión, que podría calificarse como actividad de «desintermediación vinculada», tiende a resultar superior por dos motivos:

— Cuando se trata de sociedades gestoras y entidades depositarias que pertenecen al mismo grupo, respetando todas las condiciones de separación y de independencia en la gestión, el margen consolidado será superior, ya que a las comisiones derivadas de colocación, y en su caso de aseguramiento, habrá que añadir las comisiones de gestión, depositaria y de operaciones.

— En segundo lugar, resultaría interesante distinguir entre márgenes derivados a corto y a medio plazo. Desde esta perspectiva, el poder de fide-

dad de la clientela que representan los fondos de inversión es, sin duda, superior al derivado de la colocación directa de bonos, letras del Tesoro, pagarés de empresas, etc. Por dos motivos: los fondos son líquidos en cualquier momento, pero no tienen vencimiento, y además, a diferencia de la colocación directa de activos públicos o privados no vinculados a la entidad financiera, los fondos de inversión presentan siempre ante los clientes una clara vinculación de imagen con la entidad del grupo a través del nombre del fondo.

b) Las posibilidades para la entidad de mantener los ritmos deseados de actividad financiera y/o de margen financiero con instrumentos de intermediación. En este sentido, en un contexto de fuerte competencia, algunas entidades pueden diseñar estrategias (segmentando geográficamente y por clientela los mercados según el grado de implantación) de mantenimiento de su nivel de actividad sin deteriorar su margen y sin contaminar indiscriminadamente su pasivo.

c) La importancia concedida por las instituciones al *ranking* por dimensión frente a otras clasificaciones, como nivel de actividad, rentabilidad, solvencia, etcétera.

En este sentido, la contribución indirecta de los fondos de inversión al incremento del pasivo de las entidades de depósito (en forma de depósitos y operaciones *repos* de deuda) resulta inferior a la colocación directa de instrumentos que constituyen pasivos. Sin embargo, el *ranking* de dimensión constituye, cada vez más, tan sólo un indicador adicional para evaluar la posición de una entidad en el mercado.

2. Redes independientes y mecanismos de retribución

Recientemente han surgido en nuestro mercado diversas iniciativas de creación de «redes blandas» de distribución de productos financieros, en algunos casos con éxito no despreciable. No resulta probable, en cualquier caso, que la participación de estos canales de comercialización se incremente a corto plazo de forma significativa.

En el caso de los fondos de inversión, las características peculiares de estos productos en nuestro mercado constituyen un obstáculo significativo para su comercialización a través de redes de distribución independientes en comparación con lo que sucede en otros países.

Así, en nuestro mercado, los fondos de inversión y de dinero se caracterizan por la ausencia de co-

misiones de suscripción, aunque éstas están admitidas legalmente. Por el contrario, en otros mercados, las comisiones de entrada se sitúan en un rango medio del 3 al 5 por 100. Como contrapartida, la comisiones de gestión resultan en nuestro mercado notablemente superiores: en torno al 1,65 por 100 en el caso de los fondos de inversión mobiliaria y del 1,25 por 100 en el caso de los fondos de dinero. Esta estructura de precios dificulta el establecimiento de mecanismos sencillos de retribución de los agentes de ventas. La elección de mecanismos de retribución basados en saldos medios mantenidos y pagos anuales constituye un sistema administrativamente caro, de aplicación más sencilla, sin embargo, y desde la óptica comercial posiblemente menos adecuado. Por el contrario, la alternativa de retribuir al vendedor por colocación constituye quizá un mecanismo comercialmente más apto, pero como contrapartida exige, para facilitar su control, la introducción de comisiones de reembolso (que resultan, por otra parte, bastante disuasorias para los clientes, dada la notable preferencia por la liquidez).

VI. ALGUNAS CONCLUSIONES

La estructura de la oferta en el mercado de inversión colectiva de nuestro país no favorece el desarrollo de redes independientes de colocación de fondos de inversión. A pesar de ello, cabe esperar en el futuro un cierto avance en la presencia de estos canales de distribución.

En cualquier caso, es previsible que se mantenga el protagonismo del sistema bancario en el proceso de comercialización de los fondos de inversión. Por ello, a medio plazo, el futuro de estos productos dependerá de la actitud de las entidades de depósito en relación con ellos. Desde esta perspectiva, el presente artículo sugiere, por un lado, que el elevado grado de competitividad de los fondos de inversión por lo que respecta a su rentabi-

lidad, liquidez y comodidad, respecto de otros productos financieros, facilita su comercialización. Por otro lado, también se argumenta que, en el caso de las entidades que apuestan por una participación activa en el mercado de desintermediación, la elección de instrumentos de «desintermediación vinculada», como los fondos de inversión, constituye una opción particularmente rentable.

Finalmente, cabe plantearse si el próximo desembarco de fondos extranjeros en nuestro mercado, al amparo de la Directiva 611 de la Comunidad, presionará a las entidades de depósito a acelerar su ritmo de penetración en el mercado con objeto de no perder participación en el mercado financiero desde una perspectiva global.

NOTAS

(*) El autor agradece la contribución de Olga Bueno en el tratamiento de algunos datos.

(1) Resultaría de interés corregir el índice de saldo medio por participe del efecto que supone el proceso habitual de constitución de los fondos, en el que el grupo promotor aporta el saldo mínimo de constitución (500 millones en el caso de fondos de inversión y 1.500 en el caso de fondos de inversión en activos del mercado monetario) que van reembolsando conforme se incorporan nuevos participes al fondo. Este efecto resulta significativo en nuestro mercado como consecuencia del rápido proceso de constitución de nuevas instituciones en los últimos años.

(2) Regulados por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

(3) La rentabilidad financiero-fiscal no se ha modificado sustancialmente, ya que simultáneamente se ha suprimido la deducción del 10 por 100 que teóricamente compensaba el impuesto del 13 por 100 para participes con un tipo de gravamen marginal del 30 por 100. Ello significa que, respecto del actual, el sistema anterior beneficia a los participes con tipos de gravamen superiores al 30 por 100.

(4) Se ha utilizado el volumen total de fondos de inversión y no el correspondiente al administrado exclusivamente por sociedades gestoras pertenecientes a bancos y cajas, por no disponer para todo el período muestral de la información completa. En todo caso, como se ha comprobado, el volumen total constituye un indicador cercano, dado el protagonismo estable de los bancos en el sistema.

NOTAS SOBRE EL NUEVO REGLAMENTO DE LA LEY DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Sebastián ALBELLA
Juan Antonio MAYORGA

I. INTRODUCCION

Aunque las más importantes de las recientes innovaciones en el régimen de las instituciones de inversión colectiva (IIC), aspectos tributarios aparte, han sido introducidas por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), ha de ser subrayada la gran relevancia de muchas de las decisiones que incorpora el nuevo Reglamento de la Ley reguladora de aquéllas, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre. En las páginas que siguen se comentan algunas novedades del nuevo Reglamento que se consideran especialmente significativas. Ha de advertirse, sin embargo, que la selección no deja de ser un tanto arbitraria: aunque son todas las que están, no están todas las que son.

II. REGIMEN BURSÁTIL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

El nuevo Reglamento introduce interesantes novedades en lo que puede denominarse el régimen bursátil de las instituciones de inversión colectiva. Para su exposición se hará referencia, separadamente, a tres aspectos: el régimen de admisión a negociación en las bolsas de valores de las acciones de las sociedades de inversión mobiliaria (SIM), los efectos de la baja de éstas en el registro administrativo correspondiente y el nuevo enfoque de la relación de los fondos de inversión con las bolsas.

1. Régimen de admisión a negociación en Bolsa de las acciones de las sociedades de inversión mobiliaria

En este punto, la novedad más significativa es, sin duda, la supresión de la denominada «admisión

provisional» contemplada en el artículo 13 del reglamento anterior. De acuerdo con éste, a solicitud de la SIM afectada, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera debía comunicar la inscripción en el registro administrativo a la junta o juntas sindicales correspondientes que, de inmediato, admitían sus acciones provisionales a cotización, desapareciendo esta provisionalidad si la sociedad completaba el expediente ordinario de admisión en el plazo de un año.

En la base de la eliminación de esa figura ha de verse, sin duda, tanto la circunstancia de que no casara bien con el precepto que la Ley del Mercado de Valores (LMV) dedica a la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales (su artículo 32) como el hecho de que la integración del expediente de admisión en estos casos ha de resultar, en general, bastante sencilla.

En el momento de la aprobación del nuevo reglamento, la supresión no tenía trascendencia fiscal, dado que el artículo 34.2 de la Ley de IIC, en su párrafo 2.º, disponía la aplicación a las SIM de nueva creación del régimen fiscal especial «*condicionadamente a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el Registro especial, sean admitidos a cotización oficial en Bolsa los títulos representativos de su capital*», con independencia de que hubiera habido o no admisión provisional. Sin embargo, este párrafo ha sido suprimido en la nueva redacción del citado artículo 34 contenida en la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991. Con ello, de haber sido mantenida la admisión provisional en el Reglamento, podría haberse defendido con fundamento la aplicabilidad del régimen fiscal especial desde que tal admisión provisional se hubiera producido. Sin embargo, habiendo desaparecido, está claro que tal régimen puede disfrutarse sólo desde que una o varias bolsas, tras

la oportuna verificación de la CNMV, acuerden la admisión a negociación de las correspondientes acciones.

Por lo demás, puede decirse que, como contrapartida de la supresión de la admisión provisional, al redactarse el artículo 13 del nuevo Reglamento se ha tenido presente la conveniencia de agilizar los trámites con objeto de posibilitar que transcurra el menor tiempo posible entre la inscripción de la SIM en los registros administrativos y la admisión de sus acciones a negociación en Bolsa. Así, su número 1 se inspira en la idea de que valga a efectos de la admisión, en general, la documentación presentada para su autorización e inscripción. Como consecuencia de ello, el elemento que verdaderamente diferencia uno y otro expediente acaba por ser la acreditación de la difusión suficiente del accionariado. Igualmente, el número 3 de dicho artículo contempla la posibilidad de tramitación anticipada del expediente de admisión, admitiendo incluso que la *verificación* por la CNMV de que concurren los requisitos precisos al efecto y los *acuerdos de admisión* de la Bolsa o bolsas correspondientes se dicten antes de la inscripción de la SIM en el registro administrativo, en cuyo caso tales resoluciones han de quedar sujetas a la condición suspensiva de que se produzca esta inscripción. Este mecanismo presenta especial interés en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV), que sólo pueden funcionar como tales, comprando o vendiendo sus acciones, en la medida en que estén admitidas a negociación en Bolsa (art. 32.5 del Reglamento).

2. Efectos de la baja del registro de las sociedades de inversión mobiliaria

Del nuevo número 4 del artículo 13 del Reglamento resulta que la baja de una SIM en el registro administrativo determina que quede sin efecto la admisión a negociación de sus acciones «sin perjuicio de que ésta pueda presentar nueva solicitud de admisión, con arreglo a las normas generales». Queda consagrado así un supuesto de exclusión *ex lege* de la negociación sin parangón en nuestras normas. Sin duda, esta solución, que no es ajena a la conveniencia de dificultar prácticas fraudulentas (de elusión de los requisitos y trámites normales de admisión), responde a la consideración de que, al fin y al cabo, la vía de acceso a la negociación bursátil de las SIM es una vía «privilegiada» tanto por lo ya expuesto como por no exigirse ningún requisito de los usualmente requeridos (así, el de un mínimo de beneficio durante los últimos años —artículo 32.1.c del Reglamento de Bolsas).

3. Los fondos de inversión y la Bolsa

El mecanismo suscripción-reembolso convierte en una posibilidad más teórica que real la existencia de un mercado secundario de participaciones en fondos de inversión. De esta consideración se ha partido cuando se ha suprimido la referencia que contenía el artículo 13 del anterior reglamento a la admisión a negociación en Bolsa de estas participaciones. La circunstancia de que el Reglamento haya dejado de contemplar esta hipótesis deja entrever que, si no se veda la posibilidad, al menos se parte de que es altamente improbable. Lo cierto es, sin embargo, que hasta ahora los fondos venían solicitando y obteniendo la admisión a negociación, tras lo cual podían descubrirse dos razones: sobre todo, las dudas en torno a la aplicabilidad del régimen fiscal especial a los fondos no cotizados; en segundo lugar, el deseo de poder presentarse, por razones de prestigio, como entidades cotizadas. Entendemos que ambas han perdido actualmente su virtualidad:

a) En cuanto a la primera, recordemos que las dudas derivaban de la redacción del comienzo del artículo 35 de la Ley de IIC, en el que se declaraba aplicable a los fondos «*el régimen establecido en el artículo anterior*», siendo así que, si bien en éste sólo se regulaba, para las SIM, *un régimen* (el *especial* aplicable a las cotizadas), también se efectuaba una remisión al régimen general del impuesto en el caso de SIM no cotizadas. No obstante, no siendo en absoluto razonable hacer depender de un dato que en la práctica no se produciría (salvo por razones fiscales, al no existir motivo alguno ajeno a éstas) el disfrute del régimen fiscal especial en el impuesto de sociedades, ha de rechazarse que la admisión a negociación sea condición para su aplicación.

La nueva redacción dada al artículo 78.1 del Reglamento lleva a la misma conclusión. En efecto, ahora no puede ofrecer dudas que el precepto pretende dejar claro que por la sola inscripción es de aplicación el régimen fiscal especial (a pesar de que probablemente la intención de sus redactores era la misma, la anterior versión admitía otra interpretación).

Por lo demás, y aunque el ámbito de estas líneas es el nuevo Reglamento, conviene dejar constancia de que, al darse nueva redacción a los artículos 34 y 35 de la Ley de IIC por la Ley 31/1990, se ha dejado pasar la oportunidad de retocar el inicio del artículo 35, lo que haría innecesaria la labor interpretativa (por mucho que ésta acabe conduciendo a conclusiones contundentes, como en este caso).

b) Por lo que se refiere a la segunda razón apuntada (prestigio anejo a la condición de entidad cotizada), el nuevo Reglamento (art. 13.5 y 6) ha consagrado y ampliado la sana práctica —impropiamente vinculada a su cotización en Bolsa— de publicar en los boletines de cotización el valor liquidativo de los fondos de inversión. Y decimos «ampliado» porque se impone la publicación diaria en dichos boletines no sólo del valor liquidativo, sino también de su patrimonio y del número de partícipes. Con objeto de incentivar el cumplimiento del deber de suministro de la información precisa para que tenga lugar la expresada publicación, se configura ésta, además, como condición para que las participaciones en fondos de inversión puedan ser consideradas «valores cotizados» a los efectos de aquellas disposiciones que regulen regímenes específicos de inversión. Con estas nuevas disposiciones, parece claro que las razones de prestigio que podían entrar en juego para solicitar la admisión de las participaciones a negociación en Bolsa se vincularán en el futuro, simplemente, a la publicación mencionada del valor liquidativo.

Lo expuesto deja en el aire la cuestión de si es posible en la actualidad solicitar la admisión a negociación en Bolsa de las participaciones en fondos de inversión y la del mantenimiento en la negociación de las participaciones en fondos ya admitidos. Pues bien, si bien las nuevas admisiones van a ser más que improbables por lo dicho, nada las impide desde el punto de vista legal; recuérdese que el Reglamento de Bolsas sigue refiriéndose a tal posibilidad (arts. 25 y 26). Y en cuanto a las que ahora figuran admitidas, lo razonable es que fuera produciéndose su exclusión de la negociación, bien a solicitud de las respectivas sociedades gestoras, bien de oficio por incumplimiento, en su caso, de los requisitos de frecuencia y volumen de contratación. Lo que sí parece claro es que la admisión o el mantenimiento en la negociación de participaciones en fondos debería dar lugar a la publicación diaria de los cambios registrados en la sesión (o de su ausencia, lo más probable), con separación de la publicación del valor liquidativo.

III. INVERSIONES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Las normas sobre inversiones de las IIC vienen recogidas en el nuevo reglamento, principalmente en los artículos 4 («normas generales sobre inversiones») y 17 («inversiones y coeficientes mínimos de liquidez»). Con posterioridad, se hace referencia a la inversión del patrimonio de las SIM y de las

sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV, art. 26), de los fondos de inversión mobiliaria (FIM, art. 37) y de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM, art. 49). A todos ellos vamos a referirnos a continuación.

1. Normas generales sobre inversiones

Las limitaciones a las que estarán sujetas las inversiones de las IIC, recogidas en el citado artículo 4, reproducen las normas que al respecto introdujo la LMV, mediante su disposición adicional 6.^a, en la Ley de IIC, sin hacer uso —y esto es quizá lo más significativo— de la posibilidad de fijar porcentajes más estrictos que los de ésta. Conviene recordar que en dicha disposición adicional están reflejadas las líneas esenciales de la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, si bien aquélla impuso ya, en algunos casos, límites más rigurosos.

A este respecto, son de destacar las limitaciones a la inversión en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo (15 por 100 del activo de la institución). Asimismo, la regla de que la suma de las inversiones de las sociedades y fondos pertenecientes a un mismo grupo no podrá rebasar el 15 por 100 de los valores en circulación de una determinada entidad. Si bien estas restricciones no están contempladas en la normativa comunitaria, ya en el anterior reglamento de IIC se decía algo al respecto, aunque sólo con referencia a la citada en primer lugar: la suma de títulos de sociedades de un mismo grupo no podía superar el 25 por 100 del activo de la institución. Pero esta prohibición era más teórica que real, pues el límite indicado podía ser superado respecto a cualquier grupo, siempre que así se indicara en los estatutos o reglamentos correspondientes. Se buscaba, más que prohibirlas, que esas inversiones fueran públicas y manifiestas. Por el contrario, la nueva legislación contiene una prohibición expresa. Con estas normas se ha tratado de impedir que, por una vía indirecta, un conjunto de instituciones pertenecientes a un mismo grupo pueda llegar a tener participación mayoritaria económica o política en otras sociedades, cosa expresamente indicada en la propia definición de las instituciones contenidas en el artículo 2 del Reglamento. La diversificación en las inversiones queda así más asegurada, lo que siempre redundará en un menor riesgo para los partícipes.

En la misma línea del párrafo anterior, si bien en el Reglamento viene recogida en el artículo 55, en el que se habla de los depositarios de las IIC, existe otra restricción. Dentro de las normas de sepa-

ración que se han de cumplir cuando la gestora y el depositario de un fondo de inversión o de una SIMCAV pertenezcan a un mismo grupo (a las que más adelante se hará especial referencia), se señala que en la cartera de la correspondiente institución no podrá haber valores emitidos por el depositario que superen el 1 por 100 del activo de la institución. La restricción parece de todo punto lógica, pues si bien en el Reglamento se ha tratado de flexibilizar la separación entre gestora y depositario impuesta por la Ley, parece evidente la necesidad de reducir al máximo la inversión por parte de las instituciones en valores emitidos por su depositario. De esta manera se evita, en gran parte, la posibilidad de actuar sobre los precios de los valores del depositario a través de esta vía. Cabe añadir, respecto a este punto, que si bien en el citado artículo 55 no se indica expresamente, por analogía con el artículo 4 debe interpretarse que dicho porcentaje «se medirá tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los activos en cuestión».

Siguiendo con el artículo 4, es interesante reseñar la distinción que se hace entre los párrafos primero y segundo del punto 3. En efecto, mientras en el primero se indica que se podrá invertir hasta un 35 por 100 en un solo valor siempre que se trate de «valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la CEE, las Comunidades Autónomas o los organismos internacionales de los que España sea miembro», en el párrafo segundo se abre la posibilidad de llegar a invertir la totalidad del activo en valores avalados por estas entidades, con lo cual parece que se trata de potenciar la inversión en activos directamente emitidos por los estados, comunidades u organismos citados.

Hay que señalar que aunque el riesgo de los valores emitidos por los entes citados es mínimo, también aquí se ha perseguido la diversificación. En efecto, si estas inversiones copan el 100 por 100 del activo de la institución, habrán de estar repartidas en, al menos, seis emisiones, no pudiendo exceder del 30 por 100 el conjunto de los valores de una misma emisión.

Quizá lo último que haya que destacar en este artículo sea su número 4, en el cual se señala el plazo para corregir el exceso sobre los límites de inversión en ciertos casos en los que tal exceso no debe considerarse infracción, con objeto, fundamentalmente, de evitar que las instituciones se vean obligadas a desprenderse de aquellos valores que más se hubieran revalorizado, pues si esto se produjera se estará castigando la buena gestión llevada a cabo. Sin perjuicio de ello, se indica que

existirá infracción cuando dicho exceso se produzca incluso calculando los límites según los precios de adquisición.

2. Coeficientes de inversión

En el artículo 17 del Reglamento se relacionan los tipos de valores en los que las instituciones habrán de tener invertida la mayor parte de su activo, señalándose un porcentaje del 80 por 100 para los FIM y del 90 por 100 para las otras clases de instituciones.

Después de hacer referencia a los valores admitidos a negociación en una bolsa de valores española y a la deuda del Estado, se indica que se podrá invertir en otro tipo de valores, entre los que se citan, a modo de ejemplo, los del mercado hipotecario y los pagarés de empresa, «siempre que sean negociados en un mercado español, organizado, de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público». Es decir, si bien se da un amplio margen para la inversión, se especifican las características que habrán de reunir los mercados en los que se negocien dichos valores, debiendo ser el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, el que habrá de establecer cuándo un mercado reúne las citadas características, habiéndose de publicar en el *BOE* la correspondiente orden ministerial.

Respecto a este tipo de mercados, se hace especial referencia a los de futuros y opciones financieros, dejando claro que las instituciones podrán realizar operaciones en ellos. No podría ser de otra manera, dada la capacidad de cobertura de riesgos de estos instrumentos; pero también se indica que si no es con este fin específico, se podrán prohibir, limitar o condicionar a que estén previstas en los estatutos o reglamentos de gestión estas operaciones.

Lo hasta aquí dicho en este apartado se podría resumir diciendo que existe un amplio campo para la realización de las inversiones, pero que éstas no se podrán llevar a cabo en mercados que no reúnan unas condiciones mínimas.

En cuanto a la inversión en valores negociados en mercados extranjeros, se va en la misma línea, pero se hace una clara distinción: si son mercados radicados en Estados de la OCDE distintos de los que puedan ser asimilados a nuestras bolsas de valores o al mercado de deuda pública en anotaciones (en los que la inversión es, sin más, posible) bastará con la verificación por parte de la CNMV de que reúnen las condiciones necesarias; sin em-

bargo, si los mercados, cualquiera que sea su naturaleza, están radicados en países no miembros de la citada organización, se requerirá previa autorización de la CNMV. Si bien pueden existir mercados en algunos de esos países que no hubieran requerido esta cautela, hay otros muchos que, por el desconocimiento que se tiene de ellos, la hacían necesaria.

Si bien en este artículo 17 se indica el porcentaje mínimo que en determinados activos han de invertir las instituciones, en artículos posteriores se hace referencia a cada tipo de institución en concreto. Así, en el artículo 26, dentro de una de las secciones dedicadas a las sociedades de inversión, únicamente se vuelve a decir que el 90 por 100 de su activo estará invertido en activos de los mencionados en el artículo 17, sin imponerse ninguna otra restricción. Es decir, que las SIM podrán invertir en otros activos hasta un 10 por 100, porcentaje que se reduce a un 5 por 100 en el caso de las SIMCAV, dado que éstas han de utilizar el 5 por 100 de su activo en cubrir el coeficiente de liquidez.

En cuanto a los FIM (art. 37), se establece que, aparte de lo ya sabido de que el 80 por 100 de su activo ha de estar invertido en valores de los mencionados en el artículo 17, el resto se podrá invertir en estos mismos valores o en aquellos que gocen de especial liquidez. Dado que éstos también estarían incluidos dentro de los del tantas veces citado artículo 17, y dada la vocación que han de tener los FIM por invertir a más largo plazo, debe entenderse que en estos valores de elevada liquidez sólo pueden invertir el 17 por 100 de su activo como máximo, reservando el 3 por 100 restante para el coeficiente de liquidez.

En lo que se refiere a los FIAMM (art. 49), tan sólo tienen dos opciones para invertir: valores de renta fija que no gocen de elevada liquidez (40 por 100 como máximo) o aquellos otros que sí gocen de ella. Ahora bien qué debe entenderse por elevada liquidez? En el propio artículo 49 se menciona las dos características que han de reunir estos valores: vencimiento a corto plazo y garantías de realización, cuyo entendimiento concreto ha de ajustarse a lo que establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV. El pasado 12 de agosto fue publicada la Orden Ministerial en la que se definían las características que debe reunir un valor para ser considerado de elevada liquidez: ha de estar admitido a negociación en un mercado secundario organizado, que reúna condiciones por las que pueda ser realizado con prontitud y que su plazo de vencimiento o remanente de amortización sea inferior o

igual a dieciocho meses. En todo caso, y siempre que reúnan la tercera condición citada, gozarán de la condición de elevada liquidez los valores representativos de la Deuda Pública negociados en mercados secundarios oficiales.

IV. NORMATIVA CONTABLE

Con fecha 27 de diciembre de 1990, y en base a la habilitación conferida por el Ministerio de Economía y Hacienda en su Orden Ministerial del 20 de diciembre de 1990, se publicó la circular de la CNMV sobre normas contables y estados financieros reservados de las IIC, disposición complementaria del nuevo Reglamento que, por su importancia, merece un comentario especial. Era clara la necesidad de esta normativa, pues no se había publicado nada semejante al respecto y no existía la certeza de que todas las IIC estuvieran utilizando iguales normas de contabilización y valoración. Con la publicación de esta circular se ha pretendido lograr un triple objetivo:

a) Homogeneizar las normas de contabilización y valoración utilizadas por todas las IIC, lo que contribuirá a mostrar una más exacta imagen de ellas.

b) Una igual presentación de sus estados financieros, lo que facilitará su análisis y comparación, así como una mejor elaboración de las correspondientes estadísticas.

c) Que las normas aplicables y los documentos resultantes estén en línea con el Plan General de Contabilidad recientemente aprobado, lo cual tendrá el doble efecto de facilitar a las IIC la presentación de sus documentos oficiales, a la vez que permitirá la elaboración en un futuro próximo de un plan contable sectorial.

Aparte de una serie de cuestiones formales y de procedimiento, se incluyen en la circular normas sobre contabilización, valoración y determinación de resultados, y un detalle de los modelos a presentar, indicándose los períodos en los que se ha de hacer dicha presentación.

Quizá la novedad más llamativa de estas normas contables sea la referencia a la valoración de la renta fija. En efecto, dado que en ocasiones las cotizaciones oficiales no reflejan correcciones valorativas de acuerdo a la evolución de los tipos de interés de mercado, el criterio es que, en tales casos, las instituciones tomen un precio que iguale el rendimiento interno de la inversión a dichos tipos de mercado. Con ello se ha pretendido que el valor

liquidativo de los fondos y el valor teórico de las acciones refleje con mayor exactitud el valor real de sus inversiones. Se establece, no obstante, como excepción, un supuesto: el de los valores de renta fija que tengan vencimiento igual o inferior a seis meses, que habrán de ser valorados al precio de adquisición incrementado en los intereses devengados correspondientes, calculados de acuerdo con la tasa interna de rentabilidad. Igual método y distinción se aplican a los valores de renta fija no cotizada, según que el plazo sea mayor o menor de un año.

Dado que, debido a las nuevas normas de valoración, el día de su entrada en vigor (1 de abril de 1991) se hubieran podido producir saltos de importancia en la cuantía del valor liquidativo, se establece en la norma transitoria que las diferencias que por este hecho se produzcan habrán de llevarse a una cuenta de «Ajustes por periodificación», periodificándose linealmente hasta el final del ejercicio de 1991.

Otra novedad reseñable en este apartado es que en esta circular se han fijado los criterios de contabilización de futuros financieros y opciones contratados en mercados organizados.

Hay que señalar que los estados contables a cumplimentar permitirán, mediante la simple adición de determinadas partidas, obtener el activo computable que ha de servir de base para el cálculo de los diferentes coeficientes: inversión, liquidez, limitaciones a la inversión y obligaciones frente a terceros. Asimismo, también de la información contable se podrá obtener directamente el valor liquidativo de los fondos.

Respecto a este último aspecto, es destacable la obligatoriedad que se establece de descontar, para el cálculo del valor liquidativo, el lucro cesante derivado del mantenimiento de activos no rentables como consecuencia de las retenciones fiscales practicadas. De no aplicarse este criterio, es claro que el partícipe que se mantuviera en el fondo se vería perjudicado por las retenciones, beneficiándose, por el contrario, el partícipe que desinvertía, efecto que, mediante esta norma, se ha tratado de corregir.

V. PATRIMONIOS Y CAPITALES MÍNIMOS

Como es sabido, los patrimonios mínimos de los fondos de inversión no han sido modificados por el nuevo Reglamento respecto a los que ya se exigían: 500 millones para los FIM y 1.500 millones

en el caso de los FIAMM. Si bien en este segundo tipo de fondos la cifra parece a todas luces adecuada, en el caso de los FIM puede parecer un poco reducida, sobre todo teniendo en cuenta el tiempo que lleva vigente. Pero ha de pensarse que el establecimiento de una cifra más elevada hubiera dificultado la posibilidad de ofrecer, por parte de las diferentes entidades financieras, una amplia gama de fondos a sus clientes, debido a la mayor cantidad de recursos que se hubieran visto obligadas a captar. Se facilita de esta manera el surgimiento de una mayor variedad de fondos.

Por el contrario, el capital mínimo de las sociedades de inversión, tanto SIM como SIMCAV, se ha visto duplicado. Muchas de ellas no tendrán problemas para realizar esta operación, pues disponen de reservas suficientes para ello. Pero, en cualquier caso, lo que se ha pretendido es que haya una mayor diversificación del accionariado, tratando de conseguir que estas entidades sean auténticas instituciones de inversión colectiva y no sociedades para resguardo fiscal de patrimonios familiares, lo que en muchos casos han venido siendo hasta ahora.

VI. GESTORAS Y DEPOSITARIAS PERTENECIENTES AL MISMO GRUPO

Una de las cuestiones que más interés ha suscitado en el sector de la inversión colectiva, tanto con ocasión de la elaboración de la LMV como del nuevo Reglamento, ha sido la del régimen de separación entre sociedades gestoras y depositarias de una misma IIC. El apartado 13.d) de la disposición adicional 6.ª de la LMV parece contener una huella de las discusiones que suscitó este tema al haber incluido, tras el punto y seguido que cierra el inciso en el que se indica que ninguna entidad pueda ser depositaria de una institución gestionada por una sociedad de su mismo grupo, la siguiente afirmación aislada: «*Salvo cuando cumplan las normas de separación entre ambas que se establezcan reglamentariamente.*» Detrás del principio de separación está, sin duda, la idea de intentar que el deber de control mutuo en beneficio de los partícipes o accionistas, que consagran tanto la Ley de IIC como la Directiva 85/611/CEE, se traduzca en algo más que palabras. Las razones en contra han de buscarse en la reticencia comprensible de los grupos financieros a poner a disposición de la competencia preciada información sobre su clientela (1).

El nuevo Reglamento, en su artículo 55, establece no sólo las previstas «normas de separación»,

sino también las reglas de transparencia, llevado por la idea de que el conocimiento público de las vinculaciones de las entidades financieras puede ser el mejor freno de conductas dudosas. Entre las primeras se recogen, además de la limitación a la inversión en valores del depositario que se ha citado en el apartado II, la regla de la inexistencia de administradores o gestores comunes y las de separación física y de establecimiento de «murallas chinas», en línea con el principio consagrado en el artículo 83 de la LMV.

En cuanto a las reglas de transparencia, se impone la explicitación en el folleto de la institución, y en sus informes trimestrales y memoria anual, de las relaciones entre la sociedad gestora y la depositaria, así como de las operaciones de adquisición o venta de valores en las que sea contraparte esta entidad. Esto último ha de entenderse sin perjuicio de lo previsto en el artículo 8 del propio Reglamento, que, al establecer que, como regla general, las operaciones sobre valores admitidos a negociación en un mercado organizado (oficial o no) deben efectuarse a través de los mecanismos normales de contratación del mismo, debe convertir el supuesto en residual.

Por último, ha de señalarse que la disposición transitoria 6.^a del nuevo Reglamento establece que las sociedades gestoras y las entidades depositarias de una misma institución que pertenezcan a un mismo grupo en el momento de su entrada en vigor deben cumplir las reglas de separación y transparencia expuestas antes del 31 de diciembre de 1991, aunque más bien ha de entenderse que las de transparencia habrán de observarse precisamente a partir de dicha fecha.

VII. EL DERECHO DE SEPARACION SIN GASTOS DE LOS PARTICIPES

La disposición adicional 6.^a de la LMV introdujo en el régimen de los fondos de inversión un peculiar derecho de separación sin gastos en favor de sus partícipes, accionable con ocasión de modificaciones relevantes de sus reglamentos (modificaciones que afecten a la política de inversiones, a la determinación de resultados o a su distribución, a los requisitos para la modificación del contrato o del Reglamento de gestión, a la sustitución de la entidad gestora o depositaria, al establecimiento o modificación de las comisiones de gestión, reembolso o depósito de valores, así como en caso de conver-

sión del fondo en sociedad). Análogo derecho regiría también en caso de establecimiento o elevación de la comisión de reembolso, aunque ello no supusiera modificación del Reglamento (último párrafo del art. 17.1 y art. 28.3 de la Ley de Instituciones de Inversiones Colectivas).

La defectuosa redacción de estos preceptos legales suscitaba algunas dudas y perplejidades, la más señalada de las cuales era que daba la impresión de que el derecho de reembolso «sin deducción de comisión ni gasto alguno» podría hacerse, en estos casos, efectivo con referencia al valor liquidativo del día en que se autorizara la modificación, es decir, a un precio pasado y conocido. Ello podría dar lugar, en fases bajistas, a la salida masiva de partícipes por razones ajenas a su opinión sobre los cambios introducidos con el consiguiente perjuicio para los que permanecieran. Y en fases alcistas, a que ninguno de los partícipes ejercitara su derecho de reembolso.

El nuevo Reglamento, al desarrollar los preceptos legales citados en sus artículos 35.2, 3 y 4, y 57, trata de excluir la posibilidad —nada teórica— de que se produzcan estos fenómenos anómalos:

a) imponiendo que la publicación y la notificación de la modificación a los partícipes tenga lugar antes de su efectiva introducción en el Reglamento (dentro de los diez días siguientes a su autorización, por tanto, que recaea sobre el proyecto de modificación y que es previa a su inscripción, que se refiere ya a la modificación producida), y

b) tomando como valor liquidativo de referencia el del día del acuerdo de inscripción de la modificación, en lugar del valor del día del acuerdo de autorización (el precepto legal habla tan sólo del acuerdo de la Comisión), fecha que será siempre posterior al momento en que los partícipes deban decidir.

Obviamente, la cuestión es distinta en el caso de establecimiento o elevación de la comisión de reembolso sin modificación del Reglamento del Fondo, supuesto para el que el nuevo Reglamento de IIC se limita a reproducir la solución legal: el valor liquidativo de referencia será el correspondiente a la fecha de entrada en vigor de la decisión adoptada por la sociedad gestora, fecha que, por prudencia, se tenderá a fijar en la práctica más allá del período de ejercicio del derecho de separación sin gastos.

Por lo demás, en garantía de que el derecho de separación que se examina pueda ser debidamen-

te ejercitado, tanto el artículo 35.4 del nuevo reglamento de IIC, como los artículos 243.3 y 245 del nuevo reglamento del Registro Mercantil, exigen como requisito para la práctica de las correspondientes inscripciones de la modificación en el registro administrativo y en el Registro Mercantil la acreditación o manifestación de que se han efectuado las pertinentes publicaciones o notificaciones y —quizá con exceso de celo— que haya transcurrido un mes desde dichas publicaciones o notificaciones.

VIII. LA COMERCIALIZACION EN ESPAÑA DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA EXTRANJERAS

Las disposiciones adicionales 1.^a y 2.^a del nuevo reglamento concretan el régimen aplicable a la comercialización en España de acciones o participaciones de IIC extranjeras, distinguiendo las comunitarias, sujetas a la antes citada Directiva 85/611/CEE, de las restantes. Con respecto a las primeras, se incorpora al derecho español el sistema de la Directiva en este punto, aunque tal incorporación tenga lugar con un cierto retraso, pues la fecha límite era el 1 de octubre de 1989; por lo que se refiere a los restantes, la preocupación parece haberse centrado, además de en garantizar la máxima información, en evitar que se comercialicen en nuestro país entidades de este tipo no sometidas a una regulación o a un grado de supervisión similar al que afecta a las españolas.

La LMV contenía, en el último párrafo de su artículo 61, referido a las ofertas públicas de venta de valores, las claves del régimen que debía aplicarse en estos casos. Con arreglo al mismo, lo establecido en general para dichas ofertas (la necesidad de cumplir los requisitos previstos en los arts. 26 y siguientes de la Ley) sería aplicable a la oferta al público de valores emitidos en el extranjero, añadiendo que el gobierno estaría facultado para establecer las excepciones que derivaran de las normas aprobadas por la CEE o tratados internacionales.

Pues bien, las diferencias entre el régimen establecido en las disposiciones adicionales objeto de este comentario y el que derivaría de la pura adaptación a las peculiaridades de estas instituciones del aplicable en general a las ofertas públicas de venta de valores son las que a continuación se señalan, con referencia separada a las IIC comunitarias y a las restantes.

1. Instituciones de inversión colectiva sujetas a la Directiva 85/611/CEE

En cuanto a la documentación que debe aportarse, se reproduce la citada en el artículo 46 de la mencionada Directiva, incluyéndose, por tanto, un certificado expedido por la autoridad supervisora de origen sobre el ajuste de la institución a la Directiva y una memoria acerca de las modalidades de comercialización previstas. El resto de la documentación viene a ser equivalente a la que resultaría exigible en aplicación directa del artículo 61 de la LMV: el reglamento o la escritura de constitución (documentos acreditativos), el folleto informativo y los últimos informes anual y semestral (en la medida en que han de ir acompañados del certificado del auditor, requisito equiparable al de la letra c) del art. 26 de la LMV). En relación con esta documentación, la diferencia de régimen reside en que la CNMV ha de limitarse a incorporarla a sus registros públicos tras comprobar únicamente que ha sido presentada acompañada de la correspondiente traducción al castellano y que ha sido visada por la autoridad competente de origen. Por supuesto, el contenido de tal documentación será el que corresponda de acuerdo con las disposiciones vigentes en el país en que la institución esté domiciliada. En este sentido, de pura comprobación formal, ha de entenderse la expresión «verificará» del número 2 de la disposición adicional 1.^a con referencia a esta documentación. La función de la Comisión es más intensa con respecto a la memoria acerca de las modalidades previstas para la comercialización. En este ámbito, le corresponde realizar un análisis de legalidad de fondo, pudiendo, si procede, denegar motivadamente el registro. La lectura de la Directiva, por lo demás, permite entender comprendidas en el ámbito propio de esta memoria las medidas precisas para facilitar los correspondientes pagos, las suscripciones y reembolsos y la difusión de las informaciones pertinentes (véanse el último párrafo de su art. 46 en relación con su art. 45, así como lo previsto en el número 3 del número 1 de la disposición adicional que se comenta).

En cuanto al procedimiento, destaca el establecimiento de un régimen de silencio positivo por el transcurso de dos meses desde la presentación de la documentación, con lo que también se cumple lo previsto en la Directiva.

2. Otras instituciones de inversión colectiva extranjeras

En cuanto a las instituciones comunitarias no sujetas a la Directiva 85/611/CEE y a las no comu-

nitarias, resulta aplicable el régimen del artículo 61 de la LMV, lo que implica que han de aportarse la comunicación, documentos acreditativos, folleto y auditorías correspondientes, en principio con arreglo a los requisitos de las disposiciones españolas. Decimos «en principio» porque está claro que la especialidad del supuesto hará necesario adaptar lo previsto en dichas disposiciones a las peculiaridades de cada institución. En cualquier caso, está fuera de duda que la facultad de registro por parte de la CNMV tiene en estos casos un alcance pleno, sin que deba consistir en una pura comprobación formal como, en gran medida, ocurre en el caso anterior.

Pero la disposición adicional 2.^a del nuevo reglamento establece, llevada por una lógica preocupación por garantizar, en favor de las IIC españolas, la igualdad en las condiciones de concurrencia, y de evitar la comercialización en España por esta vía de productos dudosos, dos requisitos adicionales:

- De un lado, ha de acreditarse que las instituciones *«están sujetas en su Estado de origen a una normativa específica que proteja los intereses de los accionistas o partícipes a un nivel no inferior al de la normativa española»*.

- De otro, ha de aportarse un informe de la autoridad de dicho Estado a la que esté encomendado el control e inspección de la institución en sentido favorable con respecto al desarrollo de las actividades de ésta. Ello implica algo que está ya implícito en el requisito anterior: la institución ha de ser una institución supervisada. La práctica, por lo demás, irá delimitando el contenido de este informe, aunque es razonable suponer que baste con que haga referencia a que, en general, la institución y sus actividades se ajustan a la legislación del Estado de origen y que no existe inconveniente, desde el punto de vista de dicha legislación y, en general, en opinión de la autoridad supervisora informante, para que sus acciones o participaciones sean comercializadas en España.

Por último, conviene poner de relieve que la disposición adicional 3.^a del nuevo reglamento se refiere a la comercialización de acciones o participaciones de IIC españolas en otros países comunitarios, limitándose a establecer el deber de comunicación previa a la CNMV y contemplar la expedición de los certificados de ajuste a la Directiva contemplados en ésta. A este respecto, resulta de interés reseñar que el Consejo de dicha Comisión Nacional aprobó, mucho antes de la entrada en vigor del nuevo reglamento, aquel al que se ajustarían tales certificados.

IX. EL NUEVO REGIMEN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERAS

La Ley del Mercado de Valores alteró no sólo la denominación de las llamadas sociedades gestoras de patrimonio —ahora sociedades gestoras de carteras (SGC)—, sino también, y de modo muy sustancial, su naturaleza al dar nueva redacción, en su disposición adicional 6.^a, al número 1 del artículo 36 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, sobre Instituciones de Inversión Colectiva. En el régimen originario de ésta, la esencia de la figura residía en el derecho a utilizar en exclusiva la denominación legal y sus siglas «SGP». Con la ley citada, el acceso a la categoría pasa a constituir una de las vías para el ejercicio legítimo, de modo habitual o profesional, de la actividad de gestión de carteras de valores, reservada a ciertos tipos de entidades, como ocurre, en general, con las demás relacionadas con el mercado de valores en cuanto se desarrollen de modo habitual o profesional (art. 76, en conexión con el 71).

Además del cambio de orientación expuesto, la nueva redacción del número 1 del artículo 36 de la Ley 46/1984, reiterando lo que resulta del propio artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, introdujo otro cambio que merece especial comentario, al hacer de la actividad de gestión de carteras la única que estas entidades pueden ejercer de modo profesional en el ámbito del mercado de valores. Recuérdese que la redacción anterior del precepto hacía referencia expresamente a la posibilidad de que las sociedades gestoras de patrimonio se dedicaran también al *«asesoramiento en materias financieras y a la intervención en la colocación de emisiones públicas y privadas»*. Aún más, bajo el imperio de la ley anterior quedaban igualmente dentro de su posible campo de actuación otras posibles actividades relacionadas con el mercado de valores, aunque nada se dijera expresamente, dada la ausencia de una regla de reserva del ejercicio de tales actividades en favor de ciertas categorías de entidades.

La subsistencia de la figura con estas alteraciones ha de llamar la atención a todo aquel que presume un impulso racional o coherente en las decisiones del legislador. Especialmente si se piensa que la propia Ley del Mercado de Valores dio vida a dos categorías de entidades —las sociedades y agencias de valores— destinadas a convertirse en los profesionales por antonomasia del mercado de valores, en cuyo campo típico de actuación se encuentra la gestión de carteras de valores. La curiosidad se acentúa cuando se repara en que sería

teóricamente posible, en el marco de la Ley, una agencia de valores dedicada exclusivamente a esta actividad, tanto por pura opción voluntaria de hecho como a modo de obligación autoimpuesta, por consignarse como única al definirse el objeto social en los estatutos o en la declaración de actividades.

La razón de la subsistencia separada de esta categoría de entidades hay que buscarla probablemente en la idea de compensar el rigor de la regla de reserva del ejercicio de actividades en favor de las sociedades y agencias de valores, es decir, de sociedades anónimas dotadas de un capital mínimo (superior, en cualquier caso, a ciento cincuenta millones de pesetas). Téngase presente que el nuevo reglamento mantiene básicamente la concepción del anterior de exigir sólo un determinado volumen de recursos propios en función del valor global de las carteras administradas (cinco por mil hasta diez mil millones de pesetas; tres por mil en lo que exceda de esta cifra), por mucho que haya impuesto —como novedad— la exigencia del mantenimiento, en todo caso, de unos recursos propios mínimos muy inferiores a los necesarios para constituir una sociedad o agencia de valores (diez millones de pesetas).

Esta nueva exigencia nos da una pista sobre cuál ha sido la filosofía, aparte del cambio fundamental de orientación antes expuesto, de los nuevos preceptos del reglamento sobre las SGC: la aproximación de su régimen al de las agencias de valores (2). Tal aproximación se manifiesta también en la modificación del procedimiento de creación (cerca del de «autorización sobre proyecto», que se ha convertido en general en el ámbito de las entidades financieras); en la exigencia de que concurra la necesaria honorabilidad comercial y profesional y experiencia en sus administradores; en la previsión de que el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación, la CNMV regulen los registros que deben llevar y su régimen contable; en la aplicación del régimen de adquisición de valores

por cuenta propia de las agencias de valores, y en la aclaración —necesaria, aunque indiscutible— de que les es aplicable, en cuanto al ejercicio de sus actividades, el régimen sancionador «ordinario» de la LMV, sin perjuicio de las especialidades recogidas en el artículo 36 de la Ley de IIC. También ha de verse un cierto ánimo armonizador en la disposición adicional 4.^a del nuevo reglamento, que facilita la transformación de la SGC en sociedades o agencias de valores.

Queda únicamente hacer referencia a lo dispuesto en el artículo 82.2 del nuevo reglamento, que contiene dos normas de interés ajenas a ese propósito armonizador. Una de ellas intenta delimitar la actividad de gestión de carteras (por medio de una regla que puede servir como criterio interpretativo general de la letra j) del art. 71 de la LMV) concibiéndola como de tracto sucesivo: «*en ningún caso se entenderá que forma parte de dicha actividad la mediación en la colocación, adquisición o venta de valores en favor de personas que no tengan contratada con la sociedad la gestión de sus carteras*». La otra impone que tal actividad se desarrolle con arreglo a contratos-tipo, que habrán de «someterse» a la CNMV con carácter previo a su aplicación. Esta previsión, que no resulta razonable que se aplique sólo a las SGC, podría plantear alguna duda en cuanto a su alcance, aunque, dado el significado usual del verbo «someter», parece que implica que es precisa la aprobación o autorización previa de los contratos-tipo por dicha Comisión.

NOTAS

(1) En torno a esta polémica, véase Fermín Zancada Peinado, «Chequeo al nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva», en *Estrategia Financiera*, enero de 1991, pág. 7.

(2) A. J. Tapia Hermida, «El nuevo Reglamento de las IIC», en la revista *Derecho de los negocios*, año 2, número 4, pág. 5.

NOVEDADES EN EL REGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Eduardo RAMIREZ MEDINA

I. INTRODUCCION

Las disposiciones adicionales vigesimosegunda y vigesimotercera de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991 (1), han dado nuevo texto a los artículos 34 y 35 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, definiendo para ellas un nuevo régimen fiscal aplicable a partir del 1 de enero de 1991.

Sin perjuicio de un análisis más detallado en páginas posteriores, no parece aventurado adelantar la idea de una importante «desfiscalización» de estas instituciones basada en la «práctica no tributación» por el impuesto sobre sociedades (IS) y en una atribución de competencias, en cuanto a la tributación efectiva, al país de residencia del inversor. Con ello, se pretende salir al paso de la entrada en vigor de la directiva comunitaria (2) de participaciones de instituciones de inversión, que, como es bien sabido, liberaliza la comercialización de estos productos de ahorro en todo el territorio de la Comunidad Europea, obligando a las instituciones de inversión colectiva españolas a coexistir competitivamente con aquellas que, residenciadas en otros países comunitarios, soportaban una carga tributaria efectiva menor que la derivada de la normativa española vigente hasta el 1 de enero de 1991.

Por lo que respecta a la normativa referente a estas instituciones, y retrotrayéndonos tan sólo al año 1984, podemos citar:

- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva (3).
- Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio, por el que se reglamenta la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, antes mencionada (4).
- Disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que modifica ampliamente la Ley 46/1984 (5).
- Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el nuevo texto del Reglamento de la Ley 46/1984, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

Más recientemente aún, pueden citarse:

- Orden Ministerial de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, habilitándose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las instituciones de inversión colectiva (6).
- Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros reservados de instituciones de inversión colectiva (7).
- Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre determinación del valor liquidativo de los fondos de inversión mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las instituciones de inversión colectiva (8).

Por último:

- Disposiciones adicionales vigesimosegunda y vigesimotercera de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991 (9).
- Disposición adicional vigesimosegunda de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (10).

Al margen de la normativa anterior, y sin ánimo de ser exhaustivos, conviene resaltar la existencia de normas interpretativas específicas en materia fiscal, así como el efecto de normas tributarias generales cuya influencia en el esquema fiscal de las instituciones de inversión colectiva es, desde luego, indudable. Por lo que se refiere a las primeras, ha de citarse la Circular de la Dirección General de Tributos 1/1987, de 30 de junio, relativa a la deducción en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), por suscripción de participaciones en fondos de inversión mobiliaria. En relación con el segundo fenómeno, baste tan sólo la referencia a la Ley 48/1985, de 27 de diciembre, de Reforma Parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, así como al articulado de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, en relación con el nuevo tratamiento de los incrementos y disminuciones patrimoniales.

Para seguir un análisis sistemático, parece oportuno, antes de entrar en el estudio del régimen fiscal vigente para 1991 y 1992, describir, cuanto menos, el esquema tributario que ha mantenido su vigor en los últimos seis años (11).

II. REGIMEN FISCAL VIGENTE HASTA EL 1 DE ENERO DE 1991

Atendiendo al hecho de la negociación de los valores representativos del capital social o patrimonio de las sociedades de inversión mobiliaria, fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario, podemos distinguir:

1. Instituciones de inversión colectiva sometidas al régimen general del impuesto sobre sociedades

Dispone al respecto el artículo 34, apartado uno, de la Ley 46/1984 (12):

Las Sociedades de inversión mobiliaria cuyo capital social esté representado por valores no admitidos a negociación en Bolsa de Valores tributarán por el Impuesto sobre Sociedades en la forma prevista por la legislación vigente (13).

El mencionado sometimiento al régimen fiscal general deriva, igualmente, de la exclusión de la negociación en Bolsa de los valores representativos del capital social o patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (14).

Por lo que respecta al régimen fiscal aplicable en este punto, conviene diferenciar dos posibles situaciones:

Primera: Aplicación del régimen de transparencia fiscal obligatoria.

Cuando concurren las circunstancias que recoge el artículo 52 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, las sociedades de inversión mobiliaria no tributarán en el impuesto sobre sociedades, dando lugar a la imputación de las bases imponibles positivas por este impuesto en el impuesto personal de los distintos socios, en proporción a su participación en el capital social. Pasemos a comentar brevemente este sistema de tributación.

Por lo que se refiere a las sociedades de inversión en valores mobiliarios, el régimen de transparencia fiscal afecta a:

- Sociedades de inversión mobiliaria sin cotización oficial en Bolsa. Se trata, en definitiva, de aquellas sociedades de inversión cuyos valores representativos del capital social no se negocien en Bolsa o hayan sido excluidos de dicha negociación. Tal como comenta Carbajo Vasco (15), se trata de una posibilidad muy hipotética, ya que difícilmente se reunirá el requisito del número de accionistas a que hace referencia el artículo 9, apartado dos, de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

- Sociedades de cartera, considerando como tales «aquellas en las que más de la mitad de su activo esté constituido por valores mobiliarios». Conviene advertir que la regla descrita implica una simple constatación patrimonial que hace tributar por el régimen de transparencia a aquellas entidades que, cumpliendo la norma, utilizan sin embargo la cartera de títulos por motivos empresariales, de control, de aplicación de tesorería, etcétera.

En muchos de estos casos, la bondad del régimen descrito es cuestionable, y su aplicación práctica podría conducir a resultados indeseables (16).

Adicionalmente a lo anterior, la normativa del IRPF exige la concurrencia de alguna de las circunstancias siguientes, relativas todas ellas a la titularidad en el capital social:

a) Que más del 50 por 100 del capital social pertenezca a un grupo familiar (17).

b) Que más del 50 por 100 del capital social pertenezca a diez o menos socios.

La nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas resuelve gran parte de los problemas que, hasta el momento, habían venido plan-

teándose por lo que respecta a las sociedades de cartera y de mera tenencia de bienes sometidas al régimen de transparencia fiscal (18).

Por último, conviene advertir que la cuestión relativa a la posible tributación de instituciones de inversión colectiva por el régimen de la transparencia fiscal queda circunscrita a las sociedades de inversión mobiliaria, ya que los fondos de inversión, al carecer de entidad social, no pueden tributar de acuerdo con este esquema.

El régimen de transparencia fiscal consiste, a grandes rasgos, en:

1. Cálculo de la base imponible del IS de la sociedad sometida a este sistema de tributación siguiendo la normativa general en la materia.
2. No tributación efectiva por el IS.
3. Imputación a los socios, en proporción a sus respectivas participaciones, de la base imponible positiva de la sociedad transparente.

Las bases imponibles negativas no son objeto de imputación, sino que, por el contrario, se compensan con otras positivas en el período de los cinco años siguientes (19).

4. Traslado de las deducciones en cuota y de las retenciones a cuenta a los socios, que tendrán derecho, en su propia declaración del IS o del IRPF, a su cómputo (con signo negativo) y, en su caso, devolución.

Segunda: Aplicación del régimen general del IS.

Este régimen sería aplicable a aquellas sociedades de inversión mobiliaria que, no negociando los valores representativos de su capital social en Bolsa, tampoco reúnan los requisitos necesarios para la tributación por el régimen de transparencia fiscal. Ello puede ocurrir:

- Cuando menos del 50 por 100 de su activo esté integrado por valores mobiliarios.
- Cuando, teniendo integrado por valores mobiliarios más del 50 por 100 de su activo, su capital social tenga un grado de atomización tal que quede fuera de los presupuestos de hecho a que hace referencia el antes citado artículo 52 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Por lo que se refiere al contenido del régimen tributario aplicable en este punto, baste decir que se trata de una tributación ordinaria por el IS al tipo general del 35 por 100 y con derecho a la deducción por doble imposición de dividendos en los términos a que hacen referencia el artículo 24 de

la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, y el artículo 78 de la Ley 18/1991, de 6 de junio.

2. Instituciones de inversión colectiva sometidas a su régimen fiscal especial

Tal y como disponía el artículo 34, apartado dos, de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, al definir para los ejercicios anteriores a 1991 el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva:

Las sociedades de inversión mobiliaria cuyos títulos representativos de capital tengan cotización oficial en Bolsa, calificada o no, tendrán el siguiente régimen especial de tributación en la imposición sobre la renta:

a) El tipo de gravamen en el Impuesto sobre Sociedades será el 13 por 100.

b) Tendrán derecho a la deducción establecida en el número 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre (20).

c) Los dividendos que distribuyan, en todo caso, estarán sometidos a retención.

Asimismo, darán derecho a la deducción establecida en el artículo 29 de la Ley 44/1987, de 8 de septiembre, por razón de los dividendos de sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Cuando el perceptor sea una persona jurídica tendrá derecho a igual deducción que la referida en el párrafo anterior, sin que en ningún caso le resulten aplicables las deducciones recogidas en los números 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

d) Para la determinación de los incrementos y disminuciones de patrimonio, derivados de la enajenación de valores mobiliarios, serán aplicables a estas sociedades las normas sobre cálculo de valores que en cada momento estén vigentes en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

El régimen establecido en este apartado resultará provisionalmente aplicable a las Sociedades de inversión mobiliaria de nueva creación, condicionalmente a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el registro especial, sean admitidos a cotización oficial en la Bolsa los títulos representativos de su capital.

Sistematizando el régimen fiscal aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria, podemos decir:

1. Tributaban en el IS al tipo del 13 por 100.
2. Tenían derecho a la deducción por doble imposición de dividendos, aplicando el tipo de 13 por 100 sobre el importe neto de los dividendos percibidos (21).

3. Los socios de sociedades de inversión mobiliaria soportaban la retención a cuenta sobre los dividendos distribuidos, pero tenían derecho a practicar la deducción por doble imposición de dividendos, aplicando el tipo del 15 ó 10 por 100 (22) sobre el importe neto de los mismos. Esta deducción, tal y como la regulaba el artículo 29 de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, era aplicable tanto a los sujetos pasivos de este impuesto como a los del IS.

4. Las sociedades de inversión mobiliaria debían calcular los incrementos y disminuciones de patrimonio aplicando las reglas vigentes en cada momento del IRPF. Estas medidas permitían la aplicación de los coeficientes correctores aprobados anualmente por el legislador presupuestario a efectos de corregir (eliminar o atenuar) el efecto de la depreciación monetaria sobre las magnitudes nominales.

Hasta ahora hemos centrado nuestro análisis en las sociedades de inversión mobiliaria, esto es, en la figura societaria de las instituciones de inversión colectiva. Por lo que respecta a los fondos de inversión (23), eran de aplicación las mismas normas, con una sola peculiaridad:

En los casos de reembolso de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso y el de adquisición, aun teniendo la consideración de incremento o disminución patrimonial, daba derecho a la aplicación de la deducción por doble imposición de dividendos en los términos antes comentados (24).

III. REGIMEN FISCAL APLICABLE DURANTE EL EJERCICIO DE 1991

Como hemos podido comentar en las primeras líneas de este trabajo, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1991 ha incorporado a su texto, en el trámite parlamentario, dos disposiciones adicionales (vigésimosegunda y vigesimotercera) que recogen el régimen fiscal que ha de aplicarse durante 1991 a las tres modalidades de instituciones de inversión colectiva.

La causa reciente de tan profunda modificación no es otra que la decisión del Parlamento tendente a anticipar los efectos de la reforma propuesta en la disposición adicional décima del proyecto de Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Por el contrario, las causas últimas de la reforma son, a nuestro juicio, de dos tipos:

Primero: La adopción de medidas fiscales concretas de fomento del ahorro. Como es bien sabido, las instituciones de inversión colectiva constituyen un mecanismo que permite encauzar el ahorro familiar mediante una estructura tendente a sustituir la adopción individual de decisiones de inversión por otra, colectiva y profesionalizada.

No debe olvidarse que uno de los objetivos incluidos en el *Libro Blanco de la Reforma de la Imposición Personal* es, precisamente, el fomento e incentivo del ahorro privado.

Segundo: La adaptación a las normas comunitarias tendentes a plasmar, en este ámbito, la construcción del denominado «espacio financiero europeo». El libre establecimiento en el territorio comunitario de las entidades e instituciones financieras, así como la libre comercialización y negociación de productos financieros en este territorio, requieren una normativa nacional que vele por el mantenimiento a ultranza del principio de «no discriminación», asegurando, en definitiva, la máxima competitividad entre las empresas residentes en los diferentes países miembros.

En este sentido, hemos tenido ocasión de comentar la existencia de la Directiva Comunitaria 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión en valores mobiliarios. Esta directiva entró en vigor en nuestro país en el mes de octubre de 1989, permitiendo la libre comercialización en España de participaciones de organismos de inversión residentes en otros países comunitarios en directa competencia con las instituciones de inversión colectiva españolas.

1. Tributación de las instituciones de inversión colectiva por el impuesto sobre sociedades

Vamos a centrar nuestro análisis en aquellas instituciones de inversión colectiva sometidas al régimen fiscal especial contenido en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre. En consecuencia, y por lo que respecta a aquellas sociedades o fondos de inversión no sometidos a la mencionada norma, consideramos válidos nuestros comentarios incluidos en el epígrafe anterior de este trabajo.

El régimen fiscal correspondiente a las instituciones de inversión colectiva por el IS puede sistematizarse de la siguiente forma:

1. El tipo de gravamen queda fijado en el 1 por 100. Basten, al respecto, dos comentarios:

- La reducción del tipo de gravamen del 13 al 1 por 100 supone una importante desfiscalización que ha de redundar en una sensible mejora de las rentabilidades que, a través del mecanismo de la inversión colectiva, obtendrán los socios de sociedades de inversión mobiliaria y los partícipes en fondos de inversión.

- El tipo del 1 por 100 parece tener una consideración, en alguna medida, «de control». Quiere esto decir que su importancia no es, desde luego, recaudatoria, sino que, por el contrario, permite garantizar el cumplimiento de las obligaciones formales vinculadas a la declaración del IS. La adopción de un «tipo 0» habría hecho cuestionar, como ha ocurrido en otras ocasiones (25), la necesidad del cumplimiento de las obligaciones formales por este impuesto. El tipo de gravamen aprobado resuelve cualquier duda al respecto.

2. Las instituciones de inversión colectiva tendrán, durante 1991, derecho a la deducción por doble imposición de dividendos, aplicando, sobre el importe neto de los dividendos percibidos, el tipo del 10 por 100, siempre y cuando los dividendos procedan de entidades que hayan tributado sin bonificación ni reducción alguna por el IS.

Se trata de la deducción por doble imposición de dividendos que regula la normativa del IRPF. La razón no es otra que la pretensión de neutralidad que persigue la norma respecto de los procesos de inversión particular por personas físicas.

Sin embargo, la deducción ahora analizada tiene una diferencia importante con la regulada en el artículo 78 de la Ley 18/1991, de 6 de junio. Esta última es una «deducción técnica» de la cuota del IRPF que no podrá dar lugar, por sí misma, a devolución alguna. Por el contrario, la deducción en cuota que contiene la nueva redacción del artículo 34 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, permite la devolución de las cantidades que excedan de la cuota íntegra, esto es, del resultado de la aplicación a la base imponible del IS del tipo de gravamen del 1 por 100.

Efectivamente, la letra c) del apartado dos del artículo 34 de la Ley 46/1984, en su nuevo texto dado por la disposición adicional vigesimosegunda de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado, establece:

Quando el importe de las retenciones realizadas sobre los ingresos del sujeto pasivo, sumado el importe de la deducción a que hace referencia la letra anterior (26), supere la cuantía de la cuota calculada aplicando el tipo recogido en la letra a) anterior (27), la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.

El mecanismo de tributación reseñado dará lugar, en la mayoría de los casos, a cuotas tributarias negativas a devolver (28), por lo que la mayor o menor agilidad en la devolución efectiva por parte de la Administración pública pasa a ser una cuestión clave, al igual que en otras instituciones con tipos de gravamen reducidos en los impuestos personales (29).

3. Al margen de las deducciones por doble imposición interna de dividendos y de las retenciones a cuenta, las instituciones de inversión colectiva no tendrán derecho a deducción o reducción alguna de la cuota.

Por lo que respecta a la posible inversión realizada por las instituciones de inversión colectiva, y materializadas en valores extranjeros, conviene tener presente que el legislador no ha previsto la deducción por doble imposición internacional, por lo que los impuestos pagados en el país donde se satisfagan los dividendos o intereses, o se obtengan los incrementos de patrimonio (caso de existir tales impuestos), no pueden recuperarse en España en la declaración del IS de la institución ni tampoco, por supuesto, en la declaración por el impuesto personal correspondiente al socio o partícipe.

Esta situación es similar a la que recogía el propio artículo 34 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, en su redacción original.

4. Para terminar este primer punto, conviene mencionar el hecho de que la Ley de Presupuestos Generales del Estado omite la referencia que contenía la versión original del artículo 34 de la Ley 46/1984 al mecanismo de cálculo de los incrementos y disminuciones de patrimonio derivados de la enajenación de valores mobiliarios.

Como hemos tenido ocasión de comentar, la normativa vigente hasta enero de 1991 permitía, a efectos del cálculo de los incrementos o disminuciones de patrimonio derivados de la enajenación de valores mobiliarios, utilizar las normas del IRPF que estuvieran vigentes en cada momento. Esta referencia daba lugar a una reducción en la tributación de dichos incrementos o disminuciones patrimoniales por simple aplicación de los coeficientes correctores aprobados anualmente por el legislador presupuestario.

La situación actual de la normativa tributaria de las instituciones de inversión colectiva no parece ofrecer duda alguna al respecto. A partir del 1 de enero de 1991 los incrementos o disminuciones de patrimonio derivados de la enajenación de valores mobiliarios deberán calcularse aplicando la norma-

tiva correspondiente al IS. En consecuencia, no cabe, a partir de dicha fecha, la aplicación de los coeficientes correctores aprobados en las sucesivas leyes de Presupuestos Generales del Estado. La modificación comentada no tiene excesiva importancia en términos de coste fiscal, ya que influye ligeramente en el cálculo de la base imponible que deberá soportar el tipo de gravamen del 1 por 100. Sin embargo, el cálculo nominal de los incrementos y disminuciones patrimoniales —esto es, sin tomar en consideración coeficientes correctores— permite eliminar las anteriores complejidades, derivadas, en gran medida, de la identificación de partidas de valores mobiliarios adquiridos por la propia institución de inversión colectiva.

2. Tributación de los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva

Conviene diferenciar, al respecto, dos cuestiones:

A) Fiscalidad de los resultados distribuidos por las instituciones de inversión colectiva.

Por lo que respecta a las sociedades de inversión mobiliaria, la letra e) del apartado dos del artículo 34 de la Ley 46/1984 dispone:

Los dividendos que distribuyan estarán sometidos a retención salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, pero no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

En relación con los fondos de inversión (fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario), la letra a) del apartado uno del artículo 35 de la mencionada norma establece:

Los resultados que distribuyan a los partícipes estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, pero no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

En consecuencia, nos encontramos con rendimientos del capital mobiliario, en concepto de dividendos, que estarán sometidos a la oportuna retención a cuenta (30).

La única excepción a la retención a cuenta está constituida por aquellos rendimientos del capital mobiliario que, en concepto de distribución de resultados, perciban los socios o partícipes no residentes en España que, sin embargo, tengan su residencia fiscal en otros países miembros de la

Comunidad Económica Europea. Esta excepción está vinculada a las medidas aprobadas recientemente, tendentes a disminuir la carga tributaria y la presión fiscal indirecta que recae sobre los inversores residentes en países comunitarios distintos de España.

Por lo que respecta a la tributación de los beneficios distribuidos a no residentes en España, conviene tener presente lo dispuesto, al respecto, en el artículo 2.º de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y en el artículo 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

Los números 2, 3 y 4 del apartado tres del artículo 2.º de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, disponen:

2. Los intereses e incrementos de patrimonio derivados de la Deuda Pública obtenidos por personas físicas no residentes que no operen a través de establecimiento permanente en España, no se considerarán obtenidos o producidos en España.

3. Los intereses e incrementos de patrimonio derivados de bienes muebles no se considerarán obtenidos o producidos en España cuando correspondan a personas físicas no sujetas por obligación personal de contribuir que tengan su residencia habitual en otros Estados miembros de la Comunidad Económica Europea y no operen a través de establecimiento permanente en España.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no será de aplicación a los incrementos de patrimonio derivados de la transmisión de acciones, participaciones u otros derechos en una Sociedad, persona jurídica o Entidad en los siguientes casos:

a) Cuando el activo de dicha Sociedad, persona jurídica o Entidad consista principalmente, directa o indirectamente, en bienes inmuebles situados en territorio español.

b) Cuando durante el período de doce meses precedente a la transmisión, el sujeto pasivo haya participado, directa o indirectamente, en al menos el 25 por 100 del capital o patrimonio de dicha Sociedad, persona jurídica o Entidad.

4. En ningún caso será de aplicación lo dispuesto en los dos números anteriores, a intereses o incrementos de patrimonio obtenidos a través de los países o territorios que se determinen reglamentariamente por su carácter de paraísos fiscales.

Por lo que respecta al IS, el artículo 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, contiene los mismos preceptos. Reproducirlos aquí sería un trabajo inútil.

Por lo que respecta a las inversiones financieras de no residentes en España, los efectos de la «exoneración de tributación» quedan circunscritos a:

a) Los rendimientos del capital mobiliario en concepto de intereses (31).

b) Los incrementos de patrimonio derivados de la transmisión de activos financieros con rendimiento explícito (32), así como los generados en la transmisión de acciones. La única excepción a esta regla es la relativa a transmisión de acciones de sociedades con importantes participaciones en inmuebles situados en España.

Trasladando el esquema descrito a las inversiones de no residentes en instituciones de inversión colectiva, podemos afirmar:

1. Los incrementos de patrimonio generados por la transmisión de acciones de sociedades de inversión mobiliaria o de participaciones en fondos de inversión (fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario) están «exonerados de tributación» en España cuando el transmitente sea residente en cualquiera de los países de la Comunidad Económica Europea, con la única excepción de España.

Como puede observarse, la modificación es más aparente que real, ya que la regla de la «no tributación en España» de los incrementos de patrimonio generados en nuestro país (33) está incluida en los convenios suscritos válidamente por nuestro país para evitar la doble imposición internacional. Recordemos que, al tiempo de escribir estas líneas, sólo dos países comunitarios (Grecia e Irlanda) carecen del mencionado convenio suscrito con España.

2. Los rendimientos del capital mobiliario en concepto de distribución de beneficios de las instituciones de inversión colectiva están sujetos a tributación en nuestro país, sin perjuicio de que el receptor del rendimiento (socio o partícipe) sea residente de la Comunidad Económica Europea. Esto es así porque la norma se limita a exonerar de tributación, tan sólo, a los «intereses», pero no a los «dividendos», y en general, «beneficios distribuidos».

Independientemente de la tributación comentada, los beneficios distribuidos por instituciones de inversión colectiva estarán exceptuados de retención a cuenta cuando el receptor sea residente en un país comunitario distinto de España.

3. Todo lo anterior se entiende sin perjuicio de aquellas inversiones en instituciones de inversión colectiva que procedan de los territorios o países

que, reglamentariamente, se consideren como «paraísos fiscales».

B) *Tributación de los resultados no distribuidos por las instituciones de inversión colectiva*

Ha sido práctica frecuente por parte de las instituciones de inversión colectiva españolas la de acumulación de reservas y no distribución de beneficios, a efectos de aprovechar al máximo el efecto financiero-fiscal de la calificación de los beneficios obtenidos como incrementos de patrimonio del inversor. Esta técnica permitía:

- Evitar la retención a cuenta.
- Aplicar coeficientes correctores cuando el inversor era sujeto pasivo del IRPF, a efectos de limitar la tributación de la plusvalía nominal.
- Moderar la progresividad del IRPF a través del mecanismo de tributación de los incrementos de patrimonio generados sobre una base temporal superior al año.
- Permitir la compensación de disminuciones de patrimonio pendientes, siempre que, al igual que en los dos comentarios anteriores, el inversor fuera sujeto pasivo del IRPF.

Todas estas argumentaciones fiscales para utilizar la técnica de acumulación subsisten tras la reforma incluida en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1991, si bien es preciso matizarlas a la luz del articulado de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (34).

Sin embargo, el nuevo régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva provoca ciertos problemas relativos a la eliminación de la deducción por doble imposición que, respecto al inversor, persona física o jurídica, contemplaba la antigua redacción de los artículos 34 y 35 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre. Nos estamos refiriendo a la cuestión relativa a la eliminación de dicha deducción respecto de los dividendos distribuidos a partir del 1 de enero de 1991, pero con cargo a los beneficios acumulados, que soportaron, en su momento, la tributación del 13 por 100.

Los problemas descritos se plantean igualmente respecto de aquellos reembolsos de participaciones en fondos de inversión que generen incrementos de patrimonio en donde estén recogidos los efectos de la reservas acumuladas con anterioridad al 1 de enero de 1991.

Como hemos comentado en otras ocasiones (35), el legislador ha optado por no incluir normas transitorias que respeten la deducción del 10 por 100

respecto de dividendos distribuidos con cargo a reservas constituidas con la previa tributación del 13 por 100. Por todo ello, cabe concluir que los beneficios distribuidos por instituciones de inversión colectiva a partir del 1 de enero de 1991 no dan derecho a la deducción por doble imposición de dividendos. A igual conclusión debe llegarse respecto de los reembolsos de participaciones en fondos de inversión realizados con posterioridad a la fecha antes mencionada. La solución comentada, que deriva con claridad del texto normativo incluido en las disposiciones adicionales vigesimosegunda y vigesimotercera de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, no está exenta de crítica, ya que perjudica comparativamente a las instituciones de inversión colectiva que hubieran acumulado beneficios. Todo ello, por supuesto, sin contar con aquellos reembolsos de participaciones en fondos de inversión que se hubieran hecho efectivos en los últimos días de diciembre de 1990, conocido ya el texto normativo analizado.

IV. RÉGIMEN FISCAL CORRESPONDIENTE AL EJERCICIO DE 1992

La Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, ha modificado, de forma sustancial, el régimen fiscal correspondiente a las instituciones de inversión colectiva y, adicionalmente, a sus socios y partícipes.

Por lo que se refiere al régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión, la disposición adicional vigesimosegunda de la mencionada norma da nueva redacción, a partir del 1 de enero de 1992, al artículo 34 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva (36).

Las novedades que contiene la nueva redacción del mencionado precepto respecto del vigente para el ejercicio de 1991 se circunscriben, exclusivamente, a la supresión de la deducción por doble imposición de dividendos que ostentaban las instituciones de inversión colectiva aplicando el tipo del 10 por 100 sobre los dividendos netos percibidos.

Esta modificación supone un cierto empeoramiento en el tratamiento fiscal de aquellas instituciones de inversión colectiva en cuya cartera existan acciones y, en general, valores mobiliarios generadores de dividendos que hayan soportado previamente la tributación por el IS. En consecuencia, y por lo que respecta a la deducción por doble

imposición de dividendos que pueden practicar las instituciones de inversión colectiva, se ha producido una doble modificación desde el ejercicio 1990. Para este último, y en aplicación de lo dispuesto en el artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, cabía aplicar una deducción por doble imposición del 13 por 100 sobre los dividendos netos percibidos. En 1991 quedó fijada esta deducción en un tipo del 10 por 100, similar al vigente en el IRPF, quedando suprimida para los ejercicios que se inicien con posterioridad al 1 de enero de 1992, tal como prevé la disposición adicional vigesimosegunda de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

La segunda modificación incluida en la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas se refiere al tratamiento fiscal de quienes sean socios y partícipes en sociedades y fondos de inversión mobiliaria, respectivamente.

Por lo que se refiere a los rendimientos del capital mobiliario percibidos por socios o partícipes en instituciones de inversión colectiva, la nueva ley no contiene modificación alguna al respecto. Quiere esto decir que:

a) El importe íntegro de tales rendimientos ha de incorporarse nominalmente a la base imponible del IRPF del socio o partícipe.

b) Se trata de rendimientos sujetos a la oportuna retención a cuenta, que deberá practicarse al tipo vigente en cada momento. La única excepción a esta obligación deriva de la condición de residente en un país comunitario distinto de España de los socios o partícipes perceptores.

c) Los socios o partícipes perceptores de estos rendimientos no tienen derecho a deducir cantidad alguna en concepto de doble imposición de dividendos, circunstancia, por otro lado, absolutamente lógica, ya que tales dividendos no han soportado una tributación efectiva en la imposición de la institución de inversión colectiva (37).

Por el contrario, las modificaciones más importantes introducidas por la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas afectan, de forma directa, a los incrementos de patrimonio obtenidos por los partícipes y socios personas físicas de instituciones de inversión colectiva. Antes de entrar en el análisis pormenorizado de tales modificaciones conviene hacer algunas indicaciones generales.

Como es bien sabido, la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas contiene

una modificación sustancial en el tratamiento de los incrementos y disminuciones de patrimonio. En este sentido, se pasa de un sistema de «memoria infinita», y moderación de tributación de los incrementos o disminuciones nominales mediante la aplicación de coeficientes correctores, a otro de «memoria finita», y eliminación lineal del incremento o disminución patrimonial por el simple transcurso del tiempo.

Por lo que respecta al contenido de este comentario, el apartado dos del artículo 45 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, establece:

Dos. Cuando los incrementos o disminuciones de patrimonio procedan de la transmisión de bienes o derechos adquiridos con más de dos años de antelación a la fecha de aquélla o de derechos de suscripción que procedan de valores adquiridos con la misma antelación, su importe, a efectos de tributación, se determinará de acuerdo con las reglas y porcentajes siguientes:

a) Se tomará como período de permanencia en el patrimonio del sujeto pasivo el número de años que medie entre la fecha de adquisición y transmisión, redondeado por exceso.

b) Con carácter general, el incremento o disminución patrimonial se reducirá en un 7,14 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

c) Tratándose de acciones admitidas a negociación en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores previstos en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con excepción de las acciones representativas del capital social de Sociedades de Inversión Mobiliaria, el incremento o disminución patrimonial se reducirá en un 11,11 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

d) Tratándose de bienes inmuebles, derechos sobre los mismos o valores de las entidades comprendidas en el artículo 108 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el incremento o disminución patrimonial se reducirá en un 5,26 por 100 por cada año que exceda de dos.

e) Quedarán no sujetos al impuesto los incrementos o disminuciones patrimoniales a que se refiere este apartado cuando el período de permanencia en el patrimonio del sujeto pasivo de los bienes o derechos a que se refieren las letras b), c) o d) anteriores sea superior a quince, diez o veinte años, respectivamente.

De acuerdo con la normativa transcrita, pueden extraerse las siguientes conclusiones:

Primera: Los incrementos de patrimonio generados en un período inferior a dos años como consecuencia de la transmisión de acciones de socieda-

des de inversión mobiliaria o participaciones en fondos de inversión, así como del reembolso de estas últimas, tributarán en el IRPF del socio o partícipe, quedando incorporados a la base imponible del impuesto sin ninguna otra peculiaridad.

Segunda: Cuando los incrementos de patrimonio a que hace referencia la conclusión anterior hayan sido generados en un período superior a dos años, su importe se reducirá en un 7,14 por 100 por cada año adicional.

Esta condición deriva, para la transmisión de acciones de sociedades de inversión mobiliaria, del propio texto transcrito, ya que excluye este supuesto de la aplicación del tipo especial del 11,11 por 100 aplicable a los incrementos de patrimonio generados por la transmisión de acciones admitidas a negociación en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores previstos en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Por lo que se refiere a participaciones en fondos de inversión, el carácter limitado del presupuesto de hecho que permite la aplicación del tipo de reducción del 11,11 por 100 evita cualquier duda en torno a la aplicación del tipo de 7,14 por 100.

La situación descrita permite afirmar la existencia de un régimen de tributación único aplicable a los socios o partícipes de todo tipo de instituciones de inversión colectiva.

Tercera: Los incrementos o disminuciones a que hacen referencia las dos conclusiones anteriores quedan no sujetas al IRPF cuando el período de generación sea superior a quince años.

NOTAS

(1) BOE del 28 de diciembre.

(2) Se trata de la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión en valores mobiliarios (OICVM) (J. O., n.º L, 375/3, de 31 de diciembre de 1985).

(3) BOE del 27 de diciembre.

(4) BOE del 3 de agosto.

(5) BOE del 29 de julio.

(6) BOE del 22 de diciembre.

(7) BOE del 5 de enero de 1991.

(8) BOE del 5 de enero de 1991.

(9) BOE del 28 de diciembre.

(10) BOE del 7 de junio.

(11) Desde 1985 hasta 1990, ambos inclusive. Se trata del período temporal que va desde la entrada en vigor de la Ley

46/1984, de 26 de diciembre, hasta el 1 de enero de 1991, fecha a partir de la cual resultan aplicables las mencionadas disposiciones adicionales de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

(12) Este precepto ha sido revalidado por la normativa presupuestaria para 1991, conservando, en sus términos generales, la redacción original.

(13) Hemos preferido transcribir el texto tal y como aparece en la disposición adicional vigesimosegunda de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

(14) Efectivamente, por lo que respecta a las sociedades de inversión mobiliaria, el apartado 4 del artículo 34 de la Ley 46/1984 dispone: «La exclusión de la negociación en Bolsa de Valores de los valores representativos del capital de las Sociedades a que se refiere el apartado anterior dará lugar a la pérdida del régimen fiscal especial que se entenderá referida a la fecha en que se produzca efectivamente dicha exclusión.»

(15) Domingo Carbajo Vasco, «El régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el sistema financiero*, n.º 32, Madrid, 1990.

(16) Piénsese, por ejemplo, en el caso de una entidad aseguradora que, de forma objetiva, cumpla con la regla que recoge la normativa citada para definir las sociedades de cartera y en la que, adicionalmente, una importante participación en su capital social pertenezca a otra entidad nacional o extranjera.

(17) A estos efectos, se considera como grupo familiar el constituido por personas unidas por vínculos de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad hasta el cuarto grado inclusive.

(18) El artículo 52, apartado uno, A), de la mencionada norma dispone: «Uno. Se imputarán, en todo caso, a los socios residentes y se integrarán en su correspondiente base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o, en su caso, del de Sociedades, las bases imponibles positivas obtenidas por las sociedades que se indican, aun cuando los resultados no hubieran sido objeto de distribución:

A) Las sociedades en que más de la mitad de su activo esté constituido por valores y las sociedades de mera tenencia de bienes, cuando en ellas se dé cualquiera de las circunstancias siguientes:

a) Que más del 50 por 100 del capital social pertenezca a un grupo familiar, entendiéndose a estos efectos, que éste está constituido por personas unidas por vínculos o parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad hasta el cuarto grado, inclusive.

b) Que más del 50 por 100 del capital social pertenezca a diez o menos socios.

A los efectos de este precepto serán sociedades de mera tenencia de bienes aquellas en que más de la mitad de su activo no esté afecto a actividades empresariales o profesionales, tal y como se definen éstas en el artículo 40 de esta Ley.

Para determinar si un elemento patrimonial se encuentra o no afecto a actividades empresariales o profesionales, se estará a lo dispuesto en el artículo 6 de esta Ley.

En particular, no se considerarán elementos afectos a actividades empresariales o profesionales los que figuren cedidos a personas o entidades vinculadas directa o indirectamente a la sociedad.

Tanto el valor del activo real como el de los elementos no afectos a actividades empresariales o profesionales será el que

se deduzca de la contabilidad, siempre que ésta refleje fielmente la verdadera situación patrimonial de la sociedad.

No se computarán como valores, a efectos de lo previsto en esta letra en relación con las sociedades en que más de la mitad de su activo esté constituido por valores, los siguientes:

— Los representativos de derechos sobre el capital de sociedades, que establezcan con éstas una vinculación duradera para complementar o desarrollar las actividades empresariales o profesionales de la sociedad.

— Los poseídos para dar cumplimiento a obligaciones legales y reglamentarias.

— Los que incorporen derechos de crédito nacidos de relaciones contractuales establecidas como consecuencia del desarrollo de actividades empresariales o profesionales.

— Los poseídos por Sociedades o Agencias de Valores como consecuencia del ejercicio de la actividad constitutiva de su objeto.»

Otras cuestiones, como son las relativas a las sociedades transparentes con socios no residentes y sociedades transparentes socias de otras sociedades transparentes, son objeto de regulación específica en los apartados cuarto y quinto, respectivamente, del citado artículo 52.

(19) Esta peculiaridad fue introducida por la Ley 48/1985, de 27 de diciembre, de Reforma Parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

(20) Se refiere a la deducción por doble imposición de dividendos aplicando el tipo del 100 por 100.

(21) El tipo del 13 por 100 resultaba de aplicar, al tipo de gravamen propio de las instituciones de inversión colectiva, el coeficiente del 100 por 100 a que hace referencia el artículo 24, apartado 2, de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

(22) Dependiendo del ejercicio que estemos analizando.

(23) En sus dos modalidades: fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.

(24) Se trata, siempre, de la deducción por doble imposición de dividendos que recogía la normativa del IRPF (art. 29 de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre), independientemente de que el participe en el fondo de inversión fuera persona física o jurídica.

(25) Puede comentarse, al respecto, la tributación en el IS de los fondos de pensiones. Por un lado, el artículo 30, apartado 1, de la Ley 8/1987, de 8 de junio, dispone que los fondos de pensiones «... estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades a un tipo de gravamen cero, teniendo, en consecuencia, derecho a la devolución de las retenciones que se les practiquen sobre los rendimientos del capital mobiliario...» En desarrollo de la anterior norma, el artículo 58 del Reglamento, aprobado por Real Decreto 1307/1988, de 30 de noviembre, precisa: «Los Fondos de Pensiones deberán cumplir las obligaciones formales exigibles en el Impuesto sobre Sociedades a los sujetos pasivos sometidos al régimen general.»

(26) Se trata de la deducción por doble imposición de dividendos en los términos antes comentados.

(27) Tipo de gravamen del 1 por 100.

(28) Salvo que la base imponible esté compuesta por intereses no sujetos a retención a cuenta e incrementos de patrimonio.

(29) Nuevamente ha de citarse el supuesto de los fondos de pensiones, que tributan a tipo cero, pero tienen derecho a la devolución de las cantidades retenidas.

(30) Tal retención deberá practicarse al tipo vigente en cada

momento. Como es bien sabido, desde julio de 1989 el tipo de las retenciones a cuenta sobre rendimientos del capital mobiliario es del 25 por 100, tal como establece el artículo 1 del Real Decreto-Ley 5/1989, de 7 de julio.

(31) Entendemos que dentro de esta categoría deberían quedar incluidos no sólo los rendimientos de naturaleza explícita, sino, adicionalmente, los rendimientos implícitos, tal y como quedan definidos en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, con las modificaciones incluidas en la disposición adicional 9.ª de la Ley 26/1988, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

(32) Un análisis en detalle de este concepto tributario se incluye en nuestro trabajo «La fiscalidad en las operaciones financieras», publicado en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el sistema financiero*, n.º 29. En este mismo sentido, nuestros trabajos «Régimen fiscal de los activos financieros» y «Aspectos fiscales de las operaciones con Deuda Pública», incluidos ambos en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el sistema financiero*, n.º 32.

(33) Con la excepción de los generados en transmisiones de bienes inmuebles situados en España.

(34) Esta cuestión es objeto de análisis en otro epígrafe de este trabajo.

(35) «Novedades en la fiscalidad financiera para 1991», *Revista Actualidad Tributaria*, n.º 9, febrero-marzo 1991.

(36) «Artículo 34. Sociedades de Inversión Mobiliaria.

1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyo capital social esté representado por valores no admitidos a negociación en Bolsa de Valores, tributarán por el Impuesto sobre Sociedades en la forma prevista por la legislación vigente.

2. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyos valores representativos del capital social están admitidos a negociación en Bolsa de Valores tendrán el siguiente régimen especial de tributación:

a) El tipo de gravamen será del 1 por 100.

b) No tendrán derecho a deducción alguna de la cuota.

c) Cuando el importe de las retenciones practicadas sobre los ingresos del sujeto pasivo supere la cuantía de la cuota calculada aplicando el tipo recogido en la letra a) anterior, la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.

d) Los dividendos que distribuyan estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes de países comunitarios distintos de España, pero no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

3. La constitución, transformación en otro tipo de Instituciones de Inversión Colectiva, aumento de capital y la fusión de sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, cuyo capital esté representado por valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, gozarán de una reducción del 95 por 100 en la base imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

4. La exclusión de la negociación en Bolsa de Valores de los valores representativos del capital de las Sociedades a que se refiere el apartado anterior, dará lugar a la pérdida del régimen fiscal especial que se entenderá referida a la fecha en que se produzca efectivamente dicha exclusión.»

(37) Todo ello sin tomar en consideración la nueva tributación del 1 por 100, vigente desde el 1 de enero de 1991, tal como dispone el artículo 34 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

APENDICE LEGISLATIVO

Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Orden de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, habilitándose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información, y normas contables de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias.

Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros reservados de instituciones de inversión colectiva.

Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre determinación de valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva.

LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. (1) (2) (BOE DE 27 DE DICIEMBRE)

La disposición transitoria cuarta de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de veintisiete de diciembre, del Impuesto de Sociedades obligó al Gobierno a remitir a las Cortes Generales un proyecto de Ley sobre Instituciones de Inversión Colectiva. Esta obligación, impuesta en una norma fiscal, tiene su fundamentación en consideraciones tanto de orden puramente fiscal como de orden estrictamente financiero.

En efecto, desde el punto de vista fiscal, la nueva regulación de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de las sociedades ha modificado el tradicional régimen fiscal de que gozaban las sociedades y fondos de inversión mobiliaria, planteando la necesidad de su adaptación a los principios que inspiran la reforma fiscal.

De otro lado, desde el punto de vista financiero, es de destacar que la legislación española hoy vigente en esta materia no responde a las exigencias de un sistema financiero moderno. Las normas relativas a los fondos de inversión mobiliaria y sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo no permiten una determinación suficientemente libre de las instituciones, estando su actuación coartada por una rígida regulación en aspectos accesorios de su funcionamiento, por lo que se tienen instituciones homogéneas y no diversas, como sería de desear. Asimismo, las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, previstas en el Decreto-ley siete/mil novecientos sesenta y cuatro, de treinta de abril, no han sido objeto de desarrollo porque los principios contenidos en su artículo sexto no convienen a un normal desenvolvimiento de su actividad y peculiaridades.

La reforma del sistema financiero ha perseguido y pretende una actuación libre de las instituciones en el mercado compatible con la seguridad de los inversores, a la vez que fomenta y facilita las relaciones de complementariedad entre los diversos mercados y activos financieros. Por ello, la actividad de las instituciones de inversión colectiva no se limita a los valores mobiliarios tradicionales, sino que se amplía a toda la gama de activos financieros que se negocian en mercados habituales, oficiales o reconocidos, estableciendo las normas adecuadas para que las instituciones puedan especializarse o adoptar objetivos y pautas de actuación compatibles con sus apreciaciones en orden a rentabilidad y riesgo.

Al mismo tiempo, al ampliarse las instituciones con las sociedades de capital variable, se abarca toda la gama de posibilidades de liquidez y gestión por parte de los inversores. Gestión propia, a través de los órganos propios, en las sociedades. Gestión de terceros, basada en la confianza, en los fondos. Liquidez a precio fijo, con cargo al propio patrimonio, en los fondos. Liquidez a precio variable, según el mercado, en las sociedades de capital variable; y, en ambos casos, sin que el patrimonio esté afecto directamente a la liquidez.

De otro lado, el principio de seguridad de los inversores exige el establecimiento de una normativa básica que haga posible la regulación de las instituciones de inversión colectiva no tipificadas en una fórmula concreta; de ahí que se prevea su sometimiento a las normas generales relativas a las instituciones reguladas en la Ley.

No puede, por último, ignorarse la existencia de un importante cuerpo jurídico elaborado en las legislaciones propias de los países europeos y cristalizada después en el derecho de la Comunidad Económica Europea. Tal derecho comunitario constituye un elemento de reflexión para el desarrollo de las propias normas en materia de regulación de las instituciones de inversión colectiva.

TITULO PRELIMINAR

Artículo primero.—*Ámbito de aplicación*

Uno. A los efectos de la presente Ley, serán consideradas como instituciones de inversión colectiva las reguladas en su articulado y aquellas que, cualquiera que sea su objeto, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad.

En ningún caso tendrán la consideración de instituciones de inversión colectiva los bancos, Cajas de Ahorro, cooperativas de crédito, entidades de financiación, de seguros y demás instituciones financieras sujetas a una regulación especial.

Dos. Las instituciones de inversión colectiva pueden ser de dos clases: de carácter financiero, que se caracterizan porque tienen como actividad principal la inversión o gestión de activos financieros, tales como dinero, valores mobiliarios, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito y cualesquiera otros valores mercantiles, y de carácter no financiero, que operan principalmente sobre activos de otra naturaleza.

TITULO PRIMERO

Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero

CAPITULO PRIMERO

Disposiciones comunes

Artículo segundo.—*Tipos de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero*

Uno. Son de carácter financiero las instituciones de inversión colectiva siguientes:

- a) Las sociedades de inversión mobiliaria.
- b) Los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- c) Las demás cuyo objeto principal sea la inversión o gestión de activos financieros, en las condiciones y

con los límites señalados en el número uno del artículo primero.

Dos. Las sociedades de inversión mobiliaria, de capital fijo o variable, son aquellas sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración, en general, y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades.

Los fondos de inversión mobiliaria son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, administrados por una sociedad gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y constituidos con el exclusivo objeto de tener la finalidad prevista en el párrafo precedente mediante la realización de las operaciones en él mencionadas, sin participación mayoritaria económica o política en ninguna sociedad.

Los fondos de inversión en activos del mercado monetario son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, administrados por una sociedad gestora a quien se atribuyen las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, constituidos con el exclusivo objeto de la adquisición, tenencia, disfrute, administración, en general, y enajenación de activos financieros a corto plazo del mercado monetario, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y tipos de rendimiento.

Artículo tercero.—*Domicilio*

Las Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en esta Ley, así como sus gestores y depositarios, deberán estar domiciliados en territorio español y tener en éste su administración central.

Artículo cuarto.—*Normas generales sobre las inversiones*

Uno. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva estarán sujetas a las limitaciones siguientes:

a) Ninguna Institución podrá tener invertido más de un 5 por 100 de su activo en acciones, participaciones, obligaciones o valores, en general, emitidos por otras Instituciones de Inversión Colectiva. No obstante, queda prohibida la inversión en dichos valores cuando su emisor sea una Sociedad de Inversión Mobiliaria perteneciente al mismo grupo que la Institución inversora o un Fondo de Inversión gestionado por una sociedad en la que concurre esta circunstancia.

b) Ninguna Institución podrá tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad más del 5 por 100 del activo de la Institución. Este límite queda ampliado al 10 por 100, siempre que el total de las inversiones de la Institución en valores en los que se supere el 5 por 100 no exceda del 40 por 100 del activo de la misma.

c) Ninguna Institución podrá tener invertido en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo más del 15 por 100 del activo de la Institución.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los valores en cuestión.

Dos. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva estarán, además, sujetas a las limitaciones siguientes:

a) Una misma Institución no podrá invertir en valores emitidos o avalados por una misma entidad por encima del 5 por 100 de los valores en circulación de esta última.

b) La suma de las inversiones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria pertenecientes a un mismo grupo y de los Fondos de Inversión gestionados por sociedades en las que se dé la misma circunstancia no podrá rebasar el 15 por 100 de los valores en circulación de una determinada entidad.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia los valores nominales.

Tres. Las limitaciones recogidas en el apartado b) del número uno serán del 35 por 100 cuando se trate de inversiones en valores emitidos o avalados por el Estado, Comunidades Autónomas y organismos internacionales de los que España sea miembro.

Quedan, no obstante, las Instituciones de Inversión Colectiva autorizadas a invertir hasta el 100 por 100 de su activo en los valores emitidos por los entes a los que este número se refiere, siempre que la inversión se diversifique en, al menos, seis emisiones diferentes, sin que los valores de una misma emisión puedan exceder del 30 por 100 del activo de la Institución.

Cuando se desee superar el límite fijado en el párrafo primero de este número, en el folleto y en toda publicación de promoción de la Institución deberá hacerse constar en forma bien visible esta circunstancia, especificando los emisores en cuyos valores tiene intención de invertir o tiene invertido más del 35 por 100 del activo de la Institución.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los valores en cuestión.

Cuatro. En los casos contemplados en los números anteriores, el Gobierno podrá establecer porcentajes máximos inferiores a los allí señalados, que podrán ser diferentes en función del volumen del capital social de los emisores. Reglamentariamente se determinarán los supuestos excepcionales en los que la superación de los límites previstos en los números citados, o de los que el Gobierno señale en lugar de los mismos, no tendrán la consideración del incumplimiento de las limitaciones de inversión, en tanto no transcurra el período de adaptación, no superior a un año, que se señale.

Cinco. A los efectos de esta Ley se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades en que

concurrir las condiciones previstas en el artículo cuarto de la Ley del Mercado de Valores.

Artículo quinto.—Publicidad de participaciones significativas

Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera, obtenga el reembolso o transmita acciones o participaciones de una determinada Institución de Inversión Colectiva y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito o de patrimonio, en su caso, que quede en su poder alcance o exceda de los porcentajes que reglamentariamente se establezcan, deberá informar, en las condiciones que se señalen, a la respectiva Sociedad de Inversión Mobiliaria o Gestora del Fondo, según proceda, y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, del porcentaje de capital o patrimonio que quede en su poder tras aquellas operaciones. Dichas entidades estarán obligadas a hacer pública tal información en la forma que reglamentariamente se fije. A fin de determinar la aplicación de dicha obligación, se entenderá que pertenecen a un mismo socio o partícipe todas aquellas acciones o participaciones que estén en poder del grupo, según definición del mismo contenida en el artículo cuarto de la Ley del Mercado de Valores, al que el socio o partícipe pertenezca o por cuenta del cual actúe.

Artículo sexto.—Operaciones con los administradores o gestores

Las personas o entidades que tengan encomendada la gestión y administración de instituciones de inversión colectiva no podrán comprar ni vender para sí mismas, ni directamente ni por persona interpuesta, sus inversiones financieras ni ningún otro elemento de sus activos.

Sin embargo, los administradores o consejeros de las sociedades de inversión mobiliaria y, en su caso, de sus gestores y de las sociedades gestoras de fondos, podrán adquirir para sí los activos financieros contratados en los mercados a que se refiere el artículo siguiente, siempre que el precio sea el de cotización oficial o, en su caso, el más ventajoso para la institución.

Las mismas normas se aplicarán a los administradores o consejeros de los depositarios.

En las instituciones que sean sociedades, la junta general podrá autorizar operaciones concretas de las contenidas en el párrafo primero.

Artículo séptimo.—Condición general de las operaciones sobre valores mobiliarios cotizados y otros activos financieros

Cuando se trate de valores u otros activos financieros admitidos a cotización oficial o con un mercado organizado de funcionamiento regular abierto al público o, al menos, a las instituciones financieras, las instituciones de inversión colectiva deberán efectuar sus transacciones en ellos y actuarán de tal modo que incidan de forma efectiva en los precios con la concurrencia de ofertas y demandas plurales, salvo que las operaciones se realicen en condiciones más favorables para las instituciones.

En todo caso, podrán concurrir a las subastas de deuda pública con peticiones de cualquier clase.

Artículo octavo.—Registro, autorización, información y denominación exclusiva

Uno. Toda Institución de Inversión Colectiva, para poder dar comienzo a su actividad, deberá obtener la previa autorización del proyecto de constitución por el Ministerio de Economía y Hacienda, constituirse como sociedad anónima o como fondo de inversión, según proceda, e inscribirse en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que corresponda a la Institución.

La autorización a que se refiere el párrafo anterior se otorgará previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y sólo podrá ser denegada por incumplimiento de los requisitos previstos en esta Ley y en las disposiciones que la desarrollen. La solicitud de autorización deberá ser resuelta mediante acuerdo motivado, dentro de los seis meses siguientes a su recepción o al momento en que se complete la documentación exigible y, en todo caso, dentro de los doce meses siguientes a su recepción.

Dos. En el Registro Mercantil se inscribirán, conforme al Código de Comercio, las escrituras de constitución de sociedades mercantiles que tengan la condición de institución de inversión colectiva o desempeñen funciones de gestores o depositarios y, asimismo, las escrituras de constitución de los fondos.

A cada fondo se abrirá una hoja de inscripción. Será primer asiento el correspondiente a la escritura de constitución y contendrá los extremos que ésta deba expresar. Se aplicarán las normas legales y reglamentarias que regulen el Registro Mercantil y los principios que inspiran la inscripción de sociedades mercantiles.

Tres. Los gestores y depositarios de las Instituciones de Inversión Colectiva adquirirán el carácter de tales mediante la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscripción en los correspondientes registros administrativos de la misma. La inscripción se realizará conforme a lo que disponga el Reglamento.

Serán requisitos indispensables para que las Instituciones de Inversión Colectiva y las Sociedades Gestoras obtengan y conserven la autorización y el derecho a inscripción en los Registros Administrativos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los siguientes:

- a) Que su objeto social se limite a las actividades que les atribuye la presente Ley y su constitución se ajuste a lo dispuesto en la misma y en su desarrollo reglamentario.
- b) Que dispongan del capital social o patrimonio mínimo que esta Ley establece y, posteriormente, de los niveles mínimos de recursos propios proporcionados al volumen de su actividad que reglamentariamente se determinen.
- c) Que ninguno de los miembros del consejo de administración de aquellas Instituciones que revistan la for-

ma de sociedades anónimas y de las gestoras haya sido condenado por sentencia firme o esté procesado por delitos de falsedad, contra la propiedad o contra la Hacienda Pública o esté inhabilitado para ejercer cargo de administración o dirección en entidades financieras, debiendo la mayoría de sus miembros contar con conocimientos y experiencias adecuados en materia de inversión mobiliaria y todos los miembros con una reconocida honorabilidad comercial o profesional.

Las modificaciones en el contrato constitutivo, en los Estatutos o en el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva quedarán sujetas a lo establecido en este número y en los dos anteriores, con las excepciones que reglamentariamente se establezcan.

La baja voluntaria en el Registro Administrativo de las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo requerirá el previo acuerdo al respecto de la junta general de accionistas, adoptado con la mayoría exigida para la modificación de sus estatutos. En cuanto a la baja voluntaria de las sociedades de capital variable en el Registro Administrativo de las mismas, cuando no sea consecuencia de un acuerdo de disolución, precisará la previa modificación de estatutos para su transformación en una sociedad de capital fijo.

Cuatro. Las instituciones de inversión colectiva deberán publicar en la forma que reglamentariamente se determine, para su difusión entre los socios, partícipes y público en general, un folleto, una memoria anual y cuatro informes trimestrales a fin de que sean públicamente conocidas todas las circunstancias cuya consideración pueda influir en la apreciación del valor del patrimonio, situación financiera, resultados y perspectivas de la institución, así como de su regularidad jurídica, financiera y económica.

Las sociedades gestoras de Fondos de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión de Activos del Mercado Monetario deberán hacer entrega a cada partícipe, con anterioridad a la suscripción de participaciones, de un ejemplar del folleto y de la última memoria anual e informe trimestral publicados. Asimismo, deberán las Gestoras remitir al domicilio indicado por el partícipe los sucesivos informes trimestrales y memorias anuales que publique con respecto al Fondo, con carácter gratuito para el partícipe y hasta que éste pierda la condición de tal.

El folleto contendrá los Estatutos o el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva, según proceda, y se ajustará a lo previsto en el artículo 26 de la Ley del Mercado de Valores, siendo registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el alcance previsto en el artículo ochenta y nueve de dicho texto legal. La Comisión mantendrá un registro de folletos informativos, memorias anuales e informes trimestrales de las Instituciones de Inversión Colectiva al que el público tendrá libre acceso.

La memoria anual contendrá, al menos, las especificaciones mínimas correspondientes a las de las sociedades o entidades cuyos títulos estén admitidos a cotiza-

ción oficial, adaptándose su contenido a las peculiaridades de las instituciones.

Los informes trimestrales comprenderán la información necesaria para actualizar el contenido de la memoria anual y, en especial, el relativo al activo de la institución, su financiación, ingresos y costes del período.

Cinco. Asimismo, las instituciones deberán facilitar la información que les sea requerida por la Administración al objeto de facilitar su control de conformidad con el artículo treinta y uno de esta Ley.

Seis. En todo caso, la información a que se refieren los números cuatro y cinco anteriores, así como la de los hechos relevantes para la institución, que se publicarán de forma inmediata, serán verificadas por los expertos en la forma establecida en el artículo treinta y uno de esta Ley.

Para su conocimiento y efectos, la información a que se refieren los números citados se depositará, con carácter previo, en el Ministerio de Economía y Hacienda.

Siete. Las denominaciones «Institución de inversión colectiva», «Sociedad de inversión», «Sociedad de inversión mobiliaria», «Fondo de inversión», «Fondo de inversión mobiliaria», «Fondo de inversión en activos del mercado monetario» o «Fondo de dinero» y «Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva», así como sus siglas respectivas, serán privativas de las instituciones inscritas en los registros correspondientes.

CAPITULO II

Sociedades y fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario

SECCIÓN PRIMERA

Disposiciones generales

Artículo noveno.—*Capital o patrimonio y número de accionistas o partícipes*

Uno. El capital social de las Sociedades de Inversión Mobiliaria estará representado por acciones nominativas, que tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos.

Las participaciones en fondos de inversión tendrán iguales características y podrán representarse en certificados nominativos sin valor nominal o de otra manera en que conste de modo cierto la titularidad del partícipe o en la forma que reglamentariamente se determine.

Los capitales mínimos y patrimonios de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria no podrán ser inferiores a los que reglamentariamente se establezcan.

Cuando los títulos de dichas instituciones hayan sido admitidos a cotización oficial, el capital y patrimonio mínimos fijados no sufrirán alteración alguna, aunque con posterioridad se señalen otros superiores para que los títulos de las referidas instituciones puedan ser admitidos a cotización oficial en Bolsa.

Las aportaciones para la constitución del capital o patrimonio se realizarán exclusivamente en dinero, valores mobiliarios admitidos a cotización oficial o en los demás activos financieros aptos para cubrir sus coeficientes de inversión y liquidez.

Dos. El número de accionistas de las sociedades de inversión mobiliaria no podrá ser inferior al que sea necesario para la admisión y permanencia de las acciones en cotización oficial. Igual límite mínimo regirá para los partícipes en los fondos de inversión.

Tres. Cuando por circunstancias del mercado, o por el obligado cumplimiento de esta Ley, o de las prescripciones de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, el patrimonio o el capital de las instituciones de inversión colectiva, o el número de sus accionistas o partícipes, descendieren de los mínimos establecidos en este artículo, dichas instituciones gozarán del plazo de un año durante el cual podrán continuar operando como tales. Dentro de dicho plazo deberán, bien llevar a efecto la reconstitución del capital o del patrimonio y del número de accionistas o partícipes, bien decidir su disolución, o bien acordar la exclusión del registro administrativo correspondiente, con las consiguientes modificaciones estatutarias y de su actividad. Transcurrido dicho plazo se cancelará la inscripción en los registros especiales de las instituciones de inversión colectiva, si dicha inscripción subsistiere, salvo que se hubiere consolidado por reconstitución patrimonial o personal.

Artículo diez.—*Inversión mínima y liquidez. Depósito y pignoración*

Uno. Estas instituciones de inversión colectiva tendrán, al menos, el 90 por 100 de su activo, invertido, en las proporciones que se establezcan reglamentariamente, en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en Bolsa y otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular o que, por su vencimiento a corto plazo y por las garantías de su realización, puedan asimilarse a efectivo. La inversión en valores mobiliarios y otros activos financieros extranjeros se regulará por las normas especiales y se computará dentro del indicado porcentaje.

Dos. El Reglamento de esta Ley establecerá en relación con las sociedades de capital variable, fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario, los coeficientes de liquidez que deban mantener, así como su cobertura. En todo caso, el activo no sujeto al coeficiente establecido en esta Ley estará invertido en bienes, valores o derechos adecuados al cumplimiento del fin propio de estas instituciones, que en las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo podrá comprender valores no cotizados, si así figura en sus Estatutos.

Tres. Los valores u otros activos que integren la cartera no podrán pignorar ni constituir garantía de ninguna clase y, en su caso, deberán estar depositados bajo la custodia de los depositarios regulados en la presente Ley. No obstante, podrán ser objeto de operaciones de

opción o préstamo bursátiles con las cautelas que se establezcan reglamentariamente.

Artículo once.—*Obligaciones frente a terceros*

Uno. Las obligaciones frente a terceros no podrán exceder del 20 por 100 del activo. No se tendrán en cuenta, a estos efectos, los débitos contraídos en la compra de activos financieros en el período de liquidación de la operación, pero sí los precedentes de operaciones bursátiles financiadas mediante créditos.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, las Instituciones de capital o patrimonio variable no podrán endeudarse más allá del 10 por 100 de su activo y siempre que el endeudamiento tenga por objeto resolver dificultades transitorias de tesorería por un plazo no superior al que se establezca reglamentariamente, lo que deberá ser hecho público de acuerdo con lo previsto en el artículo octavo.

Dos. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y los Fondos de Inversión Mobiliaria no podrán recibir fondos del público en formas de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo no podrán recibir fondos del público en las formas expresadas, por plazo indeterminado o por plazo inferior al que se determine por el Ministro de Economía y Hacienda.

SECCIÓN SEGUNDA

Sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo

Artículo doce.—*Principios generales*

Uno. En la denominación de la sociedad deberá figurar necesariamente la indicación de Sociedad de inversión mobiliaria, siendo sus siglas «SIM».

Dos. Las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo se regirán por lo establecido en esta Ley, en lo no previsto en ella, por la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Tres. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores y promotores, reguladas en los artículos doce y treinta de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Cuatro. La gestión de los activos se realizará por los órganos de la sociedad. Si los Estatutos sociales contuviesen previsión al efecto, la Junta general podrá acordar que la gestión de los activos de la sociedad se encomiende a un tercero, en quien concurra la cualidad de gestor, conforme a las disposiciones de esta Ley. Este acuerdo deberá ser inscrito en el Registro Mercantil y en el registro especial correspondiente.

Artículo trece.—*Comisión de Control de Gestión y Auditoría*

Uno. Las cuentas anuales y el informe de gestión de las Sociedades de Inversión Mobiliaria deberán ser objeto de auditoría de cuentas, siéndoles de aplicación lo

previsto en el artículo veintisiete de la Ley de Mercado de Valores.

La Comisión mantendrá, con el carácter de registro oficial al que el público tendrá libre acceso, un registro de auditorías de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Dos. Los Estatutos de las Sociedades preverán la existencia, normas de constitución y funcionamiento de una Comisión de Control de Gestión y Auditoría, formada por un número par de accionistas no presentes en el Consejo de Administración, elegidos por la Junta general, de modo que se garantice la presencia de los intereses minoritarios en la forma que establezca el Reglamento de esta Ley. Sus funciones principales serán procurar el conocimiento de la situación económico-financiera por todos los accionistas y el nombramiento, por mayoría, de los auditores que vayan a intervenir en la verificación de las cuentas, teniendo la facultad de requerir al Consejo de Administración la convocatoria de la Junta general en los términos previstos en el artículo cincuenta y seis de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, bien lo acuerden por mayoría, bien por unanimidad.

Reglamentariamente se determinarán las normas generales mínimas relativas a su constitución, funcionamiento y funciones.

Tres. A estas sociedades no les serán de aplicación los artículos ciento ocho, ciento nueve y ciento diez de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Artículo catorce.—*Balance, cuenta de resultados y distribución*

Uno. Los administradores de la sociedad están obligados a formular, en los tres primeros meses de cada ejercicio, el balance, con la cuenta de pérdidas y ganancias, la propuesta de distribución de resultados y el informe de gestión. El ejercicio social termina el 31 de diciembre de cada año.

Dos. La determinación de los resultados se hará en la forma prevista en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad, en lo que no se opongan a la presente Ley. Cuando los mismos procedan de la venta de los activos financieros a que se refiere el artículo séptimo de esta Ley, el valor o precio de coste de los vendidos podrá ser calculado según los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas, manteniéndose el criterio de imputación elegido a lo largo de, por lo menos, tres ejercicios completos.

Los activos financieros figurarán en el balance a precio no superior a la cotización media del último mes del ejercicio, y los que puedan asimilarse a efectivo, según el artículo diez, a un precio no superior a su valor según los criterios que se establezcan reglamentariamente.

Tres. Los resultados del ejercicio determinados con arreglo a los números anteriores se distribuirán conforme a lo dispuesto en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas y en los Estatutos de las sociedades, pero en ninguna forma podrán distribirse las plus-

valías no realizadas. A estos efectos no supone distribución de resultados la entrega de acciones liberadas con cargo a los mismos, sin perjuicio del régimen fiscal correspondiente.

SECCIÓN TERCERA

Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable

Artículo quince.—*Características básicas*

Uno. Son sociedades de inversión mobiliaria de capital variable aquellas cuyo capital correspondiente a las acciones en circulación es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital estatutario máximo y del inicial fijado, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones en los términos establecidos en el artículo siguiente, sin necesidad de acuerdo de la Junta general.

Dos. Estas sociedades deberán adoptar necesariamente forma anónima y se regirán por lo establecido en esta sección, aplicándoseles en lo no previsto las normas relativas a las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo y, en su defecto, la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Tres. En la escritura de constitución de la sociedad y en sus Estatutos, además de los requisitos establecidos en el artículo once de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas y los que resulten de esta Ley, se expresarán:

- a) La denominación de la sociedad, en la que deberá figurar necesariamente la indicación de sociedad de inversión mobiliaria de capital variable, en siglas, «SIM-CAV».
- b) El objeto social, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo segundo de esta Ley.
- c) El capital inicial, que no podrá ser inferior al mínimo establecido en el artículo noveno de esta Ley.
- d) El capital estatutario máximo, expresando el número de acciones en que esté dividido y el valor nominal de las mismas.
- e) El compromiso de cumplir cuantos requisitos le sean exigidos para la admisión y permanencia de sus acciones en la cotización oficial.
- f) La designación de un depositario autorizado.

Cuatro. El capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de la constitución de la sociedad. El capital estatutario máximo no podrá superar en más de diez veces el capital inicial.

Cinco. Sólo funcionarán como sociedades de capital variable mientras permanezcan inscritas en el registro administrativo correspondiente y sus acciones estén admitidas con efectos plenos en la cotización oficial.

Seis. Las acciones representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas o las que poste-

riormente haya adquirido la sociedad se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores en la forma que se establece en el artículo dieciséis; las acciones en cartera deberán estar en poder del depositario.

Siete. El título de la acción deberá expresar necesariamente, además de los requisitos del artículo cuarenta y tres de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, el capital inicial y el capital estatutario máximo.

Ocho. El ejercicio de los derechos incorporados a las acciones en cartera quedará en suspenso hasta que éstas hayan sido suscritas y desembolsadas.

Nueve. No se podrán emitir obligaciones o títulos similares, salvo lo establecido en el artículo once, uno, de esta Ley. En ningún caso podrán ser convertibles en acciones.

Diez. La disminución del capital inicial y el aumento o disminución del estatutario máximo deberán acordarse por la Junta general, con los requisitos establecidos por la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Once. Los accionistas no gozarán del derecho preferente de suscripción en la emisión o puesta en circulación de las nuevas acciones, incluso en las creadas en el supuesto de aumento del capital estatutario máximo. Las acciones deberán ponerse en circulación conforme a lo dispuesto en el artículo siguiente.

Artículo dieciséis.—*Requisitos de funcionamiento*

Uno. La sociedad comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en las Bolsas o Bolsines Oficiales de Comercio, bien en la contratación normal, bien mediante ofertas públicas de adquisición o subastas bursátiles. Ambas modalidades operativas tendrán lugar siempre que el precio de la adquisición o venta de sus acciones sea respectivamente inferior o superior a su valor teórico determinado, conforme se dispone en este artículo.

Cuando la diferencia entre dicho valor teórico y la cotización oficial sea superior al 5 por 100 de aquél, la sociedad deberá intervenir necesariamente comprando o vendiendo sus acciones según la cotización de las mismas sea inferior o superior a su precio teórico según balance. Para asegurar la efectividad de esta característica esencial de su funcionamiento, el Gobierno podrá establecer, según la coyuntura bursátil, la obligación de intervenir en el mercado con diferencias distintas a la citada del 5 por 100.

A los efectos de lo establecido en este número, la sociedad podrá poner en circulación acciones a precio inferior a su valor nominal y no les será aplicable el artículo cuarenta y siete de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Dos. El valor teórico de la acción es el que resulta de dividir el valor del patrimonio de la sociedad por el número de acciones en circulación. A estos efectos, los activos financieros de la sociedad se valorarán al precio

bursátil del día anterior o su equivalente. Reglamentariamente se determinarán los criterios para la valoración de los activos financieros no contratados en los mercados mencionados en el artículo séptimo, así como los criterios de periodificación de las valoraciones del resto de los activos.

Tres. Los resultados que sean imputables a la adquisición y venta de sus propias acciones sólo podrán repartirse cuando el patrimonio, valorado de conformidad con el número anterior, sea superior al capital social desembolsado.

Cuatro. La sociedad deberá reducir obligatoriamente el capital desembolsado, reduciendo el valor nominal de sus acciones en circulación, cuando el patrimonio social hubiere disminuido por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital suscrito, siempre que haya transcurrido un año sin que se haya recuperado el patrimonio. En igual proporción se reducirá el valor nominal de las acciones en cartera.

Cinco. Si, por cualquier causa, resultaren las acciones excluidas de cotización en Bolsa, bien por voluntad de la sociedad o por decisión de una junta Sindical, la sociedad garantizará al accionista que pretenda realizar sus acciones el reintegro del valor teórico de éstas correspondiente al último mes de cotización a través del mecanismo de una oferta pública dirigida a todos los accionistas.

SECCIÓN CUARTA

Fondos de inversión mobiliaria

Artículo diecisiete.—*Constitución, garantía y responsabilidad*

Uno. El fondo se constituirá mediante la efectiva puesta en común de los bienes que integren su patrimonio.

El contrato deberá formalizarse en escritura pública, en la que necesariamente se expresará:

- a) La denominación del fondo, que deberá ir seguida, en todo caso, de la expresión «fondo de inversión mobiliaria», en siglas, «FIM».
- b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo segundo de esta Ley.
- c) El patrimonio del fondo en el momento de su constitución.
- d) El nombre y domicilio de la sociedad gestora y del depositario.
- e) El Reglamento de gestión del fondo, con las especificaciones mínimas que se establezcan reglamentariamente, entre ellas, necesariamente:
 - El plazo de duración del fondo, que podrá ser ilimitado.
 - La política de inversiones.

— Características de los certificados representativos de las participaciones y procedimiento de emisión y reembolso.

— Normas para la dirección, administración y representación del fondo.

— Determinación de resultados y su distribución.

— Requisitos para la modificación del contrato y del Reglamento de Gestión, sustitución de la sociedad gestora y depositario y conversión del fondo en sociedad.

— Normas para la disolución y liquidación del fondo.

Toda modificación del Reglamento aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a petición de la gestora deberá ser comunicada por ésta de forma inmediata a los partícipes, quienes, cuando afecte a la política de inversiones, determinación de resultados y su distribución, requisitos para la modificación del contrato o del Reglamento de Gestión, sustitución de la entidad gestora o depositaria, conversión del fondo en sociedad, establecimiento o modificación de las comisiones de gestión, de reembolso o de depósito de valores, podrán optar, en el plazo de un mes a partir de la notificación, por el reembolso de sus participaciones, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo, determinado conforme al número del artículo veinte, que corresponda a la fecha del acuerdo de la citada Comisión. Este mismo deber de información por parte de las entidades gestoras y de derecho de los partícipes regirá para el establecimiento y elevación de la comisión de reembolso, aunque no suponga modificación del Reglamento, si bien en este supuesto el valor liquidativo será el correspondiente a la fecha de entrada en vigor de la decisión adoptada por la sociedad gestora.

Dos. La escritura de constitución del fondo será otorgada por la sociedad gestora y por el depositario y se inscribirá en el Registro Mercantil y en el Registro Especial Administrativo en la forma que establece el artículo octavo de esta Ley.

Tres. La sociedad gestora y el depositario podrán ser autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda, antes de la constitución del fondo, y en la forma en que reglamentariamente se determine, para llevar a cabo una suscripción pública de participaciones.

La captación pública de recursos se realizará con los requisitos necesarios para asegurar los intereses de los suscriptores, futuros partícipes, debiéndose depositar el importe de las suscripciones en cuenta especial a nombre de los aportantes, abierta en la entidad depositaria.

Transcurrido un año desde la autorización sin que el fondo se haya constituido, se procederá a la devolución a sus titulares de los depósitos existentes con sus rendimientos.

En el procedimiento de suscripción pública de participaciones, la sociedad gestora y el depositario responderán frente a los partícipes y terceros en la forma establecida en los artículos veintiocho y veintinueve de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Cuatro. Los acreedores del fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus aportaciones.

El patrimonio del fondo no responderá por las deudas de los partícipes, gestores o depositarios.

Artículo dieciocho.—*Inversión del patrimonio*

Los fondos de Inversión Mobiliaria tendrán invertido, al menos, el 80 por 100 de su activo en valores de renta fija o variable admitidos a negociación en una Bolsa de Valores o, en los términos que autorice la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en otros mercados organizados y de funcionamiento regular.

El resto de sus recursos estará invertido en activos financieros y efectivo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo diez de esta Ley.

Artículo diecinueve.—*Administración*

La dirección y administración de los fondos de inversión mobiliaria se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de Gestión de cada fondo, debiendo recaer necesariamente en las sociedades gestoras reguladas en esta Ley.

En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la entidad gestora con terceros en el ejercicio de las atribuciones que les correspondan, conforme al artículo segundo de esta Ley.

La custodia de sus valores mobiliarios, activos financieros y efectivo deberá estar encomendada a los depositarios a que se refiere el artículo veintiocho de esta Ley.

Artículo veinte.—*Emisión y reembolso de participaciones*

Uno. El patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones, de iguales características, que confieren a su partícipes, en unión de los demás partícipes, un derecho de propiedad sobre el Fondo. Dichas participaciones, que serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables.

Dos. El valor de cada participación será el que resulte de dividir el patrimonio del fondo, valorado en la forma prevista en el artículo veintiuno, por el número de participantes en circulación.

Tres. El número de participaciones no estará limitado, y aumentará o disminuirá a medida que aumente o disminuya el fondo en virtud de la suscripción o reembolso de las participaciones.

Cuatro. La gestora estará obligada a emitir y reembolsar participaciones en el fondo a solicitud de cualquier interesado, con los límites y en la forma y condiciones que se establezcan reglamentariamente.

El Ministerio de Economía y Hacienda podrá suspender temporalmente, incluso a petición de la sociedad gestora, la suscripción o el reembolso de participaciones cuando no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor.

Cinco. La suscripción y reembolso de las participa-

ciones se harán por su precio, que se fijará diariamente mediante la resta y suma al valor determinado, conforme al número dos de este artículo, de los descuentos reglamentariamente autorizados a favor del fondo y las comisiones de la gestora que el Reglamento de Gestión del fondo determine.

Seis. Las participaciones en el fondo estarán representadas por certificados, que podrán ser emitidos de forma individualizada, o bien mediante oferta pública, y serán adquiridos o reembolsados por cuenta del mismo con cargo a sus propios activos.

Artículo veintiuno.—Valoración del patrimonio, distribución de resultados

Uno. El valor del patrimonio del fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos las cuentas acreedoras. Los activos se valorarán a los cambios del último día bursátil anterior a aquel a que se refiere la valoración o del equivalente para otros activos financieros. No obstante, al solo efecto de determinar el precio de las participaciones, podrán valorarse al del mismo día o siguiente bursátil o equivalente, si así está previsto en el Reglamento de Gestión del fondo.

Dos. Los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los rendimientos obtenidos por el fondo la comisión de la gestora y los demás gastos previstos en el Reglamento de cada fondo, entre los que se incluyen los gastos de custodia y auditoría. A estos efectos, el valor o precio de coste de los activos vendidos podrá ser calculado según los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas, manteniéndose el criterio de imputación elegido a lo largo de, por lo menos, tres ejercicios completos.

Los períodos de su determinación, así como su distribución, se ajustarán a lo previsto en el Reglamento de Gestión del fondo en lo que no se oponga a las normas que se dicten en el desarrollo de esta Ley.

Tres. No podrán distribuirse en ninguna forma las plusvalías no realizadas. A estos efectos no constituye distribución de resultados la entrega gratuita de participaciones en el fondo.

Artículo veintidós.—Comisiones

Las sociedades gestoras podrán percibir de los fondos una comisión de gestión como remuneración a sus servicios. Esta comisión se fijará en el Reglamento de Gestión de cada fondo en función del patrimonio de los rendimientos del mismo o de ambas variables y no podrá exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes establezca el Reglamento de esta Ley, que asimismo fijará el importe máximo global de gastos y comisiones que los gestores y depositarios puedan percibir en las operaciones de suscripción, reembolso y depósito de títulos.

Artículo veintitrés.—Disolución y liquidación

El fondo quedará disuelto, abriéndose el período de liquidación, por el vencimiento del término señalado en el contrato, por acuerdo de la sociedad gestora y el

depositario, cuando el fondo fue constituido por tiempo indefinido, como consecuencia del incumplimiento de los preceptos de esta Ley, cuando así esté dispuesto, y por las causas que se establezcan en su Reglamento de Gestión.

La liquidación del fondo se realizará por la sociedad gestora con el concurso del depositario y previo el cumplimiento de los requisitos de publicidad y garantías que el Reglamento de esta Ley establezca.

SECCIÓN QUINTA

Fondos de inversión en activos del mercado monetario

Artículo veinticuatro.—Legislación aplicable y denominación exclusiva

Uno. Los fondos de inversión en activos del mercado monetario se regirán por las disposiciones establecidas en esta sección y, en su defecto, por las mismas normas que los fondos de inversión mobiliaria.

Dos. Su denominación deberá ir seguida, en todo caso, de la expresión «fondos de inversión en activos del mercado monetario», siendo sus siglas «FIAMM».

Artículo veinticinco.—Inversión del patrimonio

El patrimonio de estos Fondos estará invertido en valores de renta fija admitidos a negociación de una Bolsa de Valores o, en los términos que autorice la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en valores de renta fija admitidos a negociación en otros mercados organizados y de funcionamiento regular y en instrumentos financieros que, por su vencimiento a corto plazo y por las garantías de su realización, gocen de una elevada liquidez.

No podrán formar parte del patrimonio de estos fondos, acciones, obligaciones convertibles o que otorguen derecho a participar en ampliaciones de capital ni activos con plazos pendientes de amortización o reembolso superior al que reglamentariamente se establezca.

Artículo veintiséis.—Valoración del patrimonio e imputación de resultados

Uno. El valor del patrimonio del fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos las cuentas acreedoras. Los activos se estimarán utilizando los criterios de valor de amortización y precio de mercado, en la forma que reglamentariamente se determine, habida cuenta del plazo de amortización y sus características intrínsecas.

Dos. Diariamente la sociedad gestora determinará el valor del patrimonio del fondo y de las participaciones, conforme a lo establecido en el apartado anterior. La comisión de gestión se devengará diariamente y no podrá exceder de los límites que reglamentariamente se establezcan.

CAPITULO III

Gestores y depositarios de instituciones de inversión colectiva

Artículo veintisiete.—*Requisitos de los gestores y depositarios*

Uno. Los gestores de instituciones de inversión colectiva deberán ser sociedades anónimas que reunirán los siguientes requisitos:

a) Dispondrán en el momento de su inscripción en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del capital social mínimo que reglamentariamente se establezca, desembolsado en la proporción exigida, y, posteriormente, de los niveles mínimos de recursos propios, proporcionados al valor real de los patrimonios que administren.

Los recursos propios que excedan de los mínimos anteriores podrán ser invertidos libremente. Sólo podrán acudir al crédito para financiar activos de libre disposición y con un límite máximo del 20 por 100 del patrimonio. En ningún caso podrán emitir obligaciones, pagarés ni efectos, ni dar en garantía o pignorar los activos en que se materialicen los recursos propios mínimos a que se refiere el párrafo anterior.

Lo dispuesto en este apartado no será de aplicación a los gestores de activos a que se refiere el artículo doce, cuatro, de esta Ley.

b) Las acciones serán nominativas.

c) Tendrán como objeto social exclusivo la administración y representación de las Instituciones de Inversión Colectiva.

d) Entre sus órganos de gobierno figurará un Consejo de Administración.

Dos. Reglamentariamente se determinarán las condiciones en que pueda contratarse con entidades domiciliadas fuera del territorio nacional la administración de los activos extranjeros, adquiridos conforme a la legislación de control de cambios.

Tres. Podrán ser depositarios los Bancos, Cajas de Ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro, la Caja Postal y las Sociedades y Agencias de Valores.

Ninguna entidad podrá ser depositaria de fondos de inversión mobiliaria gestionados por una sociedad perteneciente al mismo grupo, ni de sociedades de inversión mobiliaria en las que se dé la misma circunstancia. Salvo cuando cumplan las normas de separación entre ambas que se establezcan reglamentariamente. El depositario es responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tiene encomendada.

Reglamentariamente se determinarán las condiciones que habrán de regular el ejercicio de la función de custodia.

Cuatro. Cada institución de inversión colectiva tendrá un solo depositario. Nadie podrá ser simultáneamente gestor y depositario de una misma institución de inversión colectiva, salvo en los supuestos en que, con carácter provisional, se admita esta posibilidad en desarrollo de los artículos veintiocho y treinta y dos de esta Ley.

Artículo veintiocho.—*Sustitución de gestores y depositarios*

Uno. La sociedad gestora y el depositario podrán solicitar su sustitución como tales, cuando así lo estimen pertinente, mediante escrito presentado al Ministerio de Economía y Hacienda por ambos y la nueva Sociedad gestora o nuevo depositario que se declaren dispuestos a aceptar tales funciones, interesando la correspondiente autorización. En ningún caso podrán la Sociedad gestora y el depositario renunciar al ejercicio de sus funciones mientras no se hayan cumplido los requisitos y trámites para la designación de sus sustitutos.

Dos. El procedimiento concursal de la Sociedad gestora o del depositario no produce de derecho la disolución de la institución de inversión colectiva administrada o custodiada, pero aquéllos cesarán en la gestión o custodia del fondo, iniciándose los trámites para la sustitución de la gestora o del depositario en la forma que se fije reglamentariamente.

Tres. La sustitución de la Sociedad gestora o del Depositario de Fondos de Inversión Mobiliaria, así como los cambios que se produzcan en el control de la primera, conferirán a los partícipes un derecho al reembolso de sus participaciones sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, al valor liquidativo determinado conforme al número dos del artículo veinte, correspondiente a la fecha en que tuvo lugar la citada sustitución, siempre que este derecho se ejercite dentro del plazo de un mes siguiente a la fecha en que sean notificados de las sustituciones y cambios de control que hayan tenido lugar. A tal efecto, la sustitución y cambio referidos deberán ser comunicados a los partícipes con la publicidad y en el plazo que establezca el Reglamento de esta Ley.

Artículo veintinueve.—*Obligaciones y responsabilidades*

Uno. Las Sociedades gestoras y los depositarios actuarán, en interés de los partícipes, en las inversiones y patrimonios que administren o custodien. Los depositarios ejercerán, además, la función de vigilancia y garantía ante los partícipes y accionistas, en los términos establecidos en esta Ley, velando para que la gestión realizada por las Sociedades gestoras e instituciones de inversión colectiva se ajuste a las disposiciones legales y reglamentarias.

Dos. Las Sociedades gestoras y los depositarios serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento de sus respectivas obligaciones legales y reglamentarias. La Sociedad gestora y el depositario están obligados a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes en la inversión o patrimonio administrados.

En el caso de que sea el Depositario el responsable de los perjuicios, la responsabilidad podrá ser reclamada por los partícipes, bien en forma directa, bien indirectamente a través de la Sociedad gestora.

CAPITULO IV

Otras instituciones de inversión colectiva de carácter financiero

Artículo treinta.—*Legislación aplicable*

Las instituciones de inversión colectiva financiera no tipificadas en esta Ley en las que concurran las circunstancias definitorias del artículo primero quedarán sujetas a lo dispuesto en los capítulos I y V, así como en los artículos diez y once de la misma, extendiéndose a todos sus activos la obligación de depósito establecida en el número tres de dicho artículo diez.

CAPITULO V

Inspección, régimen sancionador y medidas de intervención y de constitución

Artículo treinta y uno.—*Verificación contable e inspección*

Uno. La revisión y verificación de los documentos contables de las Instituciones de Inversión Colectiva se realizarán de acuerdo con lo previsto en las normas reguladoras de la Auditoría de Cuentas. Esta auditoría deberá extenderse a los documentos previstos en la normativa de tales Instituciones en la forma que reglamentariamente se señale.

La fijación reglamentaria de los requisitos de independencia tendrá en cuenta el porcentaje máximo de ingreso que el experto puede percibir de una sola firma; la prohibición de tenencia de acciones o participaciones de las instituciones y cuantas circunstancias puedan suponer dependencia directa o indirecta de las mismas o de entidades y sociedades relacionadas con las instituciones. En todo caso, los expertos harán constar en su auditoría que no se dan en ellos circunstancias que, según las leyes y su propio juicio, supongan relación de dependencia.

La cuantía de las garantías depositadas, así como los avales o seguro de responsabilidad exigible, estarán en relación con la que se pueda derivar de su actuación.

Dos. Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda la inspección de las instituciones reguladas en esta Ley y la vigilancia del cumplimiento de las obligaciones en ella establecidas, en cuanto no estén expresamente atribuidas a otros Departamentos u Organismos.

Artículo treinta y dos.—*Infracciones y sanciones*

Uno. Las infracciones se clasifican, de acuerdo con su respectiva trascendencia, en tres categorías: leves, graves y muy graves. La reincidencia en una misma infracción, dentro de un período de tres ejercicios, deter-

minará que se califique con arreglo a la categoría inmediata superior. No obstante, en las infracciones leves sólo se entenderá que hay reincidencia cuando la misma infracción se cometa tres veces en un mismo ejercicio o seis veces dentro del período de tres ejercicios.

Dos. Son infracciones leves los hechos que impliquen meros retrasos en el cumplimiento de obligaciones de carácter formal o incumplimiento de escasa trascendencia de normas de carácter sustantivo, siempre que no lesionen, o lo hicieren levemente, los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta consideración:

a) La remisión, fuera de los plazos fijados reglamentariamente, de la información que las Instituciones y sus gestores han de rendir, de acuerdo con lo preceptuado en el artículo octavo de esta Ley.

b) La demora en la publicación de la información que, de conformidad con el mismo artículo, han de difundir entre los socios, partícipes y público en general.

c) La llevanza de la contabilidad, de acuerdo con criterios distintos de los expresados en los artículos catorce, veintiuno y veintiséis de esta Ley.

d) El exceso de inversión sobre los coeficientes establecidos en el artículo cuarto, siempre que tenga carácter transitorio y no exceda del veinte por ciento de los límites legales.

e) La negligencia leve en el desempeño de las funciones de auditoría.

f) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en esta Ley, en la de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, en disposiciones reglamentarias o en los estatutos o reglamentos de gestión de las instituciones, siempre que, por su naturaleza, no deba calificarse como infracción grave o muy grave.

Tres. Son infracciones graves aquellas que signifiquen incumplimiento de obligaciones formales o de normas de carácter sustantivo cuando la acción u omisión ponga en peligro cierto y grave o lesione gravemente los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta consideración:

a) La falta de remisión de la información a que se refiere el artículo octavo de esta Ley.

b) La falta de publicación de la información a los socios partícipes y público prevista en el mismo precepto.

c) El exceso de inversión sobre los coeficientes del artículo cuarto cuando la infracción no deba calificarse como leve.

d) El exceso en las limitaciones impuestas en el artículo once a las obligaciones frente a terceros.

e) El incumplimiento de la obligación de depósito establecida en el artículo diez.

f) El cobro de comisiones de gestión con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos en esta

Ley, en sus disposiciones reglamentarias y en los estatutos o reglamentos de las instituciones.

g) El incumplimiento de lo preceptuado en el artículo cuarto, cinco.

h) El incumplimiento del coeficiente de inversión mínimo de los artículos diez y dieciocho cuando la falta de inversión tenga carácter transitorio y no supere el veinte por ciento del mismo.

i) La negligencia grave en el ejercicio de las funciones de auditoría.

j) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en esta Ley, en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, en las disposiciones reglamentarias o en los estatutos o reglamentos de las instituciones que, por su naturaleza, no deba calificarse como infracción leve o muy grave.

Cuatro. Son infracciones muy graves las acciones u omisiones, cualquiera que sea su naturaleza, que, quebrantando la legislación, pongan en gravísimo peligro o lesionen muy gravemente los intereses de los accionistas, partícipes y terceros o desvirtúen el objeto de las instituciones. Tienen esta consideración:

a) La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar, de conformidad con esta Ley.

b) La inversión, en cualesquiera activos distintos de los autorizados legalmente.

c) El incumplimiento de la obligación de verificación contable establecida en el artículo treinta y dos.

d) El incumplimiento de la prohibición de pignoración impuesta en el artículo diez, tres, y la realización de operaciones de opción o préstamo bursátiles con infracción de las cautelas fijadas reglamentariamente.

e) El incumplimiento del coeficiente de inversión mínima de los artículos diez y dieciocho cuando no deba calificarse como infracción grave.

f) La adquisición de acciones propias en las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, salvo lo previsto en el artículo cuarenta y siete de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

g) La compraventa de las propias acciones en las sociedades de capital variable y la emisión y reembolso de participaciones con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos por esta Ley, sus disposiciones complementarias y los estatutos y reglamentos de gestión de las instituciones.

h) La utilización de las denominaciones y siglas reservadas por esta Ley a las instituciones de inversión colectiva por entidades o personas no inscritas en los correspondientes registros y la realización por éstas de actividades reservadas a dichas instituciones, sin perjuicio, en ambos casos, de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.

i) La resistencia y negativa a la inspección establecida en el artículo treinta y uno, dos.

j) La falsedad u omisión dolosa en los informes de la auditoría.

k) La realización de operaciones con incumplimiento de las limitaciones establecidas en el artículo sexto.

l) El incumplimiento de las demás obligaciones y prohibiciones establecidas en esta Ley, en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, en disposiciones reglamentarias y en los estatutos y reglamento de gestión de las instituciones cuando, por su naturaleza, no deba calificarse como infracción leve o grave.

Cinco. Las sanciones serán:

a) Para las infracciones leves, amonestación privada y multa hasta el diez por ciento de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta quinientas mil pesetas.

b) Para las infracciones graves, amonestación pública, suspensión temporal de administradores y multa hasta el treinta por ciento de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta diez millones de pesetas; y

c) Para las infracciones muy graves, suspensión definitiva de administradores, multa hasta el cincuenta por ciento de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta veinticinco millones de pesetas, exclusión temporal o definitiva de los registros especiales y, en su caso, ingreso en el Tesoro del importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que se hubiera disfrutado con los intereses de demora correspondientes. La calificación de una infracción como muy grave llevará consigo, con independencia de cualquiera de las anteriores sanciones, la amonestación pública del administrador o administradores responsables de la misma.

Sólo serán aplicables a los auditores las sanciones de amonestación privada y exclusión temporal y definitiva del Registro.

Las sanciones se impondrán a las personas responsables de las correspondientes infracciones. Las sanciones pecuniarias que se impongan conjuntamente a los componentes de órganos colegiados se prorratearán entre los responsables; en caso de insolvencia total o parcial de éstas responderá subsidiariamente la sociedad.

Seis. La competencia para la instrucción de los expedientes a los que se refiere este artículo y para la imposición de las sanciones correspondientes se regirá por las siguientes reglas:

a) Será competente para la instrucción de los expedientes la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de su Comité Consultivo, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros. Cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito será preceptivo, para la im-

sición de la correspondiente sanción, el informe del Banco de España.

Siete. En materia de procedimiento sancionador, resultará de aplicación lo dispuesto en los artículos 19 a 25 de la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, entendiéndose hechas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las referencias contenidas en los mismos al Banco de España.

Igualmente será de aplicación en el ejercicio de la potestad sancionadora atribuida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo dispuesto en los artículos 7, 14 y 15 de la citada Ley, así como en relación con las Instituciones de Inversión Colectiva que revistan la forma de sociedades anónimas, Entidades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Carteras, lo previsto en el artículo 17 de la referida Ley.

Artículo treinta y dos bis

Será de aplicación a las Sociedades de Inversión Mobiliaria, a las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión Mobiliaria y a las Sociedades Gestoras de Carteras lo dispuesto para las entidades de crédito en el título III de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

TITULO II

Instituciones de inversión no financieras

Artículo treinta y tres.—*Requisitos básicos y legislación aplicable*

Uno. En la constitución y modificación de las instituciones de inversión colectiva no financieras, definidas en el artículo primero, número dos, se observará lo dispuesto en el artículo octavo.

Dos. A estas instituciones, en forma adecuada al tipo, estructura o forma de la configuración jurídica sustancial que válidamente hubiesen adoptado, se aplicará todo lo dispuesto en esta Ley respecto de las instituciones de inversión colectiva financieras en el título anterior, particularmente en el artículo treinta y uno.

El principio de diversificación en riesgos, contenido en el artículo segundo, dos, y que desarrolla el artículo cuarto, será aplicable a estas instituciones, adaptándolo reglamentariamente a la naturaleza de sus inversiones, cuya valoración se realizará atendiendo a criterios objetivos fijados por los auditorios bajo su responsabilidad.

Tres. La denominación «instituciones de inversión colectiva no financieras», así como sus siglas «IICNF», serán privativas de las instituciones inscritas en los registros correspondientes.

TITULO III

Régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión

Artículo treinta y cuatro.—*Sociedades de Inversión Mobiliaria* (3)

Uno. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyo capital social esté representado por valores no admitidos a negociación en Bolsa de Valores, tributarán por el Impuesto sobre Sociedades en la forma prevista por la legislación vigente.

Dos. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyos valores representativos del capital social están admitidos a negociación en Bolsa de Valores tendrán el siguiente régimen especial de tributación:

a) El tipo de gravamen será del 1 por 100.

b) No tendrán derecho a deducción alguna de la cuota.

c) Cuando el importe de las retenciones practicadas sobre los ingresos del sujeto pasivo supere la cuantía de la cuota calculada aplicando el tipo recogido en la letra a) anterior, la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.

d) Los dividendos que distribuyan estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, pero no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

Tres. La constitución, transformación en otro tipo de Instituciones de Inversión Colectiva, aumento de capital y la fusión de sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, cuyo capital esté representado por valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, gozarán de una reducción del 95 por 100 en la base imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Cuatro. La exclusión de la negociación en Bolsa de Valores de los valores representativos del capital de las sociedades a que se refiere el apartado anterior, dará lugar a la pérdida del régimen fiscal especial que se entenderá referida a la fecha en que se produzca efectivamente dicha exclusión.

Artículo treinta y cinco.—*Fondos de inversión*

Uno. El régimen establecido en el artículo anterior será asimismo aplicable a los fondos de inversión con las siguientes particularidades:

a) Los resultados que distribuyan, en todo caso, estarán sometidos a retención.

Asimismo, darán derecho a la deducción establecida en el artículo veintinueve de la Ley cuarenta y cuatro/mil novecientos setenta y ocho, de ocho de septiembre, por razón de los dividendos de sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Cuando el perceptor sea una persona jurídica tendrá derecho a igual deducción que la referida en el párrafo anterior, sin que, en ningún caso, le resulten aplicables las deducciones recogidas en los números uno y dos del artículo veinticuatro de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de veintisiete de diciembre.

b) En los casos de reembolso de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso y el de adquisición tendrá en el partícipe la consideración de incremento o disminución patrimonial, no estando, por tanto, sometida a retención, pero dará derecho a la aplicación de la deducción a que se refiere la letra a) anterior.

c) En los supuestos de transmisión por los partícipes de participaciones distintas del señalado en la letra b) precedente, se aplicará el régimen general de los incrementos y disminuciones patrimoniales, sin derecho a la aplicación de deducción alguna por tal concepto.

Dos. Los partícipes en los fondos de inversión en activos del mercado monetario no tendrán derecho a la deducción por inversión en valores mobiliarios establecida en el artículo veintinueve, h), de la Ley cuarenta y cuatro/mil novecientos setenta y ocho, de ocho de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Tres. La constitución, transformación en otro tipo de institución de inversión colectiva y modificación de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y de los fondos de inversión gozarán de exención en el Impuesto General sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

TITULO IV

Sociedades gestoras de patrimonio

Artículo treinta y seis.—*Registro, obligaciones y régimen sancionador*

Uno. Las entidades que tengan por objeto o desarrollen habitualmente actividades de gestión y administración de carteras de valores y demás actos financieros habrán de solicitar su inscripción en el Registro de Sociedades Gestoras de Cartera. Ninguna otra entidad podrá desarrollar dichas actividades con carácter habitual sin estar inscrita en el citado Registro, con las excepciones previstas en la Ley del Mercado de Valores.

La denominación de Sociedades Gestoras de Cartera, así como sus siglas, SGC, serán privativas de las entidades que consten inscritas en el citado Registro administrativo.

Dos. La relación de sus socios habrá de ser conocida públicamente, teniendo, en su caso, sus acciones carácter nominativo. Las personas que tengan encomendada su dirección, gestión o representación no podrán realizar funciones similares en las entidades cuyos títulos formen parte de las carteras y patrimonios administrados por las sociedades gestoras, salvo que sometan esta cir-

cunstancia al régimen de publicidad que se establezca reglamentariamente.

Tres. Las sociedades gestoras habrán de publicar una memoria anual que contenga la información que reglamentariamente se determine sobre su situación económico-financiera, su composición personal, las tarifas a cobrar por los servicios que se ofrezcan de modo general, el volumen del patrimonio administrado o asesorado y el número de clientes. Sus documentos contables y de información deberán ser objeto de comprobación y verificación en la forma prevista en el artículo treinta y uno de esta Ley.

Cuatro. Las infracciones a las obligaciones impuestas a las sociedades inscritas en el Registro se clasifican en leves y graves. Son infracciones leves el incumplimiento de los plazos fijados reglamentariamente para la publicación de la memoria anual y para la realización de la verificación contable. Son infracciones graves la falta de publicación de la citada información y la no realización de la verificación de la contabilidad.

Sólo les serán aplicables las sanciones de amonestación privada o pública y exclusión, temporal o definitiva, del Registro especial. Los órganos competentes para su imposición serán los mencionados en el artículo treinta y dos, tres.

DISPOSICIONES FINALES

Primera.—En el plazo de seis meses el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda, aprobará el Reglamento de esta Ley.

Segunda.—A partir de la entrada en vigor de la presente Ley, que se producirá el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, quedarán derogados la Ley de veintiséis de diciembre de mil novecientos cincuenta y ocho sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y los artículos primero a diecisiete del Decreto-Ley siete/mil novecientos sesenta y cuatro, de treinta de abril.

Tercera.—Los porcentajes, coeficientes y límites de capital, recursos propios y patrimonio previstos en esta Ley podrán ser modificados por el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda, cuando concurren circunstancias de carácter financiero que lo aconsejen o venga exigido por la incorporación de España a organismos internacionales. Los requisitos de capital o patrimonio mínimos podrán reducirse por el Gobierno cuando la baja del índice bursátil promedio de un año sea igual o superior al veinticinco por ciento y en proporción análoga. Aquéllos deberán ser repuestos hasta su cuantía primitiva cuando el índice bursátil se recupere en forma significativa.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera.—Las sociedades y fondos de inversión mobiliaria que a la entrada en vigor de la presente Ley estén

inscritos en los registros administrativos como tales dispondrán del plazo máximo de un año, contado a partir de la entrada en vigor del Reglamento de la misma, para adaptarse a sus exigencias, sin devengo de tributo alguno que esté directa o indirectamente vinculado a las operaciones necesarias para ello, sin perjuicio del régimen fiscal que corresponda a sus accionistas y partícipes.

En el mismo plazo y condiciones podrán fusionarse entre sí, transformarse en otro tipo de institución de inversión colectiva, disolverse o modificar su objeto social.

En los casos de adaptación, transformación y fusión, cuando estas operaciones sean abordadas por una institución para ajustarse a las exigencias de esta Ley, en orden de evitar su disolución o la exclusión del régimen de las instituciones de inversión colectiva, los socios aplicarán lo dispuesto en el artículo doce de la Ley setenta y seis/mil novecientos ochenta, de veintiséis de diciembre, sobre Régimen Fiscal de las Fusiones de Empresas, a efectos de los nuevos títulos o participaciones que puedan recibir como consecuencia de las operaciones citadas.

No obstante lo anterior, las sociedades y fondos inscritos dispondrán de un plazo de tres años para alcanzar el capital o patrimonio mínimo legal y el número mínimo de socios y partícipes, así como para ajustar la valoración de sus activos a lo dispuesto en el artículo catorce de esta Ley.

Las instituciones de inversión colectiva que a 1 de enero de 1989 superen los límites señalados en el artículo 4 deberán quedar adaptadas a los mismos al 31 de diciembre de 1991, de forma que no superen los tantos por ciento de inversión que a continuación se especifican, a las fechas que se señalan, con referencia a los supuestos contemplados en el citado artículo cuarto:

Supuestos	1-10-1989	31-12-1990	31-12-1991
Número 1, a), inciso primero .	5	5	5
Número 1, a), inciso segundo .	5	3	0
Número 1, b)	5	5	5
Número 1, c)	25	20	15
Número 2, a)	5	5	5
Número 2, b)	25	20	15
Número 3	35	35	35

Segunda.—Las disposiciones de esta Ley sobre Régimen Fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión entrarán en vigor el día 1 de enero del año natural siguiente al de su publicación y serán de aplicación a los ejercicios que se inicien en la expresada fecha. El importe de los incrementos o disminuciones de patrimonio que se produzcan en los mencionados ejercicios por la enajenación de valores integrados en la cartera de las instituciones a la entrada en vigor de esta Ley se determinará tomando como valor de adquisición la cotización oficial media del último mes del ejercicio anterior a la entrada en vigor del régimen fiscal o, en su defecto, el valor teórico que corresponda, de acuerdo con el balance de dicho ejercicio de la emisora.

El citado valor de adquisición resultará aplicable, cualquiera que sea el coste de adquisición contabilizado.

Cuando la valoración de los activos se ajuste a lo dispuesto en el artículo catorce de esta Ley, dentro del plazo establecido en la disposición transitoria anterior, se computarán como valores de adquisición los efectivamente contabilizados.

Tercera.—Lo dispuesto en el último párrafo del número tres del artículo treinta y cuatro de la presente Ley será, asimismo, aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria constituidas con anterioridad a la entrada en vigor de la misma, contándose el plazo de dos años señalado en dicho párrafo a partir de la expresada fecha de entrada en vigor.

Cuarta.—Las sociedades anónimas españolas que tienen por objeto exclusivo la tenencia de valores de sociedades extranjeras y que fueron creadas en virtud de lo dispuesto en el artículo noveno del Decreto-Ley 10/1959, de 21 de julio, deberán optar por transformarse en sociedades de régimen común sin beneficio específico alguno, por transformarse en sociedades de inversión mobiliaria o por disolverse. El plazo para el ejercicio de estas opciones terminará el 31 de diciembre de 1989 y, dentro del mismo, podrán realizarse las operaciones de transformación o disolución sin devengo de tributo alguno vinculado a éstas.

Quinta.—Las modificaciones que hayan de realizar las sociedades gestoras para adaptarse a lo dispuesto en esta Ley y en su Reglamento quedarán exentas de cualesquiera tributos que las graven.

Sexta.—Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyo capital social estuviese representado por acciones al portador habrán de transformar dichos títulos en nominativos en el curso del año 1989. Los actos y documentos legalmente necesarios para ello no devengarán tributo alguno y el subsiguiente canje de acciones no tendrá la consideración de alteración patrimonial a efectos de lo dispuesto en los artículos 20 de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y 15 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Las Sociedades Gestoras que desarrollasen alguna otra actividad distinta de la de administración y representación de Instituciones de Inversión Colectiva deberán cesar en aquélla con anterioridad al 1 de enero de 1990.

Del mismo plazo dispondrán las Sociedades Instrumentales de Agentes Mediadores para cesar en sus actividades de Gestoras o Depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva y los Colegios de Agentes Mediadores para cesar en esta última actividad.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—Serán requisitos previos para la formulación de toda apelación general al ahorro del público por cualquier persona, física o jurídica, los siguientes:

a) La verificación de los estados financieros de la persona apelante por los expertos o sociedades de expertos legalmente competentes.

b) La difusión de información sobre su situación económica y financiera con el contenido mínimo que reglamentariamente se determine.

c) La autorización, por el Ministerio de Economía y Hacienda, de la publicidad que se realice sobre la apelación y que deberá referirse necesariamente a la información a que alude el párrafo anterior.

Quedan exceptuadas de esta regla las entidades públicas y las instituciones sujetas a un estatuto financiero especial.

El incumplimiento de lo establecido en esta disposición será sancionado con multa por un importe máximo del dos por ciento de los recursos captados mediante la apelación general del ahorro del público. Los órganos competentes para su imposición serán los mencionados en el artículo treinta y dos coma tres de esta Ley.

Segunda.—Dentro de la Ley de Presupuestos, y con efectos durante el período de aplicación de la misma, se podrá modificar el tipo de gravamen previsto en el artículo 34 de esta Ley.

(1) Con las modificaciones introducidas por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE núm. 181, de 29 de julio de 1988), y la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

(2) Corrección de errores BOE, núm. 185, de 4 de agosto de 1989.

(3) Vigente a partir del 1 de enero de 1992.

REAL DECRETO 1393/1990, DE 2 DE NOVIEMBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL REGLAMENTO DE LA LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introdujo significativas modificaciones en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Tales modificaciones adaptaron la legislación nacional sobre Instituciones de Inversión Colectiva a la normativa comunitaria y, en particular, a lo establecido en las Directivas 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, y 88/220/CEE, de 22 de marzo de 1988. Junto a esta finalidad básica, la citada disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, pretendió igualmente adecuar diversos preceptos de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva a la nueva regulación que nuestros mercados de valores estableciera la primera de las Leyes citadas. Modificada, pues, la Ley 46/1984, resulta ahora preciso

adaptar su Reglamento, aprobado en su día por el Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio.

El presente Real Decreto tiene por objetivo básico cumplir dicha finalidad, pudiendo agruparse las modificaciones materiales que introduce en el Reglamento vigente en tres grandes categorías. En primer término, aquéllas que suponen meras transcripciones de la norma legal a nivel reglamentario, introduciendo así en la disposición de rango inferior la modificación ya producida en la Ley 46/1984. En otros casos los nuevos preceptos implican el desarrollo de habilitaciones específicas previstas en la nueva redacción de algunos preceptos de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. En fin, un tercer grupo de modificaciones responde a la necesidad de adecuar ciertas normas al nuevo marco general de los mercados de valores, diseñado en la Ley 24/1988 y a las Directivas comunitarias citadas anteriormente.

Considerando la importancia y extensión de los preceptos que son objeto de modificación material, se ha estimado oportuno, por razones de mejor técnica normativa, aprobar un nuevo Reglamento íntegro de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que incluya, tanto los preceptos objeto de alteración material como aquellos otros que permanecen inalterados.

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, oídos los sectores afectados, oído el Consejo de Estado, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 2 de noviembre de 1990:

DISPONGO:

Artículo único.—Se aprueba el nuevo Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, cuyo texto se inserta a continuación.

DISPOSICIÓN DEROGATORIA

Queda derogado el Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio, por el que se reglamenta la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

DISPOSICIÓN FINAL

1. Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo del presente Real Decreto.

2. El presente Reglamento entrará en vigor al día siguiente de su íntegra publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

Reglamento por el que se desarrolla la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva

TITULO PRELIMINAR

Artículo 1.º *Ambito de aplicación de la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.*—1. A los efectos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, serán consideradas como tales las Sociedades de Inversión Mobiliaria, los Fondos de Inversión y las personas o Entidades que, cualquiera que sea su objeto o actividad, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos, mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad.

Quedarán sujetas a la Ley las personas o Entidades que, con los requisitos de publicidad y determinación de resultados previstos en el párrafo anterior capten recursos para su gestión mediante el contrato de cuentas en participación y cualquier forma de comunidad de bienes y derechos.

2. En ningún caso, cualquiera que sea la actividad que realicen, tendrán la consideración de Instituciones de Inversión Colectiva las Entidades de carácter público, las Entidades de crédito, las Entidades de seguros, las Sociedades de Garantía Recíproca o cualquier otra Institución financiera sujeta a una regulación especial.

Asimismo, quedarán fuera del ámbito de la Ley los préstamos participativos y cualquier fórmula similar de financiación realizada en el marco de una normativa específica.

3. Las Instituciones de Inversión Colectiva podrán ser de dos clases: De carácter financiero, que tendrán como actividad principal la inversión o gestión de activos financieros, tales como dinero, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito o cualesquiera otros valores mobiliarios, y de carácter no financiero, que operarán principalmente sobre activos de otra naturaleza.

TITULO PRIMERO

Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero

CAPITULO PRIMERO

Disposiciones comunes

Art. 2.º *Tipos de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero.*—1. Se considerarían de carácter financiero las Instituciones de Inversión Colectiva siguientes:

- a) Las Sociedades de Inversión Mobiliaria.
- b) Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

c) Las demás, cuyo objeto principal sea la inversión o gestión de activos financieros, en las condiciones y con los límites señalados en el número 1 del artículo 1.º

2. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria, de capital fijo o variable, son aquellas Sociedades Anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimientos, sin participación mayoritaria económica o política en otras Sociedades.

Los Fondos de Inversión Mobiliaria son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa en la forma prevista en este Reglamento, administrado por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario, y constituidos con el exclusivo objeto de tener la finalidad prevista en el párrafo precedente mediante la realización de las operaciones en él mencionadas, sin participación mayoritaria económica o política en ninguna Sociedad.

Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, administrados por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario, constituidos con el exclusivo objeto de la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de activos financieros a corto plazo del mercado monetario, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y tipos de rendimiento.

Art. 3.º *Domicilio.*—Las Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en este Reglamento, así como sus Gestores y Depositarios, deberán estar domiciliados en territorio español y tener en éste su administración central.

Art. 4.º *Normas generales sobre inversiones.*—1. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva estarán sujetas a las limitaciones siguientes:

a) Ninguna Institución podrá tener invertido más de un 5 por 100 de su activo en acciones, participaciones, obligaciones o valores, en general, emitidos por otras Instituciones de Inversión Colectiva. Además, queda prohibida la inversión en dichos valores cuando su emisor sea una Sociedad de Inversión Mobiliaria perteneciente al mismo grupo que la Institución inversora o un Fondo de Inversión gestionado por una Sociedad Gestora en la que concorra esta circunstancia.

b) Ninguna Institución podrá tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma Entidad más del 5 por 100 de su activo. Este límite queda ampliado al 10 por 100, siempre que el total de las inversiones de la Institución, en valores en los que se supere el 5 por 100, no exceda del 40 por 100 del activo de la misma.

c) Ninguna Institución podrá tener más del 15 por

100 de su activo invertido en valores emitidos o avalados por Entidades pertenecientes a un mismo grupo.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia la valoración efectiva total de activos financieros y de los valores de cuestión.

2. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva estarán, además, sujetas a las limitaciones siguientes:

a) Una misma Institución no podrá invertir en valores emitidos o avalados por una misma Entidad por encima del 5 por 100 de los valores en circulación de esta última.

b) La suma de las inversiones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria pertenecientes a un mismo grupo y de los Fondos de Inversión gestionadas por Sociedades Gestoras en las que se dé la misma circunstancia no podrá rebasar el 15 por 100 de los valores en circulación de una determinada Entidad.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia los valores nominales.

3. Las limitaciones recogidas en el primer inciso del apartado b) del número 1 serán del 35 por 100 cuando se trate de inversiones en valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Comunidad Económica Europea, las Comunidades Autónomas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro.

No obstante, las Instituciones de Inversión Colectiva quedan autorizadas a invertir hasta el 100 por 100 de su activo en valores emitidos por los Entes a los que este número se refiere, siempre que la inversión se diversifique en, al menos, seis emisiones diferentes, sin que los valores de una misma emisión puedan exceder del 30 por 100 del activo de la Institución.

Cuando se desee superar el límite fijado en el párrafo primero de este número, en el folleto y en toda publicación de promoción de la Institución deberá hacerse constar en forma bien visible esta circunstancia, especificando los emisores en cuyos valores tiene intención de invertir o se tiene invertido más del 35 por 100 del activo de la Institución.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los valores en cuestión.

4. No obstante lo establecido en los números 1, 2 y 3 anteriores, el exceso sobre los límites de inversión señalados en los mismos no se reputará infracción, siempre que la Institución, en el plazo de un año, contado desde el momento en que se produjo el exceso, proceda a su regularización, y el mismo se deba exclusivamente a una o varias de las siguientes circunstancias:

- a) Ejercicio de los derechos incorporados a los valores que forman parte de la cartera de la Institución.
- b) Cambios en la valoración de los mismos.
- c) Reducción del activo propio de la Institución.
- d) Fusión de Sociedades.

e) Reducción de los valores en circulación por parte de la Sociedad emisora.

f) Alteraciones en la composición de los grupos de Entidades.

g) Los demás que la Comisión Nacional del Mercado de Valores establezca con carácter general, en atención al interés del mercado.

Si el exceso sobre los límites indicados en los números anteriores de este artículo superara dichos límites en más de un 35 por 100 de los mismos, la Institución en cuestión, sin perjuicio de la regularización total a realizar en el plazo previsto en el párrafo primero de este número, deberá reducir dicho exceso a un porcentaje inferior al 35 por 100 en el plazo de seis meses desde que se produzca, salvo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por causas excepcionales alegadas por la Institución en cuestión, autorice la ampliación del plazo de seis meses al que se refiere el presente párrafo, sin que en ningún caso pueda exceder del señalado plazo de un año.

Salvo en el caso previsto en la letra d), no será de aplicación la excepción establecida en este número y, en consecuencia, existirá infracción cuando el exceso sobre los límites de inversión se produzca incluso calculando tales límites según los valores históricos de la adquisición.

5. A los efectos del presente Reglamento, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las Entidades en que concurren las condiciones previstas en el artículo 4.º de la Ley del Mercado de Valores.

6. Con la finalidad de asegurar el adecuado cumplimiento de lo previsto en los números anteriores, el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las normas precisas para determinar qué ha de entenderse por valor efectivo y valor histórico, y por activo computable de las Instituciones de Inversión Colectiva, estableciendo al efecto las formalidades adecuadas para el control de dicho cumplimiento.

Art. 5. *Existencia de participaciones significativas.*—

1. Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera, obtenga el reembolso o transmita acciones o participaciones de una Entidad de las reguladas en este Reglamento y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito o de patrimonio que quede en su poder pase a alcanzar o exceder, o a quedar por debajo de los porcentajes a que se refiere el número siguiente, quedará sometido, en cuanto titular de una participación significativa, a las obligaciones de información enunciadas en el artículo 6.º

Cuando sea de aplicación el artículo 53 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se estará, sin embargo, a lo previsto en el mismo y en las disposiciones que lo desarrollen.

2. Los porcentajes a los que se refiere el número anterior serán los siguientes:

Cinco por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100 del capital social de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, sean de capital fijo o variable.

Veinte por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100 del patrimonio de los Fondos de Inversión, tanto Mobiliaria como en Activos del Mercado Monetario.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán variar los citados porcentajes.

3. A fin de determinar si existe o no la obligación a que se refiere este artículo, se entenderá que pertenecen a un mismo socio o partícipe todas aquellas acciones o participaciones que estén en poder del grupo, según definición del mismo contenida en el artículo 4.º de la Ley de Mercado de Valores, al que el socio o partícipe pertenezca o por cuenta del cual actúe.

4. Se entenderá, salvo prueba en contrario, que las operaciones señaladas se efectúan por persona interpuesta cuando se realicen por el cónyuge no separado legalmente, por los hijos sometidos a la patria potestad del socio o partícipe o por los que, aun no sometidos a dicha potestad, convivan en el hogar familiar del socio o partícipe, salvo cuando, en este último caso, se trate de operaciones derivadas de la utilización de rentas generadas por los hijos, y, en todo caso, cuando se realicen por una persona que actúe en nombre propio, pero por cuenta del socio o partícipe, por una Sociedad controlada directa o indirectamente por él, o por una Sociedad, que pertenezca a un grupo de Entidades, controladas por él.

Art. 6.º Deberes de información y publicidad sobre participaciones significativas y omisión de su cumplimiento.—1. Los socios de Sociedades de Inversión Mobiliaria en que se dé la circunstancia prevista en el número 1 del artículo 5.º deberán informar a la Sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores del porcentaje de capital suscrito o de patrimonio que quede en su poder tras la correspondiente operación.

La información a que se refiere el párrafo anterior deberá entregarse en un plazo máximo de diez días hábiles, contados a partir de la realización de la operación de que se trate.

Cuando se trate de Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa de Valores, el cumplimiento de la obligación de información a que se refiere el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores sustituirá al de las obligaciones reguladas en este número.

2. Tratándose de partícipes de Fondos de Inversión o de socios de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, la obligación de información sobre participaciones significativas exigirá la remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la correspondiente Sociedad Gestora o Sociedad de Inversión, el estado de posición mencionado en el número 3 del artículo 12, de aquellos socios o partícipes respecto a los que se hayan dado, durante el período de que se trate,

las circunstancias previstas en el número 1 del artículo 5.º Dichos estados de posición deberán recoger los datos relativos a todas las operaciones producidas en el período en cuestión que determinen el alcance, exceso o reducción de los porcentajes mencionados en el número 1 del artículo 5.º La remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse el mismo día del envío al socio o partícipe de que se trate.

Cuando se trate de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa de Valores, el cumplimiento de la obligación de información a que se refiere el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores sustituirá al de las obligaciones reguladas en este número.

3. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva estarán obligadas a recoger la información sobre las participaciones a que se refieren los números anteriores en el informe trimestral de la correspondiente Institución, posterior a la fecha en que se alcancen los porcentajes indicados, con expresión de la persona o grupo que ostente dichos porcentajes, de las fechas en que se realizaron las operaciones de las que resultan los mismos y el porcentaje resultante de cada una de ellas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores llevará un registro de las personas que ostenten los porcentajes mencionados.

4. La omisión del cumplimiento de la obligación a que se refieren los números 1 al 3 de este artículo se sancionará en vía administrativa de acuerdo con lo establecido en la Ley 46/1984 y en este Reglamento o, en los casos señalados en el último párrafo del número 1 y en el último párrafo del número 2, según lo establecido en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

5. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las normas de desarrollo precisas para la debida aplicación de lo dispuesto en este artículo y en el anterior.

Art. 7.º Operaciones con los Administradores o Gestores.—1. Ni los Consejeros, Administradores o Directores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, ni las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, ni los Consejeros, Administradores o Directores de estas últimas podrán comprar ni vender para sí mismos, ni directamente ni por persona o Entidad interpuesta, aquellos elementos en que se concreten las inversiones financieras de las Instituciones de que se trate ni ningún otro elemento de sus activos. A estos efectos, se entenderá que la operación se realiza por persona o Entidad interpuesta cuando se ejecute por persona unida por vínculo de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad, hasta el cuarto grado inclusive, por mandatarios o fiduciarios o por cualquier Sociedad en la que los citados Consejeros, Administradores, Directores o Entidades tengan, directa o indirectamente, un porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital o ejerzan en ella funciones que impliquen el ejercicio del poder de decisión.

2. Por excepción, los Consejeros, Administradores o Directores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva podrán adquirir para sí los activos financieros contratados en los mercados a que se refiere el artículo 8.º, siempre que el precio sea igual o superior al de contratación pública en el correspondiente día.

3. Lo dispuesto en los dos apartados anteriores se aplicará asimismo a los Consejeros, Administradores y Directores de las Entidades Depositarias de las Instituciones de Inversión Colectiva.

4. La Junta general de accionistas de las Sociedades de Inversión podrá autorizar operaciones concretas de las mencionadas en el apartado 1 de este artículo.

5. El incumplimiento de las prohibiciones previstas en los números anteriores se sancionará en vía administrativa de acuerdo con lo establecido en la Ley 46/1984 y en este Reglamento, sin perjuicio de otras responsabilidades en que se hubiera podido incurrir.

Art. 8.º Operaciones en régimen de mercado.—

1. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro de los señalados en el número 1 del artículo 17, las Instituciones de Inversión Colectiva deberán efectuar sus transacciones precisamente a través de los mecanismos normales de contratación establecidos para cada mercado.

2. Por excepción, y de acuerdo con la regulación de cada mercado, podrán realizar operaciones a través de mecanismos distintos de los normales de contratación, siempre que se concierten a precio o interés más favorable para la Institución y no pongan en peligro el buen funcionamiento del mercado.

3. En todo caso, podrán concurrir a las subastas o emisiones de Deuda Pública con peticiones de cualquier clase y a los demás mercados en las condiciones estipuladas para los mismos.

Art. 9.º Autorización previa y registro.—1. a) Quienes pretendan constituir una Institución de Inversión Colectiva deberán:

I. Obtener la previa autorización del proyecto de constitución del Ministro de Economía y Hacienda, mediante solicitud presentada ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

II. Constituirse como Sociedad Anónima o como Fondo de Inversión, según proceda, una vez obtenida la autorización.

III. Inscribirse en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que corresponda a la Institución de que se trate.

Corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda resolver las solicitudes de autorización previa de los proyectos de Estatutos o Reglamentos, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La resolución deberá producirse dentro de los seis meses siguientes a la recepción de la solicitud, o de la documentación complementaria que se exija, y, en todo caso,

dentro de los doce meses siguientes a la recepción de aquélla. Dicha resolución deberá ser motivada y sólo podrá ser denegatoria por incumplimiento de los requisitos previstos en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, en este Reglamento o en las demás disposiciones aplicables.

b) Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva adquirirán tal carácter mediante autorización de su proyecto de constitución por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscripción en el correspondiente Registro de ésta. Dicha inscripción se producirá previo otorgamiento e inscripción de la escritura de constitución en el Registro Mercantil.

c) Los Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva adquirirán tal carácter mediante la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscripción en el correspondiente Registro de ésta.

2. Serán requisitos indispensables para que las Instituciones de Inversión Colectiva y las Sociedades Gestoras de las mismas obtengan y conserven la autorización y el derecho a inscripción en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los siguientes:

a) Que su objeto social se limite a las actividades que les atribuye la Ley 46/1984 y el presente Reglamento y su constitución se ajuste a lo dispuesto en dichas normas.

b) Que dispongan del capital social o patrimonio mínimo y de los recursos propios mínimos establecidos en la normativa vigente.

En el caso de aquellas Instituciones que revistan la forma de Sociedades Anónimas, y de las Sociedades Gestoras serán, además, requisitos indispensables los siguientes:

a) Que ninguno de los miembros del Consejo de Administración haya sido condenado por sentencia firme o esté procesado por delito de falsedad, contra la propiedad o contra la Hacienda Pública o esté inhabilitado para ejercer cargo de administración o dirección en Entidades financieras.

b) Que todos los miembros de su Consejo de Administración, incluidas las personas físicas que representen a personas jurídicas que sean Consejeros, así como sus Directores generales o asimilados, tengan una reconocida honorabilidad comercial y profesional.

Concurre tal honorabilidad en quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias.

c) Que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración cuente con conocimiento y experiencia adecuadas en materias relacionadas con los mercados financieros. Se presumirá que poseen conociemien-

tos y experiencia adecuada a estos efectos quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de Entidades financieras, Sociedades o Agencias de Valores e Instituciones de Inversión Colectiva o Sociedades Gestoras de estas últimas o funciones relacionadas con los mercados citados en otras Entidades públicas o privadas.

3. En la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevarán los siguientes Registros relacionados con las Instituciones de Inversión Colectiva:

- a) Registro de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo.
- b) Registro de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.
- c) Registro de Fondos de Inversión Mobiliaria
- d) Registro de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.
- e) Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.
- f) Registro de Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva.
- g) Registro de otras Instituciones de Inversión Colectiva.
- h) Registro de Sociedades Gestoras de Carteras.
- i) Registro de Participaciones Significativas.
- j) Registro de Folletos, Informes Trimestrales, Memorias Anuales y Auditorías.
- k) Registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras Comercializadas en España

4. a) Una vez inscritos en el Registro Mercantil, las Sociedades de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión presentarán en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para su inscripción en el oportuno Registro, las correspondientes escrituras. Si la escritura contuviera el Estatuto o Reglamento que hubiese sido objeto de la autorización previa, se procederá en el plazo de un mes a la inscripción por resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el caso de que el Estatuto o el Reglamento se apartaran de los que fueron autorizados previamente, se denegará la inscripción mediante comunicación a los promotores, expresiva de los extremos que hayan sido objeto de modificación, pudiendo los interesados bien rectificar en el plazo de dos meses las variaciones o errores introducidos, bien solicitar expresamente una nueva autorización en los términos previstos en el apartado 1 de este artículo y siempre sin perjuicio de los recursos que les correspondan de acuerdo con la legislación vigente.

b) La inscripción en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva se practicará, una vez inscrita la correspondiente escritura en el Registro Mercantil, mediante su presentación ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y acuerdo de

ésta. Serán aplicables a esta inscripción los mismos plazos y normas procedimentales establecidas en la letra a) de este número 4.

c) La inscripción de los Depositarios se realizará en virtud de la mera comunicación efectuada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por cualquiera de las Entidades mencionadas en el artículo 55 de este Reglamento.

No se practicarán en los Registros administrativos a que se refieren las letras a) y b) anteriores las inscripciones en ellas contempladas en el caso de que entre la fecha de la autorización previa y el día en que se presenten los oportunos documentos para la inscripción hubiera transcurrido más de un año.

5. a) Las modificaciones en el contrato constitutivo, en los Estatutos o en el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva quedarán sujetas a lo establecido en los números anteriores, con las siguientes especialidades:

I. La solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse por los Administradores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria con anterioridad a su aprobación por la Junta General de Accionistas.

II. Los plazos a los que se refiere el último párrafo de la letra a) del número 1 serán, respectivamente, de tres y seis meses.

III. El cambio de domicilio social de las Sociedades de Inversión y de los Fondos de Inversión, así como el aumento del capital social de las primeras, requerirán únicamente comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su constancia en el correspondiente Registro administrativo. En las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable sólo deberá notificarse el aumento de capital inicial y el del estatutario máximo.

Tampoco será necesaria la previa autorización, bastando con la correspondiente comunicación, en relación con las demás modificaciones respecto de las que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en contestación a consulta previa formulada al efecto, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización, ni en relación con las modificaciones de los Estatutos sociales o de los Reglamentos de gestión que tengan por objeto exclusivo cumplir normas legales o reglamentarias o resoluciones judiciales o administrativas.

b) Las modificaciones de los Estatutos de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva quedarán sujetas a lo establecido en la letra b) del número 1 del presente artículo, con las siguientes peculiaridades:

I. La solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse por los Administradores con anterioridad a la aprobación por la Junta general de accionistas.

II. El cambio de domicilio social, el aumento del capital social y aquellas modificaciones estatutarias que

tengan por objeto cumplir normas legales o reglamentarias o resoluciones judiciales o administrativas requerirán únicamente comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su constancia en el correspondiente Registro administrativo. Igual régimen se aplicará en relación con las demás modificaciones respecto de las que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en contestación a consulta previa formulada al efecto, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización.

Los depositarios están únicamente obligados a notificar el cambio de domicilio social.

c) La presentación ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la documentación precisa para la inscripción de las modificaciones mencionadas en este número deberá realizarse en el plazo de seis meses a contar desde la notificación de la autorización previa. En los casos en que no sea precisa autorización, las correspondientes comunicaciones deberán realizarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo de veinte días a contar desde la inscripción de la correspondiente escritura en el Registro Mercantil.

6. La baja voluntaria en el Registro Administrativo de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo requerirá el previo acuerdo al respecto de la Junta General de Accionistas, adoptado con la mayoría exigida para la modificación de sus Estatutos. La baja voluntaria de las Sociedades de Capital Variable en el Registro administrativo de las mismas, cuando no sea consecuencia de un acuerdo de disolución, precisará la previa modificación de sus Estatutos para su transformación en una Sociedad de Capital Fijo.

Art. 10. Obligaciones de información de las Instituciones de Inversión Colectiva.—1. Las Instituciones de Inversión Colectiva o, en su caso, la correspondiente Sociedad Gestora deberán elaborar los siguientes documentos en orden al cumplimiento de sus obligaciones generales de información:

a) Al tiempo de su inscripción en el Registro administrativo, un folleto explicativo, que contendrá los Estatutos o el Reglamento de la correspondiente Institución de Inversión Colectiva, según proceda, y se ajustará a lo previsto en los artículos 26 y 28 de la Ley del Mercado de Valores y en las disposiciones que lo desarrollen, con las peculiaridades que para dichas Instituciones puedan establecerse. Dicho folleto será registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con el alcance previsto en la Ley del Mercado de Valores.

b) Anualmente, una Memoria explicativa del ejercicio, que contendrá, al menos, las especificaciones mínimas correspondientes a las de las Sociedades o Entidades cuyos valores estén admitidos a negociación en Bolsa. Su contenido se adaptará a las peculiaridades de las Instituciones de Inversión Colectiva.

c) Durante el mes siguiente a la conclusión de cada trimestre natural, un Informe que comprenderá la información necesaria para actualizar el contenido de la Memoria anual y, en especial, el relativo al Activo de la

Institución, su financiación, ingresos y costes durante el período.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinarán el contenido de los documentos de información señalados y los modelos a los que los mismos deberán ajustarse. Igualmente, podrán establecer reglas homogéneas para el cálculo de las rentabilidades obtenidas por cada Institución.

2. En cumplimiento de sus obligaciones generales de información:

a) Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión Mobiliaria y de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario deberán hacer entrega a cada partícipe, con anterioridad a la suscripción de participaciones, de un ejemplar del folleto, de la última Memoria anual y del último informe trimestral publicados. Asimismo, y salvo en los supuestos que el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores puedan determinar, deberán remitir al domicilio indicado por el partícipe los sucesivos informes trimestrales y Memorias anuales que se publiquen con respecto al Fondo, con carácter gratuito para el partícipe y hasta que éste pierda la condición de tal.

b) Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo y de Capital Variable editarán los documentos a que se refiere el número anterior en los plazos señalados para cada uno de ellos. Tales documentos estarán disponibles en el domicilio social de dichas Entidades y en el de sus sucursales, donde se entregarán de forma gratuita a las personas que los soliciten. Sin perjuicio de ello, los socios tendrán derecho a recabar el envío a su domicilio, en forma gratuita, de tales documentos.

3. El Registro al que se refiere la letra j) del número 3 del artículo 9, en el que se inscribirán los folletos, Memorias e informes, será de libre acceso al público.

4. Las Instituciones de Inversión Colectiva, en cumplimiento de las obligaciones complementarias de información, deberán hacer público cualquier hecho específicamente relevante para la situación o el desenvolvimiento de la Institución, mediante su inmediata comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, notificación y publicación en el «Boletín de Cotización de la Bolsa» radicada en la sede social de la Institución o, en su defecto, en el de cualquiera de las Bolsas, e inclusión en el informe trimestral inmediato. Se considerarán hechos específicamente relevantes para la Institución los que afecten o puedan afectar significativamente a la consideración del valor de las acciones o participaciones por parte del público, y, en particular:

I. Toda reducción del capital de las Sociedades de Inversión que signifique una variación superior al 10 por 100 de aquél.

II. Todo reembolso en los Fondos de Inversión que suponga una disminución superior al 20 por 100 del patrimonio en los de Inversión Mobiliaria, y al 40 por 100 en los de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

A efectos del cómputo de los porcentajes establecidos en el presente número, serán tenidas en cuenta las reducciones o reembolsos realizados en un solo acto. No obstante, cuando los límites se alcancen a través de sucesivas reducciones de capital o reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por un grupo de Entidades participes en un período de dos meses, también se considerará como hecho relevante el conjunto de reducciones de capital o reembolsos.

III. Toda operación de endeudamiento, desde el momento en que implique que las obligaciones frente a terceros excedan del 5 por 100 del activo de la Institución.

IV. Los previstos en el primer párrafo del número 3 del artículo 35 y en el número 4 del artículo 57.

5. El Ministro de Economía y Hacienda y la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán recabar de las Instituciones reguladas en el presente Reglamento la información adicional que estimen necesaria en orden al cumplimiento de sus respectivas competencias, pudiendo establecer el contenido y modelo de los correspondientes documentos de información, así como los plazos de su remisión. En particular, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer con carácter general la obligación de remitir periódicamente a dicha Entidad, según los modelos que se aprueben, información relativa al cumplimiento de los coeficientes a que se refieren los artículos 4, 17, 26, 37 y 49, y a sus estados financieros.

Art. 11. Denominación exclusiva.—Las denominaciones «Instituciones de Inversión Colectiva», «Sociedad de Inversión Mobiliaria», «Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable», «Fondo de Inversión Mobiliaria», «Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario», «Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva» y «Sociedad Gestora de Carteras» y sus respectivas abreviaturas «IIC», «SIM», «SIMCAV», «FIM», «FIAMM», «SGIIC» y «SGC» serán privativas de las Entidades inscritas en los Registros correspondientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no pudiendo ninguna otra Entidad utilizar dichas denominaciones u otras que induzcan a confusión con ellas.

Las Entidades reguladas en el presente Reglamento deberán incluir en su razón social la denominación que les corresponda de entre las enumeradas en el párrafo anterior o, si así lo prefieren, su abreviatura.

CAPITULO II

Sociedades de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario

SECCIÓN PRIMERA

Disposiciones generales

Art. 12. Capital y patrimonio de las Sociedades y Fondos de Inversión.—1. El capital social de las Sociedades de Inversión Mobiliaria estará representado me-

dante acciones nominativas que tendrán el mismo valor nominal y concederán los mismos derechos. Dichas acciones podrán estar representadas mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta

El capital mínimo desembolsado de las Sociedades de Inversión Mobiliaria será de 400 millones de pesetas y deberá ser mantenido mientras la Sociedad figure inscrita en el Registro, sin perjuicio de lo previsto en el artículo 16 de este Reglamento.

2. Los Fondos de Inversión Mobiliaria tendrán un patrimonio mínimo de 500 millones de pesetas y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario uno de 1.500 millones de pesetas. En ambos casos deberán mantenerse mientras estén inscritos en el Registro, sin perjuicio de lo previsto en el artículo 16.

Las participaciones en los Fondos de Inversión tendrán iguales características, serán considerados valores negociables y podrán ser representados en cualquiera de las formas siguientes:

a) Mediante certificados nominativos sin valor nominal, que podrán documentar una o varias participaciones, y a cuya expedición tendrán derecho los partícipes. En dichos certificados constará su número de orden, el número de participaciones que comprenden, la denominación del Fondo, Sociedad Gestora y Depositario y sus respectivos domicilios, la fecha de otorgamiento de la escritura de constitución del Fondo y los datos relativos a la inscripción en el Registro mercantil y administrativo correspondiente.

b) Mediante anotaciones en cuenta, que estarán sometidas al régimen establecido por el capítulo II del título primero de la Ley del Mercado de Valores.

Cualquier partícipe de un Fondo cuyas participaciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta tendrá derecho a obtener de la Sociedad Gestora, cuando precise de él, un certificado de los previstos en el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores, referido, a opción de aquél, a todas o a alguna de las participaciones de que sea titular.

3. Cualquiera que sea la forma de representación de las participaciones o acciones:

a) La Sociedad Gestora o el Depositario deberá remitir a cada partícipe, con una periodicidad no superior a los tres meses en los Fondos de Inversión Mobiliaria, y a un mes en los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario, un estado de su posición en el Fondo. Si en un período no existe movimiento por suscripciones y reembolsos podrá posponerse el envío del estado de posición al período siguiente y, en todo caso, será obligatoria la remisión del estado de posición del partícipe al final del ejercicio. Dicha obligación también deberá ser cumplida por las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable respecto a sus socios, siendo aplicable el primero de los plazos señalados.

b) La Sociedad Gestora de un Fondo de Inversión podrá, sin menoscabo alguno del derecho de los partícipes a obtener los certificados a que se refiere el número

anterior, utilizar, con carácter de documento de gestión, resguardos por medio de los cuales se informe a los partícipes de la posición que ocupan en el Fondo tras cada una de sus operaciones.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinarán el contenido y modelo a que habrá de ajustarse, en cada caso, el estado de posición mencionado.

Art. 13. Admisión a negociación en Bolsa y permanencia en la misma.—1. En la admisión a negociación en Bolsa de Valores de las acciones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria serán de aplicación las siguientes reglas especiales:

a) Los requisitos recogidos en las letras a) y b) del artículo 26 de la Ley del Mercado de Valores y, por referencia, en el artículo 32 de la misma se cumplirán mediante la presentación de la correspondiente escritura de constitución, debidamente inscrita en el Registro Mercantil y, en su caso, de certificación literal del correspondiente acuerdo de emisión.

b) No será necesaria la presentación y registro del informe de auditoría mencionado en la letra c) del artículo 26 de la Ley del Mercado de Valores.

c) El folleto mencionado en el artículo 26 citado será el indicado en la letra a) del número 1 del artículo 10 del presente Reglamento.

d) No será exigible el requisito establecido en el artículo 32.1.c) del Reglamento de las Bolsas de Comercio.

2. La solicitud de verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como la de admisión por las respectivas Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, podrán producirse una vez otorgada la autorización previa a que se refiere el número 1 del artículo 9 de este Reglamento, sin necesidad de esperar a la inscripción mencionada en el número 4 de dicho artículo, quedando condicionada la correspondiente resolución a la práctica de dicha inscripción.

3. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria se mantendrán admitidas a negociación aun cuando con posterioridad a su primera admisión se fijen, a ese fin, capitales mínimos superiores a los exigidos en aquel momento.

4. Cuando se produzca la baja de una Sociedad de Inversión Mobiliaria en el Registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores quedará sin efecto la admisión a negociación en Bolsa de las acciones de la Sociedad, sin perjuicio de que ésta pueda presentar nueva solicitud de admisión, con arreglo a las normas generales.

5. Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión, una vez inscritos éstos en los Registros administrativos correspondientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, deberán suministrar a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores radicada en la plaza de su sede social o, en su defecto, a cualquiera de ellas, la información precisa para que tenga lugar la publicación diaria

en el respectivo Boletín de Cotización de los datos relativos al valor liquidativo de sus participaciones, a su patrimonio y al número de partícipes. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán establecer las reglas especiales que resulten necesarias para el cálculo del valor liquidativo diario de los valores cotizados o negociados en mercados extranjeros.

6. El cumplimiento de esta obligación de suministro de información determinará que las participaciones en los correspondientes Fondos tengan la consideración de valores cotizados a los efectos de aquellas disposiciones que regulan regímenes específicos de inversión. En el caso de que la Sociedad Rectora correspondiente no reciba la información necesaria y, como consecuencia de ello, no pueda publicar los datos indicados durante siete días consecutivos o quince alternos en el plazo de un mes, lo hará constar así en el correspondiente Boletín de Cotización. A partir de ese momento, y hasta que no transcurran treinta días seguidos de publicidad regular de tales datos, las inversiones que se hagan en las participaciones en cuestión no podrán considerarse como valores admitidos a cotización a los efectos de las señaladas disposiciones sobre regímenes específicos de inversión.

Art. 14. Constitución del capital y patrimonio.—Las aportaciones para la constitución del capital social o del patrimonio se realizarán exclusivamente en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en los demás activos financieros que, de acuerdo con las reglas de cada tipo de Institución, resulten aptos para cubrir sus coeficientes de inversión o liquidez. Las aportaciones de valores y demás activos financieros estarán sujetas a las normas sobre inversiones establecidos en el artículo 4 y en los demás previstos en este Reglamento.

Art. 15. Número mínimo de accionistas y partícipes.—El número de accionistas de las Sociedades de Inversión y de partícipes en Fondos no podrá ser inferior al que en cada momento sea necesario para la admisión y permanencia de las acciones de una Sociedad a negociación en Bolsa. No obstante, las Sociedades y Fondos no constituidos por los procedimientos de fundación sucesiva y de suscripción pública de participaciones dispondrán de un plazo de un año, contado a partir de su inscripción en el correspondiente Registro administrativo, para alcanzar dicha cifra mínima.

Art. 16. Reducciones patrimoniales.—Cuando por circunstancias del mercado o del número de accionistas o partícipes por el obligado cumplimiento de la legislación especial o de las prescripciones de la Ley de Sociedades Anónimas, el patrimonio o el capital de las instituciones de inversión colectiva o el número de sus accionistas o partícipes descendieran de los mínimos establecidos en los artículos 12 y 15, dichas instituciones gozarán del plazo de un año durante el cual podrán continuar operando como tales. Dentro de dicho plazo deberán, bien llevar a efecto la reconstitución del capital o del patrimonio y del número de accionistas o partícipes,

bien decidir su disolución, bien acordar el cese de su condición como tal institución de inversión colectiva y solicitar la exclusión del Registro administrativo correspondiente, con las consiguientes modificaciones estatutarias y de su actividad. Transcurrido dicho plazo se cancelará la inscripción en los Registros administrativos si dicha inscripción subsistiera, salvo que se hubiera consolidado por reconstitución del patrimonio o del número de socios o partícipes.

Art. 17. Inversiones y coeficientes mínimos de liquidez.—1. Las Sociedades y Fondos de Inversión tendrán, al menos, el 90 por 100 de su activo invertido en:

a) Valores admitidos a negociación en una Bolsa de Valores española.

b) Valores representativos de la deuda del Estado, así como otros valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

c) Otros valores, tales como los propios del Mercado Hipotecario, los pagarés de empresa, siempre que sean negociados en un mercado español organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público.

d) Valores respecto a los cuales esté solicitada la admisión a negociación en algunos de los mercados a los que se refieren las letras anteriores. A dichos valores se equiparán aquéllos en cuyas condiciones de emisión conste el compromiso de solicitar la admisión a negociación, siempre que el plazo inicial para cumplir dicho compromiso sea inferior a un año. En el caso de que no se produzca la admisión a negociación de los valores en el plazo de seis meses desde que se solicite o no se cumpla el compromiso de presentar en el plazo determinado la correspondiente solicitud de admisión, deberá procederse a la correspondiente reestructuración de la cartera en los dos meses siguientes al término de los plazos antes señalados. A este fin, la Entidad emisora deberá publicar en el «Boletín Oficial del Estado» la circunstancia de haber transcurrido los plazos señalados sin haberse producido los hechos mencionados.

El porcentaje mencionado en el párrafo primero de este número será del 80 por 100 cuando se trate de Fondos de Inversión Mobiliaria.

2. Se considerará que un mercado está incluido en los definidos en la letra c) del número anterior cuando así lo establezca el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La correspondiente Orden será publicada en el «Boletín Oficial del Estado».

Con sujeción a lo dispuesto en el párrafo precedente y a los requisitos que pueda determinar el Ministro de Economía y Hacienda, las Sociedades y Fondos de Inversión podrán realizar operaciones en los mercados de futuros y opciones financieros. En particular, el Ministro de Economía y Hacienda podrá limitar, prohibir o condicionar a que estén expresamente previstas en los Estatutos o Reglamentos de Gestión aquellas transacciones o posiciones en tales instrumentos cuya finalidad no sea la estricta cobertura de riesgos.

3. A efecto del cómputo en el porcentaje al que se refiere el número 1 de este artículo y tratándose de valores negociados en mercados extranjeros, se estará, sin perjuicio de lo previsto en la normativa sobre control de cambios e inversiones españolas en el exterior, a las siguientes reglas:

a) Los valores que estén admitidos a negociación en Bolsas radicadas en Estados miembros de la OCDE, o se negocien en los mercados oficiales de Deuda Pública de tales Estados, se asimilarán a los admitidos en Bolsas de Valores españolas y a los negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, respectivamente.

b) Tratándose de valores negociados en mercados de los definidos en la letra c) del número 1 anterior que radiquen en un Estado miembro de la OCDE, el cómputo dentro del señalado porcentaje requerirá previa verificación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de que concurren en tales mercados las características mencionadas en dicha letra. Tal verificación podrá otorgarse con carácter general, para uno o varios mercados.

c) Si se trata de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores o en mercados de los mencionados en la letra c) del número 1 anterior no radicados en Estados miembros de la OCDE, el cómputo dentro del señalado porcentaje requerirá la previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá otorgarla con carácter general para uno o varios mercados o Bolsas, o para uno o varios valores, siempre que los citados mercados ofrezcan condiciones de transparencia, seguridad, organización y control no inferiores a los correspondientes españoles.

Los acuerdos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictados en cumplimiento de lo previsto en las letras b) y c) de este número se publicarán en el «Boletín Oficial del Estado».

4. Los coeficientes mínimos de liquidez de las Sociedades de Capital Variable y de los fondos de Inversión serán los siguientes, referidos al activo de la Institución:

a) En las Sociedades de Capital Variable el 5 por 100.

b) En los Fondos de Inversión el 3 por 100.

Los coeficientes de liquidez indicados se entenderán referidos al promedio mensual de saldos diarios del activo de la Institución, y deberán materializarse en efectivo o en depósitos o cuentas a la vista en el Depositario.

El Ministro de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán a la vista de la evolución de la contratación de acciones de las Sociedades de Capital Variable y de las suscripciones y reembolsos de los Fondos de Inversión, aumentar los citados coeficientes, sin que puedan superar el límite del 10 por 100.

Igualmente podrán establecer el procedimiento para el cálculo de los coeficientes.

Art. 18. Garantía y custodia de los activos.—1. Los valores mobiliarios y demás activos financieros integrados en el patrimonio de las Instituciones de Inversión

Colectiva no podrán pignorar ni constituirse en garantía de ninguna clase. Ello, no obstante, podrán ser objeto de operaciones de opción o préstamo bursátil con los requisitos que pueda establecer el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Dichos valores y activos habrán de estar bajo custodia de los Depositarios correspondientes, en los términos establecidos en este Reglamento.

Art. 19. Obligaciones frente a terceros.—1. Las obligaciones frente a terceros de una Institución de Inversión Colectiva no podrán exceder del 20 por 100 de su activo. No se tendrán en cuenta, a estos efectos, los débitos contraídos en la compra de activos financieros en el período de liquidación de la operación, pero sí los procedentes de operaciones bursátiles financiadas mediante crédito.

No obstante, las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y los Fondos de Inversión no podrán endeudarse más allá del 10 por 100 de su activo y siempre que el endeudamiento se produzca por plazo no superior a un mes y tenga por objeto resolver dificultades transitorias de tesorería, lo cual deberá ser hecho público de acuerdo con lo previsto en el artículo 10 de este Reglamento.

2. Ni las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable ni los Fondos de Inversión podrán recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo no podrán recibir fondos del público, en las formas expresadas, por plazo indeterminado o por plazo inferior al que se determine por el Ministerio de Economía y Hacienda.

SECCIÓN SEGUNDA

Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo

Art. 20. Legislación aplicable y denominación social.—1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo se regirán por lo establecido en la Ley 46/1984, en este Reglamento, y en lo no previsto en aquélla, en la Ley de Sociedades Anónimas.

2. En la razón social de estas Sociedades deberá figurar necesariamente la denominación de «Sociedades de Inversión Mobiliaria», o su abreviatura «SIM».

Art. 21. Requisitos de constitución.—Serán requisitos necesarios para su acceso al Registro administrativo los siguientes:

a) Objeto social. Deberán tener por objeto social exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros en la forma prevista en este Reglamento, para compensar, por una adecuada composición de su activo, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política en otras Sociedades.

b) Nacionalidad. Deberán ser Sociedades Anónimas de nacionalidad española constituidas con arreglo al régimen jurídico vigente y, por tanto, inscritas en el correspondiente Registro Mercantil, domiciliadas en territorio español y con su administración central en el mismo.

c) Estatutos sociales. En los Estatutos de la Sociedad deberán constar necesariamente las siguientes menciones:

Si existe o no la posibilidad de encomendar la gestión de los activos sociales a un tercero, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo siguiente.

Criterios o normas generales a que habrán de ajustar su política de inversiones.

Normas sobre la constitución y funcionamiento de la Comisión de Control de Gestión o Auditoría, de conformidad con lo establecido en los artículos 23 y siguientes de este Reglamento.

d) Remuneraciones o ventajas especiales. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas para los fundadores o promotores previstas en la Ley de Sociedades Anónimas.

Art. 22. La administración de la Sociedad.—1. Serán órganos de administración y representación de la Sociedad los determinados en su Estatuto, de conformidad con las prescripciones de la legislación sobre Sociedades Anónimas.

2. No obstante lo anterior, la Junta general de accionistas podrá acordar, cuando así lo prevean los Estatutos de la Sociedad, que la gestión o administración de los activos que formen el patrimonio social, bien en su totalidad, bien en parte determinada, se encomiende a una de las Sociedades Gestoras de Carteras, a que se refiere el título IV de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, a una Sociedad o Agencia de Valores, o a una de las Entidades del artículo 76, segundo párrafo, apartado a), de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, o sólo en el caso de que se le asigne la gestión global de dichos activos unida a otras funciones de administración o representación, a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. El eventual acuerdo de la Junta general será elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil y en el correspondiente Registro administrativo.

3. El acuerdo mencionado en el apartado anterior no relevará a los órganos de administración de la Sociedad ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les imponen.

Art. 23. Régimen de auditoría.—1. Las cuentas anuales y el informe de gestión de las Sociedades de Inversión Mobiliaria deberán ser objeto de auditoría de cuentas, siéndoles de aplicación lo previsto en la letra c) del artículo 26 de la Ley del Mercado de Valores.

2. Los Estatutos de la Sociedad preverán la existencia de una Comisión de Control de Gestión y Auditoría, que deberá constituirse cuando lo soliciten, al tiempo

de la constitución de la Sociedad o en cualquier otro momento posterior, un número de accionistas que representen, al menos, el 10 por 100 del capital social. La solicitud se realizará por procedimiento fehaciente a los órganos de administración de la Sociedad que, en un plazo de treinta días, deberán convocar la Junta general de socios para la designación de los Vocales de la Comisión, de conformidad con lo dispuesto en el apartado siguiente y en los Estatutos sociales.

En defecto de tal solicitud, la Comisión no se constituirá y sus funciones serán desempeñadas de conformidad con las reglas generales de las Sociedades Anónimas.

3. La Comisión de Control de Gestión y Auditoría estará integrada por un número par de accionistas, elegidos por la Junta general de modo que se garantice la presencia de los accionistas minoritarios.

El número máximo de Vocales será de diez. Cada accionista o grupo de accionistas que represente un 10 por 100 del capital social podrá designar un Vocal de la Comisión.

Los Vocales de la Comisión no podrán formar parte del Consejo de Administración u órgano que haga sus veces, ni ser Directores o Apoderados de la Sociedad.

Art. 24. Normas de funcionamiento.—1. La Comisión elegirá su Presidente y Secretario entre sus miembros. En caso de igualdad en las votaciones para designar estos cargos tendrán preferencia los candidatos apoyados por los miembros de la Comisión que representen menor número de acciones en la Sociedad. Los acuerdos se adoptarán por mayoría, decidiendo en caso de igualdad el voto de calidad del Presidente.

2. La Comisión se reunirá cuando lo determine el Presidente, que deberá necesariamente convocarla en los siguientes casos:

a) Cuando resulte procedente el nombramiento de Auditor de acuerdo con la normativa vigente.

b) Cuando lo solicite, en escrito dirigido al Presidente proponiendo el orden del día, cualquiera de sus miembros.

La convocatoria se hará de modo que se asegure su conocimiento por los Vocales, en los plazos y formas que establezcan los Estatutos de la Sociedad. La Comisión quedará válidamente constituida cuando concurren, al menos, tres Vocales.

Art. 25. Funciones de la Comisión de Control de Gestión y Auditoría.—Son funciones propias de la Comisión de Control de Gestión y Auditoría:

a) Procurar el conocimiento de la situación económico-financiera de la Sociedad por todos los accionistas, velando por la elaboración y puntual difusión de los documentos de información mencionados en el artículo 10.

b) Designar por mayoría el Auditor que haya de intervenir en la verificación de las cuentas anuales.

c) Cualquier otra facultad que le asignen los Estatutos de la Sociedad.

Para el cumplimiento de esas funciones podrá la Comisión recabar periódicamente la información pertinente de los órganos de la administración social. Podrá, asimismo, requerir al Consejo de Administración, en escrito proponiendo el orden del día, para que se convoque la Junta general de accionistas en los términos del artículo 96 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Art. 26. Inversión del activo.—1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria tendrán, al menos, el 90 por 100 de su activo invertido en activos de los mencionados en el artículo 17 del presente Reglamento.

2. Las Sociedades dispondrán en un plazo de tres meses para efectuar la inversión de las aportaciones dinerarias recibidas con motivo de la constitución o ampliación de capital, y de un plazo de un mes para reinvertir los recursos procedentes de las enajenaciones.

Art. 27. Depósito de valores mobiliarios y activos financieros.—Los valores mobiliarios y activos financieros que formen parte de la cartera de las Sociedades de Inversión Mobiliaria deberán estar depositados en las Entidades legalmente habilitadas para el ejercicio de esta función. El efectivo deberá depositarse en Entidades de Depósito.

Art. 28. Operaciones.—Las Sociedades de Inversión Mobiliaria realizarán sus operaciones en la forma prevista en el artículo 8 de este Reglamento. En el supuesto de exclusión de valores de la cotización oficial, o cuando ésta se encuentre suspendida, sólo podrán enajenarse mediante el procedimiento de subasta bursátil que se regula en el capítulo XVI del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, salvo que los Estatutos de la Sociedad prevean otra cosa.

Los bienes inmuebles deberán enajenarse previa su tasación en la forma prevista en la legislación del Mercado Hipotecario, siempre que el precio de venta sea inferior a su valor contable.

Art. 29. Criterios de valoración.—Los valores mobiliarios cotizados figurarán en el Balance a precio no superior a la cotización oficial media del último mes del ejercicio; si no hubiera habido dicha cotización o la cotización estuviera suspendida, a precio no superior al del último cambio fijado, salvo que constara de modo fehaciente un precio menor.

Art. 30. Cuentas anuales.—1. Los Administradores de la Sociedad estarán obligados a formular, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio, el Balance con la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, la propuesta de distribución de resultados y el informe de gestión. El ejercicio social se ajustará siempre al año natural.

2. Dentro del cuarto mes de cada ejercicio deberán remitir estos documentos, juntamente con el informe de Auditoría, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Asimismo, deberán redactar los documentos de

información a que se refiere el artículo 10 y hacerlos públicos en la forma prevista en el mismo.

Art. 31. Determinación de resultados y su distribución.—1. La determinación de los resultados se hará en la forma prevista en la Ley de Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad, en lo que no se oponga a la Ley 46/1984.

2. Los resultados procedentes de la enajenación de los valores mobiliarios y demás activos financieros se determinarán tomando como valor o precio de coste de los enajenados el que resulte según los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas. La Junta general de la Sociedad deberá aprobar el sistema elegido, que habrá de ser mantenido, al menos, tres ejercicios completos.

Los activos financieros figurarán en el Balance a precio no superior a la cotización media del último mes del ejercicio.

3. Los resultados del ejercicio se distribuirán conforme a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad, en lo que no se oponga a la legislación reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. En ningún caso podrán distribuirse las plusvalías no realizadas. A estos efectos no supondrán distribución de resultados la entrega de acciones liberadas con cargo a los mismos, sin perjuicio del régimen fiscal correspondiente.

4. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de los criterios de valoración, y de elaboración de las cuentas anuales a que se refieren el presente artículo y los anteriores.

SECCIÓN TERCERA

Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable

Art. 32. Características básicas.—1. Son Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable aquellas cuyo capital correspondiente a las acciones en circulación es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital estatutario máximo y del inicial fijado, mediante la venta o adquisición por la Sociedad de sus propias acciones en los términos establecidos en el artículo siguiente, sin necesidad de acuerdo de la Junta general.

2. Estas Sociedades deberán adoptar necesariamente la forma de Sociedad Anónima y se registrarán por lo establecido en esta Sección, aplicándoseles en lo no previsto en ella las normas relativas a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo y, en su defecto, la Ley de Sociedades Anónimas.

3. En la escritura de constitución de la Sociedad y en sus Estatutos, además de los requisitos establecidos en el artículo 9 de la Ley de Sociedades Anónimas, se expresarán:

a) La razón social de la Sociedad, en la que deberá figurar necesariamente la denominación «Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable», o su abreviatura «SIMCAV».

b) El objeto social, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo 2 de este Reglamento.

c) El capital inicial, que no podrá ser inferior al mínimo establecido en el artículo 12, expresando el número de acciones en que esté dividido y el valor nominal de las mismas.

d) El capital estatutario máximo, con las menciones detalladas en el párrafo anterior.

e) El compromiso de cumplir cuantos requisitos le sean exigidos para la admisión y permanencia de sus acciones en la cotización oficial.

f) La designación de un Depositario autorizado.

g) Si existe o no la posibilidad de encomendar la gestión de los activos sociales a un tercero, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 22.

h) Las normas o criterios generales a que habrán de ajustar su política de inversiones.

4. El capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de la constitución de la Sociedad. El capital estatutario máximo no podrá superar en más de 10 veces el capital inicial.

5. Sólo actuarán como Sociedades de Capital Variable mientras permanezcan inscritas en el Registro administrativo correspondiente y sus acciones estén admitidas con efectos plenos en la cotización oficial. En los casos de suspensión o exclusión de cotización oficial se les aplicarán las reglas propias de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo.

6. Las acciones representativas de capital estatutario máximo que no estén suscritas o las que posteriormente haya adquirido la Sociedad se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores en la forma que se establece en el artículo siguiente; las acciones en cartera deberán estar en poder del Depositario.

7. El título de la acción deberá expresar necesariamente, además de las menciones que con carácter general establece la Ley de Sociedades Anónimas, el capital inicial y el capital estatutario máximo.

8. El ejercicio de los derechos incorporados a las acciones en cartera quedará en suspenso hasta que hayan sido suscritas y desembolsadas.

9. Las obligaciones, pagarés o títulos similares que emitan quedarán sometidos a la limitación prevista en el artículo 19 de este Reglamento. En ningún caso podrán ser convertibles en acciones.

10. La disminución del capital inicial y el aumento o disminución del estatutario máximo deberán acordarse por la Junta general, con los requisitos establecidos por la Ley de Sociedades Anónimas.

11. Los accionistas no gozarán del derecho preferente de suscripción en la emisión o puesta en circulación de nuevas acciones, incluso en las creadas en el supuesto de aumento del capital estatutario máximo. Las acciones deberán ponerse en circulación conforme a lo dispuesto en el artículo siguiente.

Art. 33. *Requisitos de funcionamiento.*—1. La Sociedad comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en las Bolsas de Valores, bien en la contratación normal, bien mediante oferta pública de adquisición o venta de sus acciones. Ambas modalidades operativas tendrán lugar siempre que el precio de adquisición o venta de sus acciones sea, respectivamente, inferior o superior a su valor teórico, determinado conforme se dispone en este artículo. Cuando la diferencia entre dicho valor teórico y la cotización oficial sea superior al 5 por 100 de aquél, la Sociedad deberá intervenir necesariamente comprando o vendiendo sus acciones según que la cotización de las mismas sea inferior o superior a su valor teórico. Para asegurar la efectividad de esta característica esencial de su funcionamiento, el Gobierno podrá establecer, según la coyuntura bursátil, la obligación de intervenir en el mercado con diferencias distintas a la citada del 5 por 100, mediante acuerdo publicado en el «Boletín Oficial del Estado».

A efectos de lo establecido en este número, la Sociedad podrá poner en circulación acciones a precio inferior a su valor nominal y no le será aplicable lo indicado a este respecto en la Ley de Sociedades Anónimas.

2. El valor teórico de la acción será el resultado de dividir el valor del patrimonio de la Sociedad por el número de acciones en circulación. A estos efectos los valores mobiliarios y demás activos financieros de la Sociedad se valorarán al precio bursátil del día anterior o su equivalente. Los activos financieros no contratados en los mercados organizados mencionados en el artículo 17 se valorarán siguiendo el criterio del valor de amortización.

Las amortizaciones de los bienes muebles o inmuebles que formen parte del activo, los impuestos que graven el beneficio social y todos los gastos de funcionamiento deberán provisionarse diariamente para la determinación exacta del valor del patrimonio de la Sociedad.

A los efectos del párrafo anterior, deberán formularse, antes del comienzo de cada ejercicio, una previsión de los gastos que puedan devengarse en el mismo. Esta previsión deberá hacerse pública en el primer mes del ejercicio, de acuerdo con lo establecido en el artículo 10.1.c) de este Reglamento.

3. Los resultados que sean imputables a la adquisición y venta de sus propias acciones sólo podrán repartirse cuando el patrimonio, valorado de conformidad con el apartado anterior, sea superior al capital social desembolsado.

4. La Sociedad deberá reducir obligatoriamente el capital desembolsado, reduciendo el valor nominal de sus acciones en circulación, cuando el patrimonio social hubiera disminuido por debajo de las dos terceras partes

de la cifra de capital suscrito, siempre que haya transcurrido un año sin que se haya recuperado el patrimonio. En igual proporción se reducirá el valor nominal de las acciones en cartera.

5. Si por cualquier causa resultaran las acciones excluidas de negociación en Bolsa de acuerdo con lo previsto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y las normas que lo desarrollen, la Sociedad garantizará al accionista que pretenda realizar sus acciones el reintegro del valor teórico de éstas, fijado en función de los cambios medios del último mes de cotización, a través de una oferta pública dirigida a todos los accionistas. Si con posterioridad a la exclusión de cotización el valor teórico de las acciones hubiere variado, la oferta pública de adquisición podrá realizarse por un precio distinto, igual al valor teórico del día anterior a aquel en que la oferta se formule.

6. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de lo dispuesto en los números anteriores del presente artículo.

SECCIÓN CUARTA

Fondos de Inversión Mobiliaria

Art. 34. *Constitución.*—1. El Fondo se constituirá mediante escritura pública, otorgada por la Sociedad Gestora y el depositario, en la forma y con los requisitos previstos en el artículo 9 y la aportación efectiva de los bienes que integren el patrimonio.

2. La escritura deberá necesariamente contener:

a) La denominación del Fondo, que deberá ir seguida, en todo caso, de la expresión «Fondo de Inversión Mobiliaria», o de su abreviatura, «FIM».

b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades mencionadas en el artículo 2 de este Reglamento.

c) El patrimonio del Fondo, que en el momento de su constitución deberá alcanzar al menos 500 millones de pesetas.

d) El nombre y domicilio de la Sociedad Gestora y del depositario, los datos relativos a la inscripción de la Sociedad Gestora en el Registro Mercantil y en el Administrativo de Sociedades Gestoras, así como la identificación de sus Administradores.

e) El Reglamento de Gestión del Fondo, con las menciones mínimas que se detallan en el artículo siguiente.

Art. 35. *Reglamento de Gestión.*—1. El Reglamento de Gestión constituye el conjunto de normas que, ajustadas a la legislación vigente en cada momento, regirán el Fondo, y deberá contener, como mínimo, las siguientes especificaciones:

a) La denominación del Fondo.

b) El nombre y domicilio de la Sociedad Gestora y

del depositario y las normas para la dirección, administración y representación del Fondo.

c) Requisitos de la sustitución de la Sociedad Gestora y el depositario.

d) El plazo de duración del Fondo, que podrá ser ilimitado.

e) Los criterios sobre inversiones y las normas para la selección de valores que hayan de integrar el Fondo.

f) Los planes especiales de inversión ofrecidos a los partícipes, con especificación de sus características en cuanto a aportaciones mínimas y su revisión, duración del plan, cuantía de las comisiones a pagar por los suscriptores de los planes, normas de preaviso para su cancelación por el partícipe, causas de terminación por la Sociedad Gestora, garantías que se obtengan de Instituciones Financieras, normas especiales de información y demás circunstancias de los planes.

g) Procedimiento para la emisión y reembolso de las participaciones.

h) Precio inicial de las participaciones al tiempo de la constitución del Fondo.

i) Volumen máximo si se considera conveniente establecerlo, que podrá alcanzar el total de participaciones propiedad de un mismo partícipe.

j) Características de los certificados y de las anotaciones representativas de las participaciones.

k) Comisiones mínimas y máximas inherentes a la suscripción y reembolso de participaciones.

l) Descuentos a favor del Fondo a practicar en los reembolsos.

m) Fijación de la forma en que haya de calcularse la comisión de la Sociedad Gestora y la remuneración por los servicios del depositario.

n) Criterios sobre distribución de resultados.

ñ) Forma y plazos para el pago efectivo a los partícipes de los beneficios distribuidos.

o) Requisitos y formas para llevar a cabo la modificación del contrato y del Reglamento, y la conversión del Fondo en Sociedad.

p) Causas de disolución del Fondo y normas para su liquidación, indicando la forma de distribuir en tal caso el patrimonio entre los partícipes del mismo y los requisitos de publicidad que previamente habrán de cumplirse.

q) Forma o criterios de designación de los Auditores y, en su caso, derechos especiales de información sobre los estados financieros del Fondo y la Sociedad Gestora que se reconozcan a los partícipes.

2. Toda modificación del Reglamento, una vez autorizada, deberá ser publicada en el «Boletín Oficial del Estado» y comunicada por la Sociedad Gestora a los partícipes en el plazo de los diez días siguientes a la notificación de la autorización. Cuando la modificación

afecte a la política de inversiones, distribución de resultados, requisitos para la modificación del contrato o del Reglamento de Gestión, sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario, conversión del Fondo de la Sociedad, establecimiento o modificación de las Comisiones de Gestión, de Reembolso o de Depósito de Valores, los partícipes podrán optar, en el plazo de un mes a partir de la fecha de publicación en el «Boletín Oficial del Estado», a que se refiere el número 4, o de la fecha de remisión de las comunicaciones mencionadas en el mismo número, si ésta fuera posterior, por el reembolso de sus participaciones, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo, determinado conforme a lo dispuesto en el artículo 41, que corresponda a la fecha de la inscripción de la correspondiente modificación en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este mismo deber de información por parte de la Sociedad Gestora y el derecho de reembolso de los partícipes regirá en caso de establecimiento o elevación de la Comisión de Reembolso, aunque no suponga modificación del Reglamento, si bien en este supuesto el valor liquidativo será el correspondiente a la fecha de entrada en vigor de la decisión adoptada por la Sociedad Gestora.

3. Si, como consecuencia del ejercicio por los partícipes de la facultad prevista en el número anterior, fueran solicitados reembolsos por un importe total igual o superior al 35 por 100 del patrimonio del Fondo, se considerará que ello constituye un hecho relevante a efectos del número 4 del artículo 10.

Si los reembolsos solicitados alcanzaran un importe total igual o superior al 50 por 100 del patrimonio del Fondo, éste podrá ser disuelto.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores exigirá, como requisito previo para la inscripción de toda modificación en sus Registros administrativos, la presentación de la documentación que acredite el cumplimiento de las obligaciones de publicación y comunicación, así como la posibilidad de que los partícipes hayan ejercitado el derecho de separación en las especiales condiciones que establece el número 2 de este artículo. Respecto a la obligación de publicación y comunicación, se entenderá acreditada por la presentación del extracto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado» y la justificación de remisión adecuada de las comunicaciones.

Art. 36. *Suscripción pública de participaciones.*—

1. Con la finalidad de integrar el patrimonio necesario para la constitución del Fondo, la Sociedad Gestora y el Depositario, promotores de un Fondo de Inversión, podrán llevar a cabo una oferta pública de las participaciones del mismo, que quedará sometida a las siguientes reglas:

a) La intención de realizar tal oferta deberá incluirse en la documentación general relativa a la autorización del Fondo, cumpliendo todos los trámites previstos en el artículo 9.º del presente Reglamento.

b) La oferta pública, en cuanto emisión de valores, se ajustará a las normas previstas en el título III de la

Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores, aplicándose las mismas reglas especiales previstas en el número 1 del artículo 13 de este Reglamento.

2. Los recursos captados mediante la oferta de futuras participaciones se depositarán en el Depositario en cuenta especial abierta a nombre de los aportantes y se materializarán en valores de deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, o en depósitos o cuentas a plazo o a la vista.

3. Transcurrido un año desde la autorización de la oferta pública sin que el Fondo se hubiera constituido por no haberse alcanzado el patrimonio mínimo legal, se procederá a la liquidación de la cuenta devolviéndose a los aportantes el importe de sus respectivas aportaciones y los incrementos de patrimonio o rendimientos obtenidos, sin repercutírseles gasto alguno.

4. Esta suscripción pública y su liquidación serán objeto de verificación por los expertos en la forma establecida en este Reglamento. En estos casos se designará un Auditor por la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre los que figuren inscritos en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.

5. Siempre que se alcance el patrimonio mínimo legal, el Fondo deberá ser constituido en el plazo de un mes, siempre que no hubiera transcurrido un año según lo dispuesto en el número 3, transmitiéndosele en el mismo acto la titularidad de los bienes existentes con las ganancias y rendimientos devengados. Simultáneamente se reconocerán a los aportantes participaciones en el Fondo por el importe equivalente a sus respectivas aportaciones.

6. En el procedimiento de suscripción pública de participaciones, la Sociedad Gestora y el depositario responderán frente a los partícipes y terceros en la forma establecida en la Ley de Sociedades Anónimas.

Art. 37. *Inversión del patrimonio.*—1. El activo del Fondo, que aumentará o disminuirá en cualquier momento por la suscripción o reembolso de participaciones, estará invertido de la forma siguiente:

a) Un porcentaje promedio mensual de saldos diarios del activo del Fondo no inferior al 80 por 100 deberá ser invertido en valores de los indicados en el artículo 17.

b) El resto de los recursos podrá invertirse, además de en los valores a los que se refiere la letra anterior, en los valores que gocen de especial liquidez según lo previsto en el artículo 49 de este Reglamento.

2. La Sociedad Gestora dispondrá de un plazo de tres meses para efectuar la inversión de las aportaciones dinerarias obtenidas con motivo de la constitución del Fondo.

Art. 38. *Depósito de valores mobiliarios y activos financieros.*—Los valores mobiliarios, activos financieros y efectivo integrados en el Fondo estarán bajo la custodia del Depositario. El efectivo, en todo caso, habrá de estar en cuenta abierta en Entidad de Depósito.

Art. 39. *Operaciones.*—Se aplicarán a los Fondos de

Inversión las normas generales sobre operativa establecida para Sociedades de Inversión en el artículo 28 de este Reglamento.

Art. 40. *Administración.*—La dirección y administración de los Fondos de Inversión Mobiliaria se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de Gestión de cada Fondo, debiendo recaer necesariamente en una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva de las reguladas en este Reglamento, que no podrá hacerse sustituir en sus funciones mediante contrato de gestión con terceros.

En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la Sociedad Gestora con terceros en el ejercicio de las atribuciones que les correspondan, conforme al artículo 2 de este Reglamento.

Art. 41. *Las participaciones.*—1. El patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones de iguales características, sin valor nominal, que confieren a sus titulares un derecho de propiedad sobre aquél, ajustado a los términos que lo regulan legal y contractualmente.

2. El valor de la participación será el resultado de dividir el patrimonio del Fondo, evaluado de acuerdo con las normas señaladas en el artículo 43, por el número de participaciones en circulación.

3. El número de participaciones no será limitado y su suscripción o reembolso dependerán de la demanda o de la oferta que de las mismas se haga.

4. La transmisión de las participaciones, la constitución de derechos limitados u otra clase de gravámenes y el ejercicio de los derechos inherentes a las mismas se regirá por lo dispuesto con carácter general para los valores negociables. En el caso de que dichas participaciones se encuentren representadas por medio de anotaciones en cuenta, les será de plena aplicación lo señalado por los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores.

5. La suscripción de participaciones implicará la aceptación por el partícipe del Reglamento por el que se rige el Fondo.

Art. 42. *Suscripciones y reembolso.*—1. La Sociedad Gestora estará obligada a emitir y reembolsar participaciones en el Fondo desde el mismo momento en que se solicite por los interesados, con los requisitos previstos en este artículo.

2. El precio de las participaciones, a los efectos de las suscripciones y reembolsos que se soliciten, será el valor diariamente fijado, conforme a lo previsto en el apartado 2 del artículo anterior, por la Sociedad Gestora, modificado, en su caso, por los descuentos a favor del Fondo o de la Sociedad Gestora que el Reglamento del Fondo determine.

3. A efectos de fijar dicho precio, el patrimonio del Fondo podrá valorarse a los cambios bursátiles o equivalentes correspondientes al día hábil anterior al de la

solicitud, al mismo día o al siguiente, según establezca el Reglamento del Fondo.

4. En el supuesto de reinversiones pactadas con carácter automático, el precio aplicable será el correspondiente a la fecha del devengo del beneficio reconocido al partícipe.

5. En todo caso, el valor que se señale para la suscripción será el mismo que regirá para los reembolsos solicitados al mismo tiempo.

6. En los planes especiales de inversión ofrecidos a los partícipes se podrá determinar el precio para la suscripción de participaciones con cargo a las cuotas del plan, en función de un día fijo comprendido en el período de pago de aquéllas.

7. El pago del reembolso se hará por el Depositario en el plazo máximo de tres días hábiles desde la presentación de la solicitud a la Sociedad Gestora.

8. Como excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, los Reglamentos de Gestión de los Fondos podrán establecer que los reembolsos por cifras superior a los 50 millones de pesetas o cualquier otra superior exigirán para su plena efectividad el preaviso a la Sociedad Gestora con diez días de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de reembolso. Asimismo, cuando la suma total de lo reembolsado a un mismo partícipe, dentro de un período de diez días, sea igual o superior a 50 millones de pesetas, podrá la Sociedad Gestora exigir el requisito del preaviso para las nuevas peticiones de reembolso que, cualquiera que sea su cuantía, le formule el mismo partícipe dentro de los diez días siguientes al reembolso últimamente efectuado.

9. Cuando la contratación de valores cotizados hubiese sido suspendida y dichos valores y otros similares, aún no cotizados, emitidos por la misma Sociedad formen parte del Fondo, el reembolso y suscripción de la participación se realizará al precio determinado conforme a los apartados anteriores de este artículo, siempre que la valoración de los valores citados no exceda del 5 por 100 del valor del patrimonio y así se haya previsto en el Reglamento del Fondo.

En cualquier otro caso, las suscripción y reembolso de participaciones se hará en efectivo por la parte del precio de la participación que no corresponda a los valores citados en el párrafo precedente, haciéndose efectiva la diferencia cuando se reanude la contratación y habida cuenta de la cotización del primer día en que se produzca. En la suscripción el partícipe, y en el reembolso la Sociedad Gestora, harán constar que se comprometen a hacer efectivas las diferencias calculadas en la forma expresada, debiendo la Sociedad Gestora proceder a la compensación de diferencias caso de que el partícipe solicite el reembolso de las participaciones antes de superarse las circunstancias que dieron lugar a su débito.

10. En casos excepcionales, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar, a solicitud motivada de la Sociedad Gestora y cuando así esté previsto

en el Reglamento de Gestión, que el reembolso de participaciones se haga en valores que formen parte integrante del Fondo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores fijará en tales supuestos las condiciones y plazos en los que podrá hacerse uso de dicha facultad excepcional.

Art. 43. Valoración del patrimonio.—1. El valor del patrimonio de los Fondos será el resultante de deducir las cuentas acreedoras de la suma de todos sus activos, valorados con sujeción a las normas contenidas en el presente Reglamento y en las disposiciones que lo desarrollan.

2. Los valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores se valorarán a los cambios del último día bursátil anterior a aquél al que se refiere la valoración. No obstante, al solo efecto de determinar el precio de las participaciones, podrán valorarse al del mismo día o siguiente bursátil o equivalente, si así está previsto en el Reglamento de Gestión del Fondo.

Art. 44. Distribución de resultados.—1. Los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los rendimientos obtenidos por el Fondo la comisión de la Sociedad Gestora y los demás gastos previstos en el Reglamento de cada Fondo, en especial los de auditoría y custodia.

2. A efectos de determinación del valor o precio de coste de los activos enajenados podrán utilizarse los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas, de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento del Fondo, manteniéndose el sistema elegido a lo largo de, por lo menos, tres ejercicios completos.

3. El Reglamento del Fondo establecerá los períodos de determinación de sus resultados, así como la forma de su distribución.

4. En ningún caso podrán distribuirse los incrementos de patrimonio no realizados. No son incrementos de patrimonio los rendimientos de capital devengados por los valores mobiliarios y activos financieros que formen parte del patrimonio. A estos efectos no constituye distribución de resultados la entrega de participaciones en el Fondo liberadas con cargo a dichos incrementos.

Art. 45. Comisiones.—1. Las Sociedades Gestoras podrán percibir de los Fondos una comisión de gestión como remuneración de sus servicios. Los límites máximos de dicha comisión se fijarán en el Reglamento de Gestión del Fondo en función de su patrimonio, de sus rendimientos o de ambas variables.

2. La comisión se aplicará con carácter general a todos los partícipes, salvo lo previsto en el artículo 35.1.f), de este Reglamento, y su cuantía inicial y sucesivas modificaciones deberán hacerse públicas en la forma prevista en el artículo 1.1.c).

3. No podrán percibirse comisiones de gestión que superen los límites siguientes:

a) Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del Fondo, el 2,5 por 100 de éste.

b) Cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 20 por 100 de los mismos.

c) Cuando se utilicen ambas variables, el 1,5 por 100 del patrimonio y el 10 de los resultados.

Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda a variar los porcentajes anteriores hasta un máximo del 25 por 100 de los respectivos límites.

4. Las comisiones de suscripción y reembolso no podrán ser superiores al 5 por 100 del precio de las participaciones.

5. La comisión del Depositario no podrá exceder del 4 por 1.000 anual del valor nominal del patrimonio custodiado. Excepcionalmente, y previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dicha comisión podrá ser superior tratándose de Depositarios que hayan de cumplir íntegramente sus funciones con el extranjero. Con independencia de esta comisión, los Depositarios podrán percibir de los Fondos comisiones de realización de operaciones de compra o venta, cobro de cupones u otras actividades similares, siempre que sean conformes con las normas generales reguladoras de las correspondientes tarifas.

Art. 46. Cuentas anuales.—1. Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión deberán formular, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio económico, el Balance, la Cuenta de Resultados y la Memoria Explicativa referidos al ejercicio anterior del Fondo administrado.

2. Los documentos mencionados en el apartado anterior deberán ser auditados de acuerdo con lo previsto en el artículo 60 y siguientes de este Reglamento.

3. Dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio, las Sociedades Gestoras presentarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores los citados documentos contables, junto con el informe de auditoría.

4. El ejercicio económico para las Sociedades Gestoras y para los Fondos de Inversión será el año natural.

5. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de los preceptos contenidos en los artículos 43, 44 y en el presente.

Art. 47. Disolución y liquidación.—1. Serán causas de disolución del Fondo el cumplimiento del término señalado en el contrato de constitución, el acuerdo de la Sociedad Gestora y el Depositario cuando el Fondo fue constituido por tiempo indefinido, el cumplimiento de los supuestos previstos en este Reglamento, y las demás causas que se establezcan en su Reglamento de Gestión.

2. Una vez disuelto el Fondo se abrirá el período de liquidación, quedando suspendido el derecho de reembolso. La Sociedad Gestora, con el concurso del Depositario, actuará de liquidador, procediendo con la mayor diligencia y en el más breve plazo posible a enajenar los valores y activos del Fondo, y a satisfacer y percibir los

créditos. Una vez realizadas estas operaciones elaborarán los correspondientes estados financieros y determinarán la cuota que corresponda a cada partícipe.

Dichos estados deberán ser verificados en la forma prevista en este Reglamento. El Balance y Cuenta de Resultados deberán ser publicados en el «Boletín Oficial del Estado» y en uno de los periódicos de mayor circulación del domicilio de la Sociedad Gestora.

Transcurrido el plazo de un mes a partir de la fecha de su publicación sin que hubiera habido reclamaciones, se procederá al reparto del patrimonio entre los partícipes. Las cuotas no reclamadas en el plazo de tres meses se consignarán en depósito en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos, quedando a disposición de sus legítimos dueños.

Si hubiera reclamaciones se estará a lo que disponga el Juez o Tribunal competente, pudiéndose realizar entregas a los partícipes en concepto de liquidación provisional.

Una vez efectuado el reparto total del patrimonio, la Sociedad Gestora y el Depositario solicitarán la cancelación de los asientos referentes al Fondo en el Registro Mercantil y en el Registro Administrativo que corresponda.

SECCIÓN QUINTA

Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario

Art. 48. Legislación aplicable y denominación exclusiva.—1. Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario se registrarán por las disposiciones establecidas en esta sección y, en su defecto, por las mismas normas que los Fondos de Inversión Mobiliaria.

2. Su denominación deberá ir seguida de la expresión «Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario», o su abreviatura «FIAMM».

Art. 49. Inversión del patrimonio.—1. Un porcentaje promedio mensual de saldos diarios del activo del Fondo no inferior al 90 por 100 deberá estar invertido en valores de renta fija admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o, en los términos que autorice la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en otros valores de los mencionados en el artículo 17 que, por su vencimiento a corto plazo o por las garantías de su realización, gocen de elevada liquidez.

2. No podrán formar parte del patrimonio de estos Fondos, acciones, obligaciones convertibles o que otorguen derecho a participar en ampliaciones de capital ni activos con plazos remanentes de amortización o reembolso superiores a los que resulten del fijado de acuerdo con lo previsto en el número 1 de este artículo.

3. Los Fondos a los que se refiere este artículo no podrán invertir más del 40 por 100 de su activo en valores de renta fija que no gocen de elevada liquidez.

4. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado

de Valores, establecerán con carácter general los criterios para determinar cuándo deba entenderse que un valor goza de elevada liquidez.

Asimismo, el Ministro de Economía y Hacienda podrá modificar el porcentaje señalado en el número anterior.

Art. 50. Participaciones.—1. La Sociedad Gestora estará obligada a reembolsar las participaciones desde el mismo momento en que se solicite por sus titulares, con las salvedades previstas en el apartado 3 de este artículo.

2. El pago del reembolso por el Depositario se hará, como máximo, el día hábil siguiente a la presentación de la solicitud.

3. Como excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, el Reglamento del Fondo podrá establecer que los reembolsos por cifra superior a 1.000 millones de pesetas o cualquier otra superior exigirán para su plena efectividad el preaviso a la Sociedad Gestora con cinco días de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de reembolso.

Art. 51. Valoración del patrimonio e imputación de resultados.—1. El valor del patrimonio del Fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos las cuentas acreedoras.

2. La valoración de los valores admitidos a cotización oficial se realizará de acuerdo con lo establecido en el artículo 43 de este Reglamento. Los demás activos financieros que formen parte del patrimonio se valorarán, habida cuenta del plazo de amortización y de sus características intrínsecas, utilizando los criterios de valor de amortización y precio de mercado en la forma que determine el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Diariamente la Sociedad Gestora determinará el valor del patrimonio del Fondo y sus participaciones. La comisión de gestión, los impuestos que graven los beneficios, incluidos los que recaigan sobre las plusvalías no realizadas de los activos en cartera, y los gastos a cargo del Fondo se periodificarán diariamente.

4. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de los preceptos contenidos en los números anteriores del presente artículo.

Art. 52. Comisiones.—1. La comisión de gestión no podrá superar los límites siguientes:

a) Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del Fondo, el 1,5 por 100 de éste.

b) Cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 15 por 100 de éstos.

c) Cuando se utilicen ambas variables, el 1 por 100 del patrimonio y el 5 por 100 de los resultados.

Se autoriza al Ministerio de Economía y Hacienda a

variar los porcentajes anteriores hasta un máximo del 25 por 100 de los respectivos límites.

2. Las comisiones de suscripción y reembolso no podrán exceder del 1 por 100 del precio de las participaciones.

3. La retribución del Depositario se pactará libremente, pero no podrá ser superior al 1,5 por 1.000 anual del patrimonio custodiado. Con independencia de esta comisión, los Depositarios podrán percibir de los Fondos comisiones de realización de operaciones de compra o venta, cobro de cupones u otras actividades similares, siempre que sean conformes con las normas reguladoras de las correspondientes tarifas.

CAPITULO III

Sociedades Gestoras y Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva

Art. 53. Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.—1. Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva deberán reunir los siguientes requisitos:

a) Forma e inscripción: Podrán actuar como Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva las Sociedades Anónimas cuyo capital social se encuentre representado por acciones nominativas y que, cumpliendo los requisitos señalados en los párrafos siguientes, figuren debidamente inscritas en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Denominación exclusiva: A continuación de su denominación deberá constar la indicación «Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva» o su abreviatura «SGIIC».

c) Objeto social: Tendrán como objeto social exclusivo la administración y representación de Instituciones de Inversión Colectiva, siendo indelegable la adopción de las decisiones de inversión o desinversión, sin perjuicio de lo señalado en el número 2.

Será objeto de cancelación la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de aquellas Sociedades Gestoras que no asuman la administración de una Institución de Inversión Colectiva en el plazo del año siguiente a dicha inscripción.

d) Recursos propios y complementarios: Dispondrán en el momento de inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un capital social mínimo de 50 millones de pesetas, íntegramente desembolsado.

Estos recursos propios, en tanto no superen la cifra mínima establecida en el párrafo anterior, deberán estar invertidos, al menos en un 60 por 100, en valores de Deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, o en valores admitidos a negociación en una Bolsa de Valores. El 40 por 100 restante podrá estar invertido en cualquier activo adecuado al cumplimiento del fin social,

excepto participaciones de las instituciones gestionadas.

Los recursos propios deberán incrementarse en una proporción del 5 por 1.000 del valor efectivo del patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva que administren, en tanto éste no exceda de 10.000 millones de pesetas, y del 3 por 1.000, en lo que exceda de la cuantía señalada. A estos efectos, se considerarán recursos propios de la Sociedad el 40 por 100 de sus beneficios estimados, determinados de acuerdo con lo señalado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

e) Administración de la Sociedad: Entre sus órganos de gobierno deberá figurar un Consejo de Administración.

f) Financiación ajena: En ningún caso podrán emitir obligaciones, pagarés, efectos o títulos análogos, ni dar en garantía o pignorar los activos en que se materialicen los recursos propios mínimos a los que se refiere el párrafo d) anterior.

Sólo podrán acudir al crédito para financiar los activos de libre disposición, y con límite máximo del 20 por 100 de sus recursos propios.

2. Previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá contratarse por las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva la realización de funciones puramente administrativas y de gestión de activos extranjeros por Entidades que tengan el domicilio y la sede efectiva de administración fuera del territorio nacional.

La solicitud deberá ser presentada por la Sociedad Gestora inscrita en el Registro administrativo, que será subsidiariamente responsable ante los partícipes o los accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la Entidad gestora extranjera, salvo que ésta hubiera sido impuesta por la Sociedad de Inversión Mobiliaria de cuya gestión se trate, lo que deberá acreditarse.

En el procedimiento de autorización se aplicará lo previsto en el artículo 9.2 de este Reglamento, debiendo comprobarse que la Entidad extranjera ofrece unas garantías similares a las ofrecidas por las Sociedades Gestoras reguladas en el número 1 de este artículo.

Los contratos a los que se refiere este número deberán garantizar la continuidad en la administración de los activos extranjeros, de modo que aquéllos no queden resueltos por la mera sustitución de la Sociedad Gestora española, salvo que al acordar dicha sustitución se decida también el de la Entidad extranjera.

Art. 54. Funciones de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión.—Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión tendrán como funciones:

a) Redactar el Reglamento de Gestión del Fondo y otorgar con el Depositario, tanto la correspondiente escritura pública de constitución del Fondo como, en su día, las de modificación o liquidación del mismo.

b) Ejercer todos los derechos inherentes a los valores

integrados en el Fondo, en exclusivo beneficio de los partícipes.

c) Llevar la contabilidad del Fondo, con la debida separación de la Sociedad Gestora, y efectuar la rendición de cuentas en la forma prevista en el presente Reglamento.

En aquellos casos en los que las participaciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta, la Sociedad Gestora deberá otorgar, junto al Depositario, la escritura pública a que se refiere el artículo 6.º de la Ley del Mercado de Valores.

d) Determinar el valor de las participaciones en la forma y a los efectos previstos en este Reglamento.

e) Emitir, en unión del Depositario, los certificados de participación en el Fondo y demás documentos previstos en este Reglamento.

f) Efectuar el reembolso de las participaciones, señalando al Depositario su valor de acuerdo con las normas establecidas al efecto.

g) Acordar, si procede, la distribución de los resultados del ejercicio, de acuerdo con las normas aplicables.

h) Seleccionar los valores que deban integrar el Fondo, de acuerdo con lo previsto en su Reglamento, y ordenar al Depositario la pertinente compra y venta de valores.

Art. 55. Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva.—1. Podrán ser Depositarios los Bancos, Cajas de Ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorros, la Caja Postal, las Sociedades y Agencias de Valores y las Cooperativas de Crédito. En todo caso, la tesorería deberá estar depositada en una Entidad de Depósito.

2. Ninguna Entidad podrá ser Depositaria de Fondos de Inversión gestionados por una Sociedad perteneciente al mismo Grupo, ni de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable en las que se dé la misma circunstancia, salvo cuando se cumplan las siguientes normas de separación:

a) Inexistencia de Consejeros o Administradores comunes.

b) Dirección efectiva de la Sociedad Gestora por personas independientes del Depositario.

c) Que en la Cartera de la Institución no haya valores emitidos por el Depositario que superen el 1 por 100 del Activo de la Institución.

d) Que la Sociedad Gestora y el Depositario tengan domicilios diferentes y separación física de sus centros de actividad.

3. Sin perjuicio del cumplimiento de los requisitos a que se refiere el número anterior, cuando el Depositario pertenezca al mismo grupo que la Sociedad Gestora del Fondo de Inversión o que las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable respecto a las que realice aquella función, se aplicarán las siguientes reglas:

a) La Sociedad Gestora o, en su caso, la Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y el Depositario deberán arbitrar un conjunto de medidas que garanticen que la información derivada de sus respectivas actividades no se encuentra al alcance, directa o indirectamente, del personal de la otra Entidad. Ambas Entidades deberán aportar, junto a la solicitud a la que se refiere el artículo 9.1 de este Reglamento, la documentación que asegure el desarrollo de sus funciones de forma autónoma y la prevención de conflictos de intereses entre los grupos de Entidades al que pertenecen y los de los partícipes del Fondo administrado.

b) La Sociedad Gestora o la Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable deberán manifestar, en los documentos de información señalados por el artículo 10 de este Reglamento, el tipo exacto de relación que les vincule al Depositario, tomando como referencia, en su caso, la enumeración de circunstancias contenida en el párrafo segundo del artículo 4.º de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

c) La Sociedad Gestora o la Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable deberán hacer referencia en el Informe trimestral y en la Memoria anual a las operaciones de adquisición o venta de valores en las que el Depositario sea vendedor o comprador, respectivamente.

4. El Depositario será responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.

5. Ninguna de las Entidades señaladas en el número 1 de este artículo podrá utilizar la denominación de Depositario de Instituciones de Inversión Colectiva más que en relación con las funciones de depositario respecto de éstas.

6. Cada Institución de Inversión Colectiva tendrá un solo Depositario, sin perjuicio de la existencia de diferentes depósitos de valores o efectivo. Ninguna Entidad podrá ser simultáneamente Sociedad Gestora y Depositario de una misma Institución de Inversión Colectiva.

7. El Ministerio de Economía y Hacienda, o con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quedan facultados para determinar las condiciones en que deba realizarse el depósito de valores extranjeros.

Art. 56. Funciones de los Depositarios de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y de los Fondos de Inversión.—Los Depositarios de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y de Fondos de Inversión desarrollarán las siguientes funciones:

a) Redactar el Reglamento de Gestión de los Fondos de Inversión y otorgar la escritura pública de constitución, así como las escrituras de modificación o liquidación. Ambas funciones deberán ser desarrolladas de manera conjunta con la Sociedad Gestora.

b) Asumir ante los partícipes o accionistas la función

de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión o por los administradores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable. En el desarrollo de esta función, los Depositarios estarán obligados a comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cualquier anomalía que detecten en la gestión.

c) Emitir, en unión de la Sociedad Gestora, los certificados de las participaciones en los Fondos de Inversión que estén representados a través de dichos títulos. Asimismo, podrán solicitar a las entidades encargadas de los registros contables, por cuenta y en nombre de los partícipes, la expedición de los certificados a los que alude el artículo 12 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, cuando se trate de participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

d) Cumplimentar las suscripciones de participaciones, cobrando el importe correspondiente, cuyo neto abonarán en la cuenta de los Fondos. La comisión prevista para estos casos para la Sociedad Gestora la abonará en la cuenta de la misma, abierta en el propio Depositario.

e) Satisfacer por cuenta de los Fondos los reembolsos de participaciones ordenadas por la Sociedad Gestora, cuyo importe neto adeudará en la cuenta del Fondo. La comisión descontada la acreditará a la Sociedad Gestora en la cuenta que tenga el propio Depositario.

f) Pagar los dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación, así como cumplimentar las órdenes de reinversión recibidas.

g) Cumplimentar, por cuenta de las Instituciones, las operaciones de compra y venta de valores, y cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos.

h) Recibir los valores de las Instituciones y constituirlos en depósito, garantizando su custodia y expidiendo los resguardos justificativos.

i) Recibir y custodiar los activos líquidos de las Instituciones.

Art. 57. Sustitución de Sociedades Gestoras y Depositarios.—1. La Sociedad Gestora o el Depositario podrán solicitar su sustitución cuando así lo estimen pertinente, mediante escrito conjunto presentado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A tal escrito se acompañará el de la nueva Sociedad Gestora o el nuevo Depositario, según proceda, en el que el sustituto se declare dispuesto a aceptar tal función, e interese la correspondiente autorización o inscripción, según corresponda. En ningún caso podrán la Sociedad Gestora y el Depositario renunciar al ejercicio de sus respectivas funciones, mientras no se hayan cumplido todos los requisitos y trámites para la designación de sus sustitutos.

2. El procedimiento concursal de la Sociedad Gestora o del Depositario no producirá de derecho la disolución de la Institución de Inversión Colectiva administrada o custodiada, pero la Entidad afectada cesará en la gestión o custodia de la Institución.

3. En caso de cesación por cualquier causa de la Sociedad Gestora, la gestión de la Institución quedará encargada en forma automática y provisional al Depositario, a quien competará el ejercicio de todas las funciones propias de aquélla. Si en el plazo de un año no surgiera una nueva Sociedad inscrita en el Registro Administrativo y dispuesta a encargarse de la gestión, el Fondo quedará disuelto, abriéndose el período de liquidación. Si quien cesara en sus funciones fuera el Depositario, los activos del Fondo se depositarán en el Banco de España, y, en el caso de no surgir un nuevo Depositario en el plazo de un año, el Fondo quedará asimismo disuelto, abriéndose el período de liquidación. La liquidación se realizará por la Sociedad Gestora o el Depositario, según el caso, en la forma prevista en el artículo 47 de este Reglamento.

4. La sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario de Fondos de Inversión, así como los cambios que se produzcan en el control de la primera, conferirán a los partícipes un derecho al reembolso de sus participaciones en los términos establecidos en el artículo 35 de este Reglamento.

5. A los efectos del número precedente, se considerará que existe un cambio en el control de la Sociedad Gestora de un Fondo de Inversión Mobiliaria cuando se acumule sobre una persona física o jurídica distinta a la que lo ostentara con anterioridad, el poder de decisión sobre dicha Sociedad.

6. La sustitución y el cambio en el control a los que se refieren los números precedentes deberán ser publicados mediante un anuncio en el «Boletín Oficial del Estado» y en dos diarios de difusión nacional.

Art. 58. *Obligaciones y responsabilidades.*—1. Las Sociedades Gestoras y los Depositarios actuarán en interés de los partícipes en las inversiones y patrimonios que administren y custodien.

2. Las Sociedades Gestoras y los Depositarios serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que les causaran por incumplimiento de sus respectivas obligaciones. La Sociedad Gestora y el Depositario estarán obligados a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes.

3. Caso de que sea el Depositario responsable de los perjuicios, la responsabilidad podrá ser reclamada por los partícipes bien de forma directa, bien indirectamente a través de la Sociedad Gestora. No obstante, ésta no estará obligada a hacer tal reclamación sino cuando lo soliciten socios o partícipes que representen, al menos, el 10 por 100 del capital o del patrimonio, respectivamente.

4. Será de aplicación a los socios de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva el régimen de información sobre participaciones significativas en los mismos términos previstos para los socios de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo en los artículos 5.º y 6.º de este Reglamento, con las siguientes peculiaridades:

a) Los porcentajes significativos serán el 20 por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100.

b) No será de aplicación lo previsto en el primer párrafo del número 3 del artículo 6.º

CAPITULO IV

Otras Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero

Art. 59. *Legislación aplicable.*—1. Se considerarán Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero no tipificadas en la Ley aquellas que, reuniendo las características establecidas en el artículo 1.1 de este Reglamento, tengan como actividad principal la gestión e inversión de cualquier clase de activos financieros.

2. A estas Instituciones les será de aplicación lo dispuesto en los capítulos I y V de la Ley 46/1984, así como en los artículos 10 y 11 de la misma, extendiéndose a todos sus activos la obligación de depósito establecida en el número 3 de dicho artículo 11. Asimismo, quedarán sujetas a las correspondientes normas de desarrollo contenidas en este Reglamento y en sus disposiciones complementarias.

3. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer la normativa de desarrollo relativa a este tipo de Instituciones. Dicha normativa deberá estar inspirada en los principios de protección de los inversores y analogía con el régimen de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero legalmente tipificadas.

CAPITULO V

Auditoría e Inspección

Art. 60. *Verificación contable.*—La revisión y verificación de los documentos contables de las Instituciones de Inversión Colectiva se realizará de acuerdo con lo previsto en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, y en las disposiciones que la desarrollen.

Art. 61. *Auditoría de las Instituciones de Inversión Colectiva.*—La auditoría de cuentas de las Instituciones de Inversión Colectiva se extenderá a los documentos contables propios de esta clase de Instituciones, de acuerdo con lo previsto en la normativa específica de las mismas y, en su caso, en la Ley de Sociedades Anónimas.

Art. 62. *Designación de los expertos.*—Los Auditores de cuentas serán designados por las Juntas generales de las Sociedades de Inversión Mobiliaria o por las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión. La designación habrá de realizarse en el primer semestre del primer ejercicio económico que haya de ser examinado, recaerá en alguna de las personas o Entidades a que se refiere el artículo 6 de la Ley de Auditoría de Cuentas, y será notificada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que también se le notificará cualquier modificación en la designación de los Auditores.

En todo lo no previsto en este Reglamento se estará a la normativa específica sobre auditoría de cuentas.

Art. 63. *Inspección.*—Corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la inspección de las Instituciones y Sociedades reguladas en el presente Reglamento.

CAPITULO VI

Régimen sancionador y medidas de intervención y de sustitución

Art. 64. *Clasificación de infracciones.*—Las infracciones se clasifican, de acuerdo con su respectiva trascendencia, en tres categorías: Leves, graves y muy graves. La reincidencia de una misma infracción, sancionada por resolución firme, dentro de un período de tres ejercicios, determinará que se califique con arreglo a la categoría inmediata superior. No obstante, en las infracciones leves sólo se entenderá que hay reincidencia cuando la misma infracción se cometa tres veces en un mismo ejercicio, o seis veces dentro del período de tres ejercicios.

Art. 65. *Infracciones leves.*—Son infracciones leves los hechos que impliquen meros retrasos en el cumplimiento de obligaciones de carácter formal o incumplimientos de escasa trascendencia de normas de carácter sustantivo, siempre que no lesionen, o lo hicieren levemente, los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta condición:

a) La remisión, fuera de los plazos fijados reglamentariamente, de la información que las Instituciones y sus Gestores han de rendir de acuerdo con lo preceptuado en el artículo 10 de este Reglamento.

b) La demora en la publicación de la información que, de conformidad con el mismo artículo, han de difundir entre los socios, partícipes y público en general.

c) La llevanza de la contabilidad de acuerdo con criterios distintos de los establecidos legalmente.

d) El exceso de inversión sobre los coeficientes establecidos en el artículo 4, siempre que tenga carácter transitorio y no reiterado, y no exceda del 20 por 100 de los límites legales. Se entenderá, a estos efectos, que un exceso es transitorio cuando se den las tres siguientes circunstancias: Que el exceso no se prolongue durante más de cinco días hábiles en un período de rendición de información de los que se establezcan en desarrollo del número 5 del artículo 10; que el exceso no se produzca más de una vez en el mismo período, y que esta situación no se reitere en más de dos períodos en un ejercicio.

e) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en la Ley, en la de Sociedades Anónimas, en este Reglamento o en los Estatutos o Reglamentos de las Instituciones que por su naturaleza no deba calificarse como infracción grave o muy grave.

Art. 66. *Infracciones graves.*—Son infracciones graves aquellas que signifiquen incumplimiento de obliga-

ciones formales o de normas de carácter sustantivo, cuando la acción u omisión ponga en peligro cierto y grave o lesione gravemente los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta consideración:

a) La falta de remisión de la información a que se refieren los artículos 6 y 10.5 del presente Reglamento.

b) La falta de publicación de la información a los socios, partícipes y público prevista en el mismo artículo 10 de este Reglamento.

c) El exceso de inversión sobre los coeficientes del artículo 4, cuando la infracción no deba calificarse como leve.

d) El exceso en las limitaciones impuestas en el artículo 19 a las obligaciones frente a terceros.

e) El incumplimiento de la obligación de depósito establecida en el artículo 18 de este Reglamento.

f) El cobro de comisiones de gestión con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos en la Ley, en este Reglamento y en los Estatutos o Reglamentos de las Instituciones.

g) El incumplimiento de lo preceptuado en el artículo 4.1.c).

h) El incumplimiento de los coeficientes de inversión mínima de los artículos 17, 26, 37 y 49, cuando la falta de inversión tenga carácter transitorio y no supere el 20 por 100 de los mismos. Para apreciar el carácter transitorio del incumplimiento se estará a lo previsto en la letra d) del artículo 65.

No se calificará como infracción del coeficiente de inversión mínima el incumplimiento resultante de la liquidación de operaciones de enajenación, siempre que, en el plazo de un mes, se reinviertan los recursos y se alcance el coeficiente del 90 por 100 del activo.

i) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en la Ley, en la de Sociedades Anónimas, en este Reglamento o en los Estatutos o Reglamentos de las Instituciones que por su naturaleza no deba calificarse como infracción leve o muy grave.

Art. 67. *Infracciones muy graves.*—Son infracciones muy graves las acciones u omisiones, cualquiera que sea su naturaleza que, quebrantando la legislación, pongan en gravísimo peligro o lesionen muy gravemente los intereses de los accionistas, partícipes y terceros, o desvirtúen el objeto de las Instituciones. Tienen esta consideración:

a) La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar, de conformidad con los artículos 6.º y 10.

b) La inversión en cualesquiera activos distintos de los autorizados legalmente.

c) El incumplimiento de la obligación de verificación contable establecida en el artículo 60.

d) El incumplimiento de la prohibición de pignoración impuesta en el artículo 18 y la realización de operaciones

de opción o préstamo bursátiles con infracción de las cautelas fijadas reglamentariamente.

e) El incumplimiento de los coeficientes de inversión mínima, cuando no deba calificarse como infracción grave.

f) La adquisición de acciones propias en las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo, salvo lo previsto en los artículos 75 y 76 de la Ley de Sociedades Anónimas.

g) La compraventa de las propias acciones en las Sociedades de Capital Variable y la emisión y reembolso de participaciones con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos por la Ley, este Reglamento y los Estatutos y Reglamentos de Gestión de las Instituciones.

h) La utilización de las denominaciones o abreviaturas reservadas por esta Ley a las Instituciones de Inversión Colectiva por Entidades o personas no inscritas en los correspondientes Registros, y la realización por éstas de actividades reservadas a dichas Instituciones, sin perjuicio en ambos casos de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.

i) La resistencia o negativa a la inspección establecida en el artículo 63.

j) La realización de operaciones con incumplimiento de las limitaciones establecidas en el artículo 8.º

k) El incumplimiento de las demás obligaciones y prohibiciones establecidas en la Ley, en la Ley de Sociedades Anónimas, en este Reglamento y en los Estatutos o Reglamento de las Instituciones, cuando por su naturaleza no deba calificarse como infracción leve o grave.

Art. 68. *Sanciones.*—Las sanciones serán:

a) Para las infracciones leves, amonestación privada y multa de hasta el 10 por 100 de la infracción, si ésta es cifrable, o hasta 500.000 pesetas, en otro caso.

b) Para las infracciones graves, amonestación pública, suspensión temporal de Administradores y multa hasta el 30 por 100 de la infracción, si ésta es cifrable, o hasta 10.000.000 de pesetas, en otro caso.

c) Para las infracciones muy graves, suspensión definitiva de Administradores, multa hasta el 50 por 100 de la infracción, si ésta es cifrable, o hasta 25.000.000 de pesetas, en otro caso, exclusión temporal o definitiva de los Registros especiales y, en su caso, ingreso en el Tesoro del importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que hubiera disfrutado, con los intereses de demora correspondientes. La calificación de una infracción como muy grave llevará consigo, con independencia de cualquiera de las anteriores sanciones, la amonestación pública del Administrador o Administradores responsables de la misma.

Las sanciones se impondrán a las personas responsables de las correspondientes infracciones. Las sanciones pecuniarias que se impongan conjuntamente a los componentes de órganos colegiados se prorratearán entre

los responsables; en caso de insolvencia total o parcial de éstos, responderá subsidiariamente la Sociedad.

Para la imposición de las sanciones se tendrán en consideración los perjuicios económicos causados o que se hubieren podido causar a los accionistas y partícipes.

Art. 69. *Organos competentes.*—La competencia para la instrucción de los expedientes y para la imposición de las correspondientes sanciones se regirá por las siguientes reglas:

a) Será competente para la instrucción de los expedientes la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de su Comité Consultivo, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros. Cuando la Entidad infractora sea una Entidad de Crédito, para la imposición de la correspondiente sanción será preceptivo el previo informe del Banco de España.

Art. 70. *Procedimiento sancionador.*—1. El procedimiento sancionador será el que resulta de lo previsto en los artículos 19 a 25 de la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, entendiéndose hechas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las referencias contenidas en los mismos al Banco de España. Igualmente será de aplicación para el ejercicio de la potestad sancionadora atribuida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo dispuesto en sus artículos 7.º, 14 y 15, así como, en relación con las Instituciones de Inversión Colectiva que revistan la forma de Sociedades Anónimas, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Carteras, lo previsto en su artículo 17.

2. En el caso de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores apreciara, en el ejercicio de las competencias que le corresponden sobre las Instituciones de Inversión Colectiva, que en la realización de las correspondientes auditorías de cuentas se pudiera haber producido alguna de las infracciones previstas en el artículo 16 de la Ley 19/1988, lo pondrá inmediatamente en conocimiento del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

3. Será de aplicación a las Sociedades de Inversión Mobiliaria, a las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y a las Sociedades Gestoras de Carteras lo dispuesto para las Entidades de Crédito en el título III de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención y sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

TITULO II

Instituciones de Inversión Colectiva no financieras

Art. 71. *Definición.*—Son Instituciones de Inversión Colectiva no financieras las personas o Entidades que capten públicamente fondos, bienes o derechos en las condiciones y con los límites establecidos en el artículo 1.º, apartado 1, de este Reglamento, para su inversión, en forma mayoritaria, en activos distintos de los de carácter financiero.

Art. 72. *Legislación aplicable.*—Estas Instituciones de inversión se regirán por lo dispuesto en la Ley 46/1984, en este Reglamento y, en su defecto, por las leyes que resulten aplicables a la forma jurídica que hubieren adoptado.

Art. 73. *Constitución e inscripción.*—Estas Instituciones estarán sometidas a las exigencias de constitución e inscripción establecidas en el artículo 8.º de la Ley 46/1984 y en el artículo 9.º de este Reglamento.

La denominación de «Institución de Inversión Colectiva no financiera», así como sus siglas «IICNF», serán privativas de las Instituciones inscritas en el Registro correspondiente.

Art. 74. *Régimen legal.*—1. Estas Instituciones de Inversión Colectiva deberán estar domiciliadas en España y tener en territorio español su administración central. Podrán adoptar cualquier forma jurídica legalmente reconocida.

2. Les serán aplicables las disposiciones reguladoras de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en forma adecuada al tipo, estructura o forma jurídica sustancial que válidamente hubieran adoptado. El Ministro de Economía y Hacienda podrá adaptar dichas normas a la naturaleza de estas Instituciones, especialmente el principio de diversificación de riesgos, establecidos en los artículos 2.2 y 4.

3. Deberán cumplir la auditoría contable en los términos previstos en los artículos 60 y siguientes de este Reglamento. Las valoraciones de sus activos se realizarán atendiendo a criterios objetivos fijados por el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, atendiendo a su distinta naturaleza. Los expertos extenderán su auditoría a los sistemas de valoración utilizados, determinando sobre su procedencia bajo su responsabilidad.

TITULO III

Régimen fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión

Art. 75. *Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.*—1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyos valores representativos del capital estén admitidos a negociación en Bolsa de Valores, tendrán el siguiente régimen especial de tributación en el Impuesto sobre Sociedades:

a) El tipo de gravamen será el 13 por 100.

b) Tendrán derecho a la deducción establecida en el número 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre. La cuantificación de la deducción pertinente se ajustará a lo dispuesto en el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre.

c) Para la determinación de los incrementos y disminuciones de patrimonio, derivados de la enajenación de valores mobiliarios, serán aplicables las normas sobre cálculo de valores que en cada momento estén vigentes en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

El régimen establecido en este apartado resultará provisionalmente aplicable a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de nueva creación, condicionadamente a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el Registro Administrativo, sean admitidos a negociación en Bolsa de Valores los representativos de su capital. Si no llegara a cumplirse tal condición, la tributación por el Impuesto sobre Sociedades de los ejercicios transcurridos se girará al tipo general vigente en cada uno de ellos, con aplicación de las normas de régimen general y de lo dispuesto en la Ley General Tributaria.

2. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria que no reúnan los requisitos estipulados en el apartado anterior tributarán por el Impuesto sobre Sociedades de acuerdo con el régimen general y, en su caso, quedarán sometidas al régimen de transparencia fiscal.

3. Los dividendos distribuidos por una Sociedad de Inversión Mobiliaria, cualquiera que sea su régimen de tributación en el Impuesto sobre Sociedades, estarán sometidos a retención, salvo en el supuesto de transparencia fiscal, en el que resultará aplicable lo dispuesto en los artículos 374 y 385 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre.

4. En los casos de exclusión de la negociación en Bolsa de Valores de las acciones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria a que se refiere el apartado 1 de este artículo, la pérdida del régimen fiscal se entenderá referida a la fecha en que se hubiera producido efectivamente dicha exclusión o renuncia.

En la referida fecha se exigirá la liquidación de la cuenta de resultados.

5. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable cuantificarán diariamente la provisión para el Impuesto sobre Sociedades, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 32 de este Reglamento, y atendiendo a las normas de cuantificación derivadas de la aplicación del correspondiente régimen fiscal.

Las eventuales desviaciones al cierre del ejercicio entre lo provisionado y lo efectivamente resultante se integrarán en el patrimonio de la Entidad.

Art. 76. *Imposición indirecta de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.*—1. La constitución, transformación en otro tipo de Institución de Inversión Colectiva,

aumento de capital y fusión de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo cuyos valores representativos del capital estén admitidos a negociación en Bolsa de Valores gozarán de una reducción del 95 por 100 en la base imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

2. La constitución, aumento de capital, transformación en otro tipo de institución colectiva y modificación de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable gozarán de exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

3. El beneficio se entenderá concedido con carácter provisional y quedará sin efecto transcurrido el plazo de dos años desde la inscripción de la Sociedad en el Registro Administrativo sin que los valores representativos de capital hubieran sido admitidos a negociación en Bolsa de Valores. En este caso se requerirá el ingreso de la totalidad del impuesto devengado por las operaciones realizadas con sus correspondientes intereses de demora.

Art. 77. Régimen fiscal aplicable a los socios de Sociedades de Inversión Mobiliaria.—1. Los socios, ya sean personas físicas o jurídicas, de Sociedades de Inversión Mobiliaria acogidas al régimen fiscal especial del apartado 1 del artículo 75 tendrán derecho a la deducción establecida en el artículo 29 de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, por razón de los dividendos de Sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

No resultarán aplicables a los socios que sean personas jurídicas las deducciones recogidas en los números 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

2. En los casos de Sociedades de Inversión Mobiliaria no acogidas al régimen fiscal especial, los socios, ya sean personas físicas o jurídicas, aplicarán las deducciones por dividendos específicamente contempladas en sus respectivos impuestos personales para los casos de percepción de dividendos o imputación de rentas de una Sociedad transparente.

Art. 78. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Inversión.—1. Los Fondos de Inversión tributarán de acuerdo con el régimen fiscal especial previsto para las Sociedades de Inversión Mobiliaria, accediendo al mismo mediante su inscripción en el Registro Administrativo especial, sin perjuicio de la aplicación de tal régimen, en cuanto sea procedente, a los actos anteriores a dicha inscripción.

2. La valoración de su patrimonio, la distribución de resultados y la suscripción y reembolso de sus participaciones exigirán la cuantificación día a día de la provisión para el Impuesto sobre Sociedades. Su régimen será análogo al previsto para las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

3. Los resultados que distribuyan estarán sometidos a retención.

Art. 79. Imposición indirecta de los Fondos de Inver-

sión.—Los Fondos de Inversión acogidos al régimen fiscal especial gozarán de exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados con el mismo alcance establecido para las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

Art. 80. Régimen fiscal aplicable a los partícipes de Fondos de Inversión.—1. Los partícipes, ya sean personas físicas o jurídicas, de Fondos de Inversión acogidos al régimen fiscal especial, tendrán derecho a la deducción por dividendos establecida en el artículo 29 de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, en razón de los resultados distribuidos por el Fondo en que participen.

No resultarán aplicables a los partícipes que sean personas jurídicas las deducciones recogidas en los números 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

2. En el caso de reembolso de las participaciones, el sujeto pasivo receptor obtendrá una renta calificada como incremento o disminución patrimonial, que resultará de la diferencia entre el precio del reembolso y el de adquisición.

Los incrementos patrimoniales que se obtengan darán derecho a la deducción a que se refiere el apartado anterior, y no estarán sometidos a retención.

3. Las transmisiones de participaciones, distintas de la operación de reembolso, darán lugar a la aplicación del régimen fiscal general establecido para los incrementos y disminuciones de patrimonio, sin derecho a aplicación de deducción alguna por tal concepto.

TITULO IV

Sociedades Gestoras de Carteras

Art. 81. Registro y denominación exclusiva.—1. La actividad de gestión de carteras de valores podrá ser desarrollada por Sociedades mercantiles constituidas al efecto e inscritas en el Registro de Sociedades Gestoras de Carteras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ninguna otra Entidad podrá desarrollar con carácter habitual dicha actividad, con las excepciones previstas en la Ley del Mercado de Valores. La denominación «Sociedad Gestora de Carteras», así como sus siglas «SGC», serán privativas de las Entidades que consten inscritas en el citado Registro administrativo.

2. La inscripción en el Registro de Sociedades Gestoras de Carteras deberá solicitarse de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando la siguiente documentación:

a) Proyecto de escritura de constitución, con los Estatutos sociales, en su caso.

b) Memoria en la que figure la estructura de la organización, la relación de medios personales y materiales de que vaya a disponer la Entidad para el desarrollo de su actividad y el plan de negocio previsto. En particular, la Memoria deberá describir el organigrama de la Entidad, sus áreas funcionales y correspondientes órganos

de decisión, el personal previsiblemente adscrito a cada área y los requisitos de formación y experiencia aplicables, los sistemas de información, la organización y equipos informáticos y los locales, oficinas y, en su caso, sucursales y representaciones previstos.

c) Relación de socios.

d) Relación de Administradores y Directores generales o asimilados, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de cada uno de ellos.

En todo caso cabrá exigir a los promotores cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos legal o reglamentariamente establecidos.

3. Verificado por los servicios competentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que el expediente está completo y que concurren los requisitos legal o reglamentariamente establecidos, se procederá a la inscripción de la Sociedad en el Registro de Sociedades Gestoras de Carteras, una vez acreditada la inscripción de la correspondiente escritura en el Registro Mercantil, si es de conformidad con el proyecto previo.

Art. 82. Requisitos de las Sociedades Gestoras de Carteras.—1. La relación de los socios de las Sociedades Gestoras de Carteras habrá de ser conocida públicamente. Cuando se trate de Sociedades Anónimas sus acciones serán nominativas.

2. Las Sociedades Gestoras de Carteras someterán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter previo a su aplicación, los modelos de contrato-tipo con los que se propongan efectuar su actividad. En ningún caso se entenderá que forma parte de dicha actividad la mediación en la colocación, adquisición o venta de valores en favor de personas que no tengan contratada con la Sociedad la gestión de sus carteras.

3. Sus Administradores deberán contar con una reconocida honorabilidad comercial o profesional, así como con conocimientos y experiencia adecuados en los términos previstos en las letras b) y c) del número 2 del artículo 9.º de este Reglamento. En el caso de que la Sociedad esté regida por un Consejo de Administración, sólo serán exigibles conocimientos y experiencia adecuados a la mayoría de sus miembros.

4. Para garantizar el buen fin de su actividad, las Sociedades Gestoras de Carteras deberán mantener unos recursos propios no inferiores al resultado de sumar a 10.000.000 de pesetas un 5 por 1.000 del volumen patrimonial administrado, en lo que éste no exceda de 10.000.000.000 de pesetas, y un 3 por 1.000 en lo relativo al exceso.

5. Las personas que tengan encomendada su dirección, gestión o representación no podrán realizar funciones similares en las Entidades emisoras de los valores que formen parte de las carteras administradas por las Sociedades Gestoras, salvo que esta circunstancia sea notificada en forma fehaciente al titular de los valores administrados. Esa notificación deberá realizarse en un

plazo máximo de diez días, contados a partir de que tal circunstancia se produzca.

Art. 83. Régimen contable y obligaciones de información.—1. Las Sociedades Gestoras de Carteras habrán de publicar una Memoria anual con el siguiente contenido:

— Balance y cuenta de resultados del ejercicio.

— Informe explicativo del ejercicio.

Relación de socios y Administradores.

Tarifas a cobrar por los servicios financieros que se ofrezcan de modo general al público.

Volumen del patrimonio administrado o asesorado.

Número de clientes.

2. Los estados financieros de la Entidad serán comprobados por los expertos o sociedades de expertos mencionados en el artículo 62. En ningún caso se extenderá la comprobación a los patrimonios administrados.

3. Los Administradores deberán redactar los documentos y estados financieros previstos en el apartado 1 en los tres meses siguientes al fin del ejercicio social.

4. Sin perjuicio de lo establecido en las leyes mercantiles y en la Ley de Auditoría de Cuentas y de lo que se dispone en los números anteriores, el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán establecer y modificar los registros que deberán llevar las Sociedades Gestoras de Carteras, las normas contables y los modelos a que deberán sujetarse sus Balances y Cuentas de Resultados, disponiendo la frecuencia y el detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o hacerse públicos con carácter general.

5. Será de aplicación a los socios de las Sociedades Gestoras de Carteras el régimen de información sobre participaciones significativas previsto para los socios de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo en los artículos 5.º y 6.º de este Reglamento, con las siguientes particularidades:

a) Los porcentajes significativos serán el 20 por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100.

b) No será de aplicación lo previsto en el primer párrafo del número 3 del artículo 6.º

Art. 84. Actividad de las Sociedades Gestoras de Cartera.—1. Las Sociedades Gestoras de Carteras estarán sometidas en el desarrollo de su actividad, a las condiciones que le sean aplicables de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo.

2. Las Sociedades Gestoras de Carteras únicamente podrán adquirir valores por cuenta propia en los mismos términos que para las Agencias de Valores se establecen en el artículo 23 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo. En ningún caso podrán comprar o vender valores

por cuenta propia a las personas cuyas carteras administran.

Art. 85. *Régimen de supervisión, inspección y sanción.*—Sin perjuicio de las infracciones o sanciones previstas en el número 4 del artículo 36 de la Ley 46/1984, las Sociedades Gestoras de Cartera estarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en el título VIII de la Ley del Mercado de Valores en todo lo que se refiera al desarrollo de sus actividades.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—1. La comercialización en España de acciones y participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva domiciliadas en otros Estados Miembros de la Comunidad Económica Europea y sometidas al régimen previsto en las Directivas del Consejo de la Comunidad de 20 de diciembre de 1985 (85/611/CEE) y de 22 de marzo de 1988 (88/220/CEE), será libre, con sujeción a las siguientes normas:

1.º La Institución cuyas acciones o participaciones se pretenda comercializar deberá respetar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas vigentes en España que no entren en el ámbito regulado por las mencionadas Directivas.

2.º La publicidad en España de la Institución deberá respetar las disposiciones que regulan esta materia en el Derecho español.

3.º La Institución deberá adoptar las medidas que, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, resulten necesarias a fin de facilitar los pagos a los accionistas y partícipes, la adquisición por la Institución de sus acciones o el reembolso de las participaciones, la difusión de las informaciones que deban suministrar a los accionistas y partícipes residentes en España y, en general, el ejercicio por éstos de sus derechos.

4.º La comercialización en territorio español de las acciones o participaciones de la Institución deberá producirse a través de los intermediarios facultados y en las condiciones establecidas en la Ley del Mercado de Valores. Serán igualmente de aplicación las normas vigentes en materia de control de cambios.

5.º La Institución deberá presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la siguiente documentación:

a) Comunicación previa del proyecto de comercialización de sus acciones o participaciones en territorio español, a la que deberá adjuntarse copia de la comunicación efectuada a la autoridad supervisora de origen.

b) Certificado de las autoridades del Estado miembro de origen de la que resulte que la Institución reúne las condiciones establecidas en las Directivas citadas en la presente disposición adicional.

c) Reglamento del Fondo de Inversión o escritura de constitución de la Sociedad de Inversión.

d) Folleto informativo.

e) Último informe anual y último informe semestral.

f) Memoria sobre las modalidades previstas de comercialización en territorio español.

Los documentos a los que hacen referencia las letras b), c) y d) habrán de presentarse visados por la autoridad competente del estado de origen. Todos los documentos deberán ser acompañados por su traducción al castellano.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores verificará la documentación presentada y la incorporará a sus Registros. En aquellos supuestos en los que considere que las modalidades previstas de comercialización no se ajustan a lo que resulta exigible conforme a la Directiva 85/611/CEE, emitirá una resolución motivada en la que expresará las causas de dicha insuficiencia.

Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores no adoptara una decisión en el plazo de los dos meses siguientes a la presentación de la documentación establecida en el punto 5.º del número precedente, la Institución podrá iniciar, a través del intermediario nacional facultado, la comercialización en los términos descritos en la documentación aportada.

Segunda.—1. Las Instituciones de Inversión Colectiva domiciliadas fuera del territorio de la Comunidad Económica Europea o no sometidas a las Directivas señaladas en la disposición adicional precedente, podrán comercializarse en España cuando acrediten ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores el cumplimiento de los siguientes extremos:

1.º Que están sujetas en su Estado de origen a una normativa específica que proteja los intereses de los accionistas o partícipes a un nivel no inferior al de la normativa española.

2.º Que la autoridad del Estado de origen a la que esté encomendado el control e inspección de la Institución proporcione un informe favorable con respecto al desarrollo de las actividades de ésta.

Acreditados tales extremos, la Institución extranjera deberá someterse a los requisitos previstos en el artículo 61 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y a los preceptos que se dicten en su desarrollo.

Todos los documentos a los que se refiere este número deberán presentarse acompañados de su traducción al castellano.

2. Para que la Institución pueda comercializar sus acciones o participaciones en España será preciso que sea expresamente autorizada a tal fin por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y quede registrada en el Registro que a este efecto se cree en dicha Comisión. El número con el que la Institución quede registrada en la Comisión deberá reflejarse en todo documento y publicidad de la Institución que se difunda en España.

Tercera.—La comercialización de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva españolas en el ámbito de la Comunidad Económica Europea estará sometida, sin perjuicio de lo establecido en la normativa de control de cambios, a los siguientes requisitos:

1. La Institución española que pretenda comercializar sus acciones o participaciones en alguno de los Estados Miembros de la Comunidad, deberá informar del proyecto de comercialización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Asimismo, las mencionadas Instituciones habrán de solicitar de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la expedición de un certificado de las características señaladas en la letra *b)* de la regla 5.ª del número 1 de la disposición adicional primera.

Cuarta.—Las Sociedades Gestoras de Carteras podrán transformarse en Sociedad o Agencias de Valores cumpliendo los siguientes requisitos especiales:

1. Que cumplan todas las condiciones establecidas para la autorización e inscripción de las Sociedades o Agencias de Valores por los artículos 1.º, 2.º, 3.º y 4.º del Real Decreto 276/1989. Quedan, no obstante, eximidas del cumplimiento de los requisitos relativos a la fundación simultánea y al desembolso en efectivo respecto de la parte de capital desembolsado en el momento de la solicitud.

2. Que la suma del valor de su patrimonio neto y de las aportaciones previstas en efectivo sea superior a la cifra mínima de capital respectivamente establecida para las Sociedades y Agencias de Valores en la letra *e)* del artículo 2 del citado Real Decreto 276/1989. La comprobación de este segundo requisito exigirá la presentación de Balance legalmente auditado y cerrado no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud.

Quinta.—En tanto no se establecen con carácter general los criterios a que se refiere el artículo 49.4 de este Reglamento, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer que un valor o categoría de valores goza de elevada liquidez a los efectos previstos en el señalado artículo 49, ya sea mediante la correspondiente mención practicada en el trámite de verificación y registro de la emisión de los valores, ya mediante resolución adoptada al efecto.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera.—Las Instituciones de Inversión Colectiva que a 1 de enero de 1989 superasen los límites de inversión señalados en el artículo 4.º de este Reglamento deberán quedar adaptadas a dichos límites al 31 de diciembre de 1991, de forma que no superen los tantos por 100 de inversión que a continuación se especifican a las fechas que se señalan, con referencia a los supuestos contemplados en el citado artículo 4.º:

Supuestos	1-10-1989	31-12-1990	31-12-1991
Número 1, <i>a)</i> inciso primero ..	5	5	5
Número 1, <i>a)</i> inciso segundo .	5	3	0
Número 1, <i>b)</i>	5	5	5
Número 1, <i>c)</i>	25	20	15
Número 2, <i>a)</i>	5	5	5
Número 2, <i>b)</i>	25	20	15
Número 3	35	35	35

Segunda.—1. Los deberes de información y publicidad sobre participaciones significativas previstas en los artículos 5.º y 6.º del Reglamento se entenderán referidos a las adquisiciones, reembolsos y transmisiones que tengan lugar a partir del 31 de diciembre de 1990, sin perjuicio de la normativa general aplicable a las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyas acciones estén admitidas a negociación.

2. En tanto no se dicten las normas de desarrollo a que se refiere el número 5 del artículo 6 de este Reglamento, la forma en que deban efectuarse las correspondientes comunicaciones y demás extremos, se ajustarán al régimen establecido para el cumplimiento de las obligaciones contempladas en el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores.

3. No obstante, las personas físicas o jurídicas que a la entrada en vigor del presente Reglamento sean titulares de porcentajes de participación de Instituciones de Inversión Colectiva iguales o superiores a los expresados en el número 2 del artículo 5.º, deberán poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores este extremo, en el plazo de un mes a partir de la entrada en vigor del presente Reglamento, concretando las Instituciones de que se trate y el importe exacto de su participación en las mismas.

Tercera.—Las Sociedades de Inversión Mobiliaria a las que se refiere el artículo 12 del Reglamento que a la fecha de entrada en vigor del mismo dispongan de un capital social inferior al establecido como mínimo para las Instituciones de nueva creación, deberán adaptarse a lo previsto en el presente Reglamento no más tarde del día 31 de diciembre de 1991. Esta fecha límite será eficaz a no ser que con posterioridad a la entrada en vigor del Reglamento se produzcan cambios en el accionariado o participación, que impliquen la entrada de nuevos miembros dominantes o de grupos de control, en el sentido del artículo 4.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en cuyo supuesto, será obligatoria la elevación inmediata del nivel mínimo de capital o patrimonio de acuerdo con lo establecido en el citado artículo 12 de este Reglamento.

Cuarta.—Las Instituciones de Inversión Colectiva inscritas en los correspondientes Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la fecha de entrada en vigor de este Reglamento, dispondrán de un plazo que vence el día 31 de diciembre de 1991 para adaptarse a las exigencias de esta normativa en materia de obligaciones frente a terceros, artículo 19, inversión de su activo o patrimonio, artículos 17, 26, 37 y 49.

Quinta.—Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que a la entrada en vigor del presente Reglamento tuvieran prestado un aval por Entidad de depósito a los efectos de lo dispuesto en el artículo 53.1.d), párrafo 2.º del antiguo Reglamento, dispondrán de un plazo que vence el 31 de diciembre de 1991 para adaptarse a lo previsto en el presente Real Decreto.

Sexta.—Las Sociedades Gestoras y las Entidades depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva inscri-

tos en los Registros correspondientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la fecha de entrada en vigor de este Reglamento dispondrán de un plazo que vence el día 31 de diciembre de 1991 para acomodar su situación a las previsiones de los números 2 y 3 del artículo 55 del citado Reglamento.

Séptima.—Las Sociedades Gestoras de Carteras inscritas en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la fecha de entrada en vigor de este Reglamento dispondrán de un plazo que vence el 31 de diciembre de 1991 para adaptarse a lo previsto en el título IV del expresado Reglamento.

Octava.—Antes del día 31 de diciembre de 1991, las Instituciones de Inversión Colectiva, sus Sociedades Gestoras y las Sociedades de Carteras deberán adaptar sus Estatutos o Reglamentos de gestión a lo dispuesto en el presente Real Decreto.

Incluida la corrección de errores, *BOE*, núm. 297, pág. 36852.

ORDEN DE 20 DE DICIEMBRE DE 1990 POR LA QUE SE DESARROLLA PARCIALMENTE EL REGLAMENTO DE LA LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA, HABILITÁNDOSE A LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES PARA DICTAR DISPOSICIONES EN MATERIA DE INFORMACIÓN Y NORMAS CONTABLES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Publicado el nuevo Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre) resulta necesario regular determinados contenidos del mismo, específicamente en materia de normas de inversiones, informaciones públicas y régimen contable, que complementen lo previsto en aquél.

Sin perjuicio de lo anterior, en lo referente a régimen contable, y por razones de coordinación, se destaca la necesidad del previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, haciéndose uso de las habilitaciones contenidas en los artículos 4.6, 10.1, 31.4, 33.6, 46.5 y 51.4 para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores dicte las normas correspondientes, siguiéndose una técnica similar a la empleada en materia de régimen contable de otras Entidades sujetas a su supervisión.

En su virtud, dispongo:

Primero.—1. A los efectos de lo previsto en el artículo 4.6 del Reglamento que desarrolla la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, se entenderá por valor efectivo, valor histórico y activo computable de las Instituciones de Inversión Colectiva lo siguiente:

a) Por valor efectivo se entenderá el valor estimado de realización de los activos financieros que componen la cartera de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva.

b) Por valor histórico se entenderá el precio de adquisición de los activos financieros que integran la cartera de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva.

c) Por activo computable, el activo a que hacen referencia los artículos 4, 17, 26, 37 y 49 del Reglamento aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que desarrolla la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

2. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las disposiciones necesarias que concreten las nociones previstas en el número anterior, a los efectos del control de las normas generales sobre inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Segundo.—1. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 10.1, último párrafo, del Reglamento que desarrolla la Ley 26/1984, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, determine el contenido y los modelos referentes a la Memoria anual del ejercicio y de los informes trimestrales de las Instituciones de Inversión Colectiva, así como para establecer reglas que hagan homogénea la información sobre rentabilidades de las diversas Instituciones, contenidas en los documentos anteriores, o que, en general, se haga pública por aquéllas.

2. En el ejercicio de la habilitación contenida en el número anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar el régimen especial de información de las Sociedades o Entidades cuyos valores estén admitidos a negociación en Bolsa a las peculiaridades de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Tercero.—1. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo de las prescripciones en materia de criterios de valoración, cuentas anuales y distribución de resultados de las Instituciones de Inversión Colectiva, de acuerdo con lo previsto en los artículos 31.4, 33.6, 46.5 y 51.4 del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

2. En el ejercicio de la habilitación contenida en el número anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores distinguirá los estados financieros de carácter público de los de carácter reservado, teniendo en cuenta los principios de contabilidad generalmente admitidos y, en particular, dando relevancia al de prudencia valorativa.

Cuarto.—Será preceptivo el informe previo del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas para el establecimiento o modificación de los modelos de balance y cuenta de resultados públicos, para la fijación o alteración de los criterios de valoración, y, en general, en re-

lación con cualquier disposición que afecte específicamente a la auditoría de cuentas de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Quinto.—1. Los modelos públicos de los estados financieros serán de uso obligatorio en las memorias anuales y en todos aquellos documentos en que se hagan públicos dichos estados por las Instituciones, quedando prohibida su modificación o la supresión de ninguno de sus conceptos, que deberán figurar siempre aunque tengan un saldo nulo, sin perjuicio de los mayores desgloses que voluntariamente quieran revelarse.

2. Los datos públicos en memorias, revistas, folletos, boletines y anuncios, sea cual sea el medio de comunicación utilizado, deberán corresponderse con los que se contengan en los estados públicos y reservados.

3. Los estados de carácter reservado estarán sujetos a lo dispuesto en el artículo 90 de la Ley 24/1988, en cuanto a su uso y divulgación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá efectuar la publicación agregada de los datos reservados que a efectos estadísticos, considere conveniente.

Sexto.—Los estados financieros establecidos de acuerdo con los modelos y normas que en uso de la facultad conferida en la presente Orden establezca la Comisión Nacional del Mercado de Valores se entenderá que cumplen los requisitos que, en su caso, se exijan o puedan exigirse sobre planificación contable, en especial a efectos de lo establecido en el apartado b) del artículo 2.º, 2, de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, sin perjuicio de lo dispuesto en la normativa sobre el Impuesto de Sociedades o de cualquier otro tributo.

Séptimo.—Sin perjuicio de las obligaciones establecidas en los números anteriores en cuanto a remisión de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, deberá ser enviado a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera un ejemplar de los estados financieros públicos de las Instituciones de Inversión Colectiva y de sus Sociedades Gestoras, junto con los correspondientes informes de auditoría.

DISPOSICION TRANSITORIA

En tanto no se dicten las correspondientes disposiciones en materia de folleto informativo de las emisiones de valores, el contenido del folleto informativo a que se refiere el artículo 10.1 del Reglamento que desarrolla la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, será el previsto en el anexo de la Orden de 15 de octubre de 1985, con las necesarias adaptaciones a lo dispuesto en el Reglamento antes mencionado.

DISPOSICION FINAL

Primera.—Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo de lo previsto en la presente Orden.

Segunda.—La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

REAL DECRETO 377/1991, DE 15 DE MARZO, SOBRE COMUNICACION DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS EN SOCIEDADES COTIZADAS Y DE ADQUISICIONES POR ESTAS DE ACCIONES PROPIAS

El artículo 53 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en línea con la evolución del Derecho comunitario en la materia, consagró la obligación de comunicar a las autoridades supervisoras y a la propia emisora, que deben hacer pública esta información, la adquisición o transmisión de participaciones significativas en Sociedades cotizadas en Bolsa, dejando a la potestad reglamentaria la fijación de los porcentajes correspondientes. Adicionalmente, dicho precepto estableció el deber de los administradores de tales Sociedades de comunicar todas las adquisiciones o transmisiones de acciones de las mismas que efectuarán, con independencia de su cuantía.

En el marco anterior, posteriormente fue promulgada la Directiva del Consejo 88/627/CEE, de 12 de diciembre, sobre «informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una Sociedad cotizada en Bolsa», norma que bajo el prisma de la conveniencia de informar a los inversores de las participaciones importantes y de sus modificaciones completa el marco legal a tomar en consideración por nuestro ordenamiento interno, y en especial, del legislador reglamentario en el momento de desarrollar lo previsto en la Ley, incorporando las previsiones normativas comunitarias al respecto.

El Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores, en sus disposiciones adicionales y transitorias, fijó los mencionados porcentajes y concretó determinadas fechas y plazos con objeto de posibilitar la pronta puesta en marcha de estos mecanismos de transparencia del mercado, remitiendo la concreción de otros detalles a la correspondiente Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En estos términos, se dictó la Circular 6/1989, de 15 de noviembre, sobre comunicación de participaciones significativas en Sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa, que si bien estaba presidida desde su entrada en vigor por un matiz de provisionalidad, cumplió la finalidad transitoria de dar efectividad práctica a lo previsto con carácter general en la Ley.

Teniendo muy presente la experiencia de los primeros meses en que han estado en vigor las obligaciones de comunicación contempladas en el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores, y con objeto de desarrollar éste de modo más estable, el presente Real Decreto dedica su capítulo I a tal desarrollo. En él, y sin perjuicio de que ciertos extremos deban seguir siendo precisados en disposiciones de rango inferior, se aclaran y solucionan algunas de las dudas y cuestiones que se han venido

suscitando en la aplicación de las primeras disposiciones dictadas sobre el particular.

Por otro lado, la disposición adicional primera de la Ley de Sociedades Anónimas, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, establece la obligación de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, toda adquisición de acciones propias o de acciones de la Sociedad dominante cotizadas en Bolsa, siempre que dicha adquisición supere el 1 por 100 del capital social. Esta obligación participa, con las consignadas en el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores, de la finalidad de incrementar el grado de transparencia del mercado, por lo que se ha considerado oportuno incluir en el presente Real Decreto las normas de desarrollo precisas para su efectiva aplicación, que integran su capítulo II. Tiene, no obstante, un fundamento diferente, al proyectarse sobre un ámbito tan sensible como el de la autocartera que, si en general es vista con recelo por el legislador por sus efectos distorsionadores del capital de las Sociedades y del reparto de poder político en las mismas, ha merecido en la Ley un tratamiento especialmente riguroso por lo que respecta a Sociedades cotizadas, al añadirse en este caso consideraciones de protección del mercado.

Por último, en la disposición adicional primera se establece la obligación de declaración al Registro de Inversiones del Ministerio de Economía y Hacienda, obligación ésta que, si bien no se encuentra incluida en el ámbito regulado en el presente Real Decreto, guarda una estrecha relación con lo previsto en el mismo, en cuanto se refiere a inversiones extranjeras. Con ello, se pretende simplificar procedimientos administrativos y conseguir la adecuada coordinación entre los datos obrantes en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en la Dirección General de Transacciones Exteriores.»

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda y del Ministro de Justicia, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 15 de marzo de 1991,

DISPONGO:

CAPITULO PRIMERO

Comunicación de participaciones significativas en Sociedades cotizadas

Artículo 1.º Obligación de comunicar. Porcentajes de referencia.—1. Las adquisiciones o transmisiones de acciones de Sociedades cotizadas que determinen que el porcentaje de capital que quede en poder del adquirente alcance el 5 por 100 o sus sucesivos múltiplos o, que el que quede en poder del transmitente descienda por debajo de alguno de dichos porcentajes, se comunicará a la Sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas en que sus acciones estén admitidas a negociación y a la Comisión Nacional del Mercado de

Valores de acuerdo con lo establecido en el presente Real Decreto.

2. Se entenderá por capital a los efectos del número anterior, el integrado por cualesquiera acciones de la Sociedad, estén o no admitidas a negociación en Bolsa de Valores, con excepción de las acciones sin voto reguladas en los artículos 90 a 92 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

3. Son Sociedades cotizadas, a los efectos del presente Real Decreto, aquellas que tienen admitidas a negociación en una Bolsa de Valores española todas o parte de sus acciones.

Art. 2.º Concepto de adquisición—1. A los efectos del presente capítulo se considerarán adquisiciones o transmisiones las que tengan lugar tanto por título de compraventa, como las que se produzcan en virtud de cualquier otro título oneroso o lucrativo, con independencia del modo en que se instrumenten.

2. En los supuestos de usufructo o prenda de las acciones, tendrá la consideración de titular de las mismas quien ostente la titularidad de los correspondientes derechos de voto, sea propietario, usufructuario o acreedor pignoraticio.

3. En el supuesto de copropiedad de acciones tendrá la consideración de titular la persona designada para ejercer los derechos de voto, si es uno de los copropietarios, en otro caso, se estará a la participación de cada uno de los copropietarios en la comunidad.

Art. 3.º Personas interpuestas.—1. Se considerará persona interpuesta, a los efectos del presente Real Decreto, aquellas que, en nombre propio, adquieran, transmitan o posean los valores por cuenta del obligado a comunicar.

2. Se presume tal condición en aquéllas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de los valores.

Art. 4.º Supuestos de comunicación y sujetos obligados.—Las comunicaciones a que se refiere el artículo 1.º se efectuarán:

a) En todo caso, por el adquirente o transmitente directo de las acciones que con su propia participación alcance o descienda de dichos porcentajes, ya se trate de una persona física o jurídica, pública o privada, nacional o extranjera, ya adquiera, transmita o posea por cuenta propia o ajena.

b) Por la Entidad, pública o privada, nacional o extranjera, dominante de un grupo de Entidades, en el sentido del artículo 4.º de la Ley 24/1988, que, en conjunto, alcancen o desciendan de los referidos porcentajes.

c) Por la persona física, nacional o extranjera, que controle, en el sentido del artículo 4.º de la Ley 24/1988, una o varias Entidades, si sumando las participaciones de las que sea directamente titular y las de éstas, alcanza o desciende de los porcentajes señalados.

d) Por la persona física o jurídica que, en supuestos distintos de los contemplados en las letras anteriores, haya adquirido o transmitido a través de una persona interpuesta alcanzando o descendiendo de los porcentajes citados.

Art. 5.º Obligación especial de los Administradores.— Los Administradores y miembros de Consejos de Administración de Sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una Bolsa de Valores comunicarán a las Entidades mencionadas en el artículo 1.º todas las adquisiciones o transmisiones de acciones de dichas Sociedades que realicen por sí, a través de Sociedades que controlen o a través de otras personas interpuestas, con independencia de su cuantía.

Art. 6.º Comunicación en casos especiales.—1. Los titulares de participaciones superiores al 5 por 100 en el capital de Sociedades que obtengan por primera vez la admisión a negociación de acciones en una Bolsa de Valores, y los Administradores y miembros de sus Consejos de Administración en los supuestos establecidos en el artículo anterior, deberán comunicar sus participaciones con referencia a la fecha en que tenga lugar la publicación en el correspondiente Boletín de Cotización del acuerdo de admisión.

2. Idéntica comunicación deberá hacerse por quienes accedan a la condición de Administrador o miembro del Consejo de Administración de una Sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en una Bolsa de Valores, con referencia a la fecha de aceptación de su nombramiento.

3. Para determinar el alcance de las comunicaciones contempladas en los dos párrafos anteriores se aplicarán los criterios establecidos en el presente capítulo.

4. El cese en el cargo de Administrador o miembro del Consejo de Administración de una Sociedad cotizada deberá comunicarse a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que las acciones coticen, o, en su caso, a la Sociedad de Bolsas y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que se ostente una participación, con independencia de su cuantía, en la Sociedad cotizadas en el momento del cese.

Art. 7.º Extensión del objeto de las comunicaciones.—1. Las personas físicas obligadas a comunicar incluirán en su comunicación las adquisiciones, transmisiones o participaciones de los hijos que tengan bajo su patria potestad y las de sus cónyuges, salvo que las mismas se refieran a acciones que les pertenezcan privativamente o en exclusiva, de acuerdo con su régimen económico matrimonial.

2. El deber de incluir en la propia comunicación las adquisiciones, transmisiones o participaciones a que se refiere el número anterior recaerá en el cónyuge o progenitor que ostente la condición de Consejero de la Sociedad cotizada. No ostentando ninguno dicha condición, u ostentándola los dos recaerá en el que tenga un mayor número de los correspondientes valores a su nombre.

3. Lo previsto en los números anteriores se entiende sin perjuicio de la obligación del otro cónyuge o progenitor, o de los hijos citados, en su caso, a través de sus representantes legales, de comunicar sus propias adquisiciones, transmisiones o participaciones.

4. Igualmente, se considerarán como propias, para determinar si se controlan o no Sociedades que sean titulares de acciones cotizadas a los efectos previstos en los artículos 1.º y 4.º del presente Real Decreto, las acciones de las mismas de las que sean titulares los hijos que tengan bajo su patria potestad el obligado o su cónyuge, salvo que les pertenezcan privativamente, o en exclusiva, de acuerdo con su régimen económico matrimonial.

Art. 8.º Contenido de las comunicaciones.—1. Las comunicaciones reguladas en el presente capítulo se efectuarán mediante escrito debidamente firmado y contendrán en todo caso:

Identificación del adquirente, transmitente o titular de la participación, así como del firmante de la comunicación. En el caso de que la adquisición o transmisión se haga a través de Sociedades controladas o de otras personas, identificación de quienes aparezcan como adquirentes, transmitentes o titulares directos de las acciones. Cuando la comunicación se efectúe por quien adquiera o transmita por cuenta de otro, indicación de esta circunstancia.

Identificación de la Sociedad cotizada en cuyo capital se adquiere, transmite o posee una participación.

Identificación de las adquisiciones o transmisiones y del porcentaje poseído o que quede en poder del obligado después de la adquisición o transmisión.

2. Cuando las comunicaciones se firmen en representación del obligado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir que el representante acredite sus facultades. Tratándose de personas jurídicas, se presumirá la suficiencia de la representación cuando el escrito se firme por un Administrador único o solidario, por un miembro del Consejo de Administración, por su Secretario o por un Director general o cargo asimilado.

Art. 9.º Plazos.—1. Las comunicaciones contempladas en los artículos 1.º y 5.º anteriores deberán efectuarse dentro de los siete días hábiles siguientes a la fecha del contrato. Tratándose de suscripción de acciones en una ampliación de capital dicho plazo contará desde el día en que finalice el período de suscripción. En el supuesto de que la adquisición o transmisión sea consecuencia de un título no contractual, se contará desde la fecha en que produzca efecto.

2. Las comunicaciones a que se refiere el artículo 6.º se efectuarán también en el plazo de siete días hábiles, aunque contado desde la fecha de publicación en el correspondiente Boletín de Cotización del acuerdo de admisión o desde la aceptación del nombramiento o producción del cese como Administrador o Consejero.

Art. 10. *Publicidad*.—1. Las informaciones resultantes de las comunicaciones contempladas en este capítulo se harán públicas por los siguientes medios:

a) Puesta a disposición, en favor de los accionistas que las soliciten, por parte de las Sociedades cotizadas.

b) Difusión por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y, en el caso de que los valores se negocien a través del sistema de interconexión bursátil, por la sociedad de Bolsas, a través del Sistema de Información Bursátil que establezcan. A estos efectos, las Sociedades Rectoras remitirán a la Sociedad de Bolsas copia de las comunicaciones que reciban relativas a valores que se negocien a través del citado sistema, pudiendo convenir que sea una sola de ellas la que cumpla con esta obligación de remisión.

c) Incorporación a los Registros Públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá también decidir la aplicación de otros sistemas de difusión.

2. Excepcionalmente, cuando los obligados a efectuar las comunicaciones previstas en el presente capítulo estimen que las correspondientes informaciones deben quedar reservadas, lo comunicarán así a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta sólo podrá exonerar de la publicidad a que se refiere el número anterior cuando su divulgación fuere contraria al interés público o perjudicara de manera grave a las Sociedades de que se trate siempre y cuando, en este último caso, la falta de publicación no sea de índole tal que induzca a error al público sobre hechos y circunstancias esenciales para la evaluación de los valores afectados.

Art. 11. *Régimen de las Sociedades residentes de países de la CEE cotizadas también en Bolsas de Valores españolas*.—1. No será de aplicación lo previsto en los artículos 1.º a 9.º anteriores en el caso de adquisición o cesión de participaciones significativas en Sociedades sujetas a la legislación de un Estado miembro de la Comunidad Económica Europea distinto de España cuyas acciones estén admitidas a negociación en una Bolsa de Valores española, y en otra u otras, dentro de la Comunidad.

2. No obstante lo previsto en el número anterior, la Sociedad emisora deberá dar traslado de las comunicaciones que le hayan sido dirigidas con arreglo a las disposiciones que en el Estado a cuya legislación estén sujetas se hayan dictado en aplicación de la Directiva 88/627/CEE a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas en que sus acciones estén admitidas a negociación. Habrán de proceder a dichos traslados tan pronto como reciban tales comunicaciones y, en todo caso, dentro de los siete días hábiles siguientes a su recepción.

3. Las Sociedades Rectoras a que se refiere el número anterior y la Comisión Nacional del Mercado de Valores harán públicos los informes contemplados en el mismo en la forma prevista en las letras b) y c) del artículo 10 de este Real Decreto.

CAPITULO II

Comunicación de la adquisición de acciones propias por Sociedades cotizadas

Art. 12. *Obligación de comunicar*.—Cualquier adquisición por una Sociedad, en un solo acto o por actos sucesivos, de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de Valores, ya se trate de acciones propias o de la Sociedad dominante, que supere el 1 por 100 del capital del que formen parte las acciones adquiridas deberá comunicarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el presente capítulo.

Art. 13. *Concepto de adquisición. Adquisiciones sucesivas*.—1. A los efectos de este capítulo se considerará adquisición de acciones de Sociedades cotizadas tanto la que tenga lugar por título de compraventa, como la que se produzca en virtud de cualquier otro título oneroso o lucrativo, cualquiera que sea el modo en que se instrumente.

2. En el caso de titularidad de acciones en copropiedad, y en el supuesto de adquisición bien del usufructo, bien de la nuda propiedad, la obligación de comunicar se extenderá a los titulares que tengan algún derecho sobre las acciones.

3. La obligación de comunicar surgirá, en el caso de adquisición por actos sucesivos, cuando se produzca la operación o adquisición que, sumada a las realizadas desde la anterior comunicación, determine que en conjunto se sobrepase el porcentaje del 1 por 100 del capital social de la Sociedad cotizada de que se trate. A estos efectos no se deducirán las enajenaciones o ventas.

Art. 14. *Sujetos obligados a comunicar*.—1. Deberán efectuar las comunicaciones reguladas en el presente capítulo:

a) Las Sociedades cotizadas en Bolsa, que deberán comunicar tanto las adquisiciones que ellas mismas realicen de sus propias acciones, como las adquisiciones de éstas que efectúen Sociedades, cotizadas o no, por ellas dominadas. A efectos del cómputo del 1 por 100 se sumarán unas y otras adquisiciones.

b) Las Sociedades dominadas por Sociedades cotizadas en Bolsa, que comunicarán las adquisiciones de acciones de éstas que cada una de ellas efectuó en la medida en que sobrepasen el 1 por 100 contemplado en los anteriores artículos 12 y 13.

2. En todo caso, las comunicaciones comprenderán las adquisiciones que se efectúen a través de personas interpuestas, en el sentido del artículo 3 de este Real Decreto.

3. La obligación de comunicación regulada en el presente capítulo es independiente de la que pueda corresponder con arreglo al capítulo anterior de este Real Decreto.

Art. 15. *Conceptos de la Sociedad dominante y dominada*.—Tendrán la consideración de Sociedad domi-

nante y dominada, respectivamente, la que ejerza control o dominio sobre otra y la que esté sujeta a dicho control o dominio de acuerdo con lo previsto en el artículo 4.º de la Ley del Mercado de Valores o en el artículo 42.1 del Código de Comercio.

Art. 16. *Contenido de la comunicación.*—1. Las comunicaciones se formularán mediante escrito debidamente firmado y contendrán en todo caso:

a) Identificación de la Sociedad adquirente y, en su caso, de la dominante, así como del firmante de la comunicación. En el caso de que la adquisición se haga a través de Sociedades controladas o de otras personas, identificación de quienes aparezcan como adquirentes directos de las acciones.

b) Identificación de las operaciones o adquisiciones.

c) Indicación del número de acciones propias que posea, directa o indirectamente, la Sociedad cotizada o del número de las que de la dominante posea la dominante, en el momento de efectuarse las comunicaciones.

2. Será de aplicación a estas comunicaciones lo previsto en el número 2 del artículo 8 del presente Real Decreto.

Art. 17. *Plazos.*—Las comunicaciones a que se refiere el presente capítulo deberán efectuarse en el plazo de siete días hábiles contados desde la fecha de la correspondiente operación o en que hubiera tenido lugar la adquisición. En el supuesto de adquisición por actos sucesivos el plazo se contará desde la fecha de la operación o adquisición que hubiera generado la obligación de comunicar, conforme a lo previsto en el número 3 del artículo 13.

Art. 18. *Supervisión y publicidad.*—1. En el ejercicio de su función supervisora, la Comisión Nacional del Mercado de Valores velará especialmente por que las operaciones que deban ser objeto de comunicación de acuerdo con lo dispuesto en el presente capítulo se ajusten a los principios de la Ley del Mercado de Valores y disposiciones complementarias.

2. Cuando así lo considere preciso en aras de la transparencia del mercado o de la protección de los inversores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ordenar a las Sociedades emisoras que hagan públicas las correspondientes informaciones o hacerlas públicas por sí.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera. *Declaraciones al Registro de Inversiones.*—

1. Las comunicaciones que, conforme a lo dispuesto en el capítulo I de este Real Decreto, hayan de efectuarse por inversores extranjeros deberán dirigirse, además de

a las Entidades que en el mismo se mencionan, a la Dirección General de Transacciones Exteriores. La comunicación a ésta se hará utilizando el modelo que establezca para las restantes comunicaciones la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al que se adjuntará, en su caso, como anexo, el que apruebe la Dirección General de Transacciones Exteriores.

2. La comunicación a la Dirección General de Transacciones Exteriores contemplada en el número anterior, se incorporará al Registro de Inversiones a los efectos previstos en el artículo 4 del texto articulado de la Ley de Inversiones Extranjeras, aprobado por Real Decreto Legislativo 1265/1986, de 27 de junio, teniendo la condición de requisito para el ejercicio del derecho de transferencia al exterior por no residentes.

Segunda. *Régimen sancionador.*—El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente Real Decreto podrá ser constitutivo de infracción muy grave o grave de acuerdo con lo previsto en los artículos 99, apartado p), y 100, apartado j), de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y, asimismo, podrá ser sancionado conforme a lo dispuesto en los artículos 102 y 103 de la citada Ley.

DISPOSICION TRANSITORIA

Adquisiciones anteriores.—Dentro del mes siguiente a la entrada en vigor del presente Real Decreto, las Sociedades cotizadas que, por sí o a través de Sociedades dominadas, hubieran adquirido acciones propias en cuantía superior al 1 por 100 de su capital social entre el 1 de enero de 1990 y la fecha de su publicación vendrán obligadas a efectuar una comunicación expresiva de cuantas hubieran adquirido en dicho período.

DISPOSICION DEROGATORIA

Queda derogada la disposición adicional segunda del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores, así como la Circular 6/1989, de 15 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre comunicación de participaciones significativas en Sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa.

DISPOSICIONES FINALES

Primera.—Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para regular cuantos extremos estime precisos para la correcta aplicación y desarrollo de lo previsto en el presente Real Decreto.

Segunda.—El presente Real Decreto entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

CIRCULAR 7/1990, DE 27 DE DICIEMBRE, DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, SOBRE NORMAS CONTABLES Y ESTADOS FINANCIEROS RESERVADOS DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

El nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, faculta al Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para dictar las normas contables, criterios de valoración y modelos de estados financieros de carácter reservado de las Instituciones de Inversión Colectiva que deben ser suministrados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Habilitada la Comisión por la Orden de 20 de diciembre de 1990, la presente Circular, respetando los criterios contenidos en ella, regula las normas contables y los modelos de los estados contables y estadísticos reservados de dichas Instituciones desde la doble perspectiva de adaptar aquéllas y éstos a sus características propias y de permitir una adecuada y eficaz supervisión.

En su virtud, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su reunión de 27 de diciembre de 1990, ha dispuesto lo siguiente:

SECCIÓN PRIMERA

Cuestiones formales y de procedimiento

Norma 1.^a *Ambito de aplicación.*

1. La presente Circular regula las normas contables, los criterios de valoración y de determinación de resultados y los modelos de los estados contables y estadísticos de carácter reservado de las Instituciones de Inversión Colectiva.

2. Quedan sujetos al cumplimiento de esta Circular las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero (en adelante las instituciones) a que se refiere el título I de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

3. La inclusión en esta Circular de criterios contables y normas de valoración para determinadas operaciones no supondrá autorización a las instituciones para realizarlas si por la naturaleza de éstas o de aquéllas, por limitaciones a su operativa impuestas por disposiciones vigentes de aplicación o porque se necesitase autorización específica para ello, no pudieran realizarlas a la entrada en vigor de esta Circular.

Norma 2.^a *Normas de contabilidad aplicables.*

Las normas contables específicas a cumplir por las instituciones serán las contenidas en esta Circular, sin perjuicio de lo prevenido en el Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas y Plan General de Contabilidad, que serán aplicables en caso de lagunas. En lo no previsto por ella o en las normas generales mencionadas se estará a lo indicado por los principios contables generalmente admitidos para entidades de similar naturaleza.

Norma 3.^a *Alcance de la información afectada.*

La presente Circular se aplicará a la información contenida en los estados contables y estadísticos de carácter reservado.

Asimismo, se aplicará a la información que pueda ser exigida en cada momento para aclaración y detalle de lo mencionado en el párrafo anterior o para cualquier otra finalidad surgida en el desarrollo de las funciones encomendadas a la CNMV.

Norma 4.^a *Delimitación del ejercicio económico.*

Todas las instituciones ajustarán el ejercicio económico al año natural.

Norma 5.^a *Forma de presentación de la información.*

1. Los estados contables y estadísticos requeridos por esta Circular serán remitidos en los plazos y demás condiciones establecidos en la sección tercera. Los correspondientes al cierre de ejercicio se entenderán presentados a la CNMV con la provisionalidad que implica su preceptiva aprobación por las Juntas generales de accionistas de las Sociedades o los Consejos de Administración de las Gestoras de los Fondos. En el caso que los estados no resulten aprobados en los mismos términos en que se remitieron a la CNMV, las Sociedades o las Gestoras correspondientes vendrán obligadas a remitir los estados rectificadas en los quince días siguientes a la celebración de la junta o consejo, destacando y explicando las variaciones introducidas.

2. Las Entidades no podrán modificar los modelos de estados establecidos, ni suprimir ninguna de sus partidas que deberán figurar siempre aunque sus saldos sean nulos.

3. La presentación de los estados podrán hacerse: a) en impresos preparados por la CNMV que estarán a disposición de las entidades; b) en soporte informático, de acuerdo con los requerimientos técnicos que establezca la CNMV.

En el primer caso, los estados se presentarán fechados, sellados y firmados por las personas que posean las facultades para ello. En el segundo supuesto, la CNMV remitirá a las Entidades un estado escrito elaborado sobre la base de dicho soporte mecanizado, que aquéllas le devolverán sellado y firmado como en el caso anterior.

4. Las cantidades se expresarán en millones de pesetas redondeados, salvo cuando se indique expresamente otra cosa.

SECCIÓN SEGUNDA

Criterios generales

Norma 6.^a *Principios básicos.*

Los estados contables y estadísticos deberán ser redactados con claridad y mostrar el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la Institución, de conformidad con los requisitos de esta Circular.

A estos efectos, todos los bienes, derechos, obligaciones, ingresos, gastos y compromisos de cualquier clase incluso unilaterales, ya sean efectivos o potenciales, que conforman la situación íntegra de la institución, deberán registrarse contablemente desde el mismo momento en que se originen, bien en cuentas de activo y pasivo, o bien en cuentas de orden según corresponda en cada caso.

La contabilidad se desarrollará aplicando obligatoriamente los principios contables que se indican a continuación:

Principio de prudencia valorativa.—Únicamente se contabilizarán los beneficios realizados a la fecha de cierre de los estados contables, de acuerdo con las normas de la presente Circular. Por el contrario, los riesgos previsible y las pérdidas eventuales con origen en el período o en otro anterior, deberán contabilizarse tan pronto sean conocidos. Se tendrán en cuenta, asimismo, todas las amortizaciones y depreciaciones tanto si el período se salda con beneficio como con pérdida.

Esto no obstante, para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones o valor teórico de las acciones, se considerarán los criterios específicos indicados en la circular sobre determinación del valor liquidativo y sobre cumplimiento de coeficientes operativos y límites de inversión.

Principio del registro.—Los hechos económicos deben registrarse cuando nazcan los derechos u obligaciones que los mismos originen.

Principio del precio de adquisición.—Como norma general, todos los bienes, derechos y obligaciones se contabilizarán por su precio de adquisición o coste de producción. Para las deudas, se entenderá por precio de adquisición el importe por el que las mismas habrán de ser reembolsadas. Esto no obstante, para el cálculo del valor liquidativo de la participación en un fondo, se considerarán los criterios específicos indicados en la norma 1.^a de la circular sobre determinación del valor liquidativo y sobre cumplimiento de coeficientes operativos y límites de inversión.

Principio de devengo.—Como criterio general, la imputación de ingresos y gastos a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias se hará en función de la corriente real que los mismos representan, con independencia del momento de su cobro o pago.

Principio de no compensación.—En ningún caso podrán compensarse las partidas del activo y del pasivo del Balance, ni las de gastos e ingresos de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Principio de correlación de ingresos y gastos.—En virtud del mismo la Cuenta de Pérdidas y Ganancias debe recoger los ingresos del ejercicio y la totalidad de los gastos necesarios para la obtención de los mismos.

Principio de uniformidad.—Adoptado un criterio en la aplicación de los principios contables dentro de las alternativas que, en su caso, estos permitan, deberá mante-

nerse en el tiempo en tanto no se alteren los supuestos que motivaron la elección de dicho criterio.

Principio de empresa en funcionamiento.—Se considerará que la gestión de la institución es prácticamente indefinida. En consecuencia, la aplicación de los principios contables no irá encaminada a determinar el valor del patrimonio a efectos de su enajenación global o parcial ni el importe resultante en caso de liquidación. Esto no obstante, para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones o valor teórico de las acciones, se considerarán los criterios específicos indicados en la Circular sobre determinación del valor liquidativo y sobre cumplimiento de coeficientes operativos y límites de inversión.

Principio de importancia relativa.—Podrá admitirse la no aplicación estricta de algunos de los principios contables, siempre y cuando la importancia relativa en términos cuantitativos de la valoración que tal hecho produzca sea escasamente significativa, a efectos de lo establecido en el primer párrafo de la presente norma.

Norma 7.^a *Definiciones y clasificaciones generales.*

1. Se entenderá por cartera de inversiones financieras interior o exterior, las inversiones en valores realizadas en mercados organizados, españoles o extranjeros, respectivamente, cualquiera que sea el emisor de los valores y la moneda en que se cifre.

2. Se entenderán comprendidas en el corto plazo, a efectos de su inclusión en los estados correspondientes, aquellas partidas que tengan vencimiento inferior o igual a un año.

Norma 8.^a *Desarrollo auxiliar de datos contables.*

Los registros contables deberán contener el detalle necesario sobre las características de los activos, pasivos, compromisos, ingresos y gastos para que pueda derivarse de ellos con claridad toda la información contenida en los diferentes estados a rendir, los cuales mantendrán la necesaria correlación tanto entre sí como con aquella base contable.

Norma 9.^a *Criterios generales de valoración.*

Los criterios generales de valoración que se formulan seguidamente son de aplicación obligatoria:

1. Inmovilizado:

El inmovilizado material e inmaterial, así como los gastos de establecimiento, se valorarán a su precio de adquisición o coste de producción.

Del valor del inmovilizado material se deducirá en todos los casos las amortizaciones practicadas, las cuales habrán de establecerse sistemáticamente en función de la vida útil de los bienes, atendiendo a la depreciación que normalmente sufran por su funcionamiento, uso y disfrute, sin perjuicio de considerar también la obsolescencia que pudiera afectarlos.

Deberán efectuarse las correcciones valorativas necesarias con el fin de atribuir a cada elemento del inmovi-

lizado material el inferior valor de mercado que le corresponda al cierre de cada ejercicio.

Por la depreciación duradera que no se considere definitiva se deberá dotar una provisión; esta provisión se deducirá igualmente a efectos de establecer la valoración del bien de que se trate; en este caso no se mantendrá la valoración inferior si las causas que motivaron la corrección de valor hubiesen dejado de existir.

Cuando la depreciación de los bienes sea irreversible y distinta de la amortización sistemática, se contabilizará directamente la pérdida y la disminución del valor del bien correspondiente.

En cuanto al inmovilizado inmaterial y los gastos de establecimiento se amortizarán a la mayor brevedad posible y siempre dentro de los plazos que en cada caso indica el Plan General de Contabilidad. Para los gastos de establecimiento se aplicará el método de amortización directa. Se aplicarán los criterios establecidos para el inmovilizado material por lo que respecta a la dotación de provisiones.

2. Cartera de Inversiones Financieras:

A. Tratamiento contable:

1. Las acciones, participaciones y valores de renta fija se contabilizarán por su precio de adquisición.

Se entiende por precio de adquisición, el conjunto de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos más los gastos o inversiones inherentes a la operación de adquisición, excluyendo los intereses que se hayan devengado y no hayan vencido en el momento de la compra, que se registrarán de forma independiente. Asimismo, no formarán parte del precio de adquisición los intereses por aplazamiento de pago, que se entenderá que se devengan aun cuando no figuren expresamente en el contrato y en cuyo caso se considerará como tipo de interés el de mercado.

El valor histórico de los activos financieros es el precio de adquisición de los mismos.

2. Los activos y valores emitidos a descuento o con cupón cero adquiridos por la Institución en firme o con pacto de retrocesión se registrarán en Balance por el efectivo realmente pagado o contratado para la cesión, respectivamente. La diferencia entre este valor y el nominal o precio de recompra, respectivamente, se periodificará según lo establecido en la norma 10.

En la adquisición de activos y valores con intereses periódicos, cuyo precio incorpore los intereses devengados desde la última liquidación o «cupón corrido», éstos no formarán parte del precio de adquisición y se contabilizarán transitoriamente en la cuenta de cartera de inversiones financieras «intereses de la cartera de inversión» del Activo del Balance, cancelándose en el momento del vencimiento de dicho cupón o intereses.

3. Los valores adquiridos por aplicación de otros activos en ningún caso podrán exceder del valor contable de los activos aplicados a su adquisición más, en su caso, las cantidades que, dentro de aquellos valores,

podieran quedar pendientes de pago a terceros, por subrogación de obligaciones en la aplicación de activos.

4. El importe de los derechos preferentes de suscripción se entenderá incluido en el precio de adquisición de los respectivos valores.

En el caso de venta de derechos preferentes de suscripción, o segregación de los mismos para ejercitarlos, el importe del coste de los derechos disminuirá el precio de adquisición de los respectivos valores. Dicho coste se determinará aplicando alguna fórmula valorativa de general aceptación y en armonía con el principio de prudencia; al mismo tiempo, se reducirá proporcionalmente el importe de las correcciones valorativas contabilizadas.

5. En el caso de valores en moneda extranjera, se seguirá el tratamiento contable que se indica en el siguiente apartado B, número 5.

B. Valoración:

1. Las Instituciones calcularán el valor estimado de realización de cada uno de los valores de su cartera de acuerdo a las siguientes reglas:

a) Los valores cotizados, tanto de renta fija como variable, por su valor de mercado, considerando como tal:

En el caso de los Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, el que resulte de aplicar el cambio oficial de cierre del día de la fecha del Balance, si existe, o inmediato hábil anterior, o al cambio medio ponderado si no existiera precio oficial de cierre.

La valoración se realizará en el mercado más representativo por volúmenes de negociación. En el caso de valores no admitidos aún a cotización oficial, se estimarán a los cambios que resulten de cotizaciones oficiales de valores similares de la misma Entidad procedentes de emisiones anteriores, teniendo en cuenta las diferencias que puedan existir en sus derechos económicos. Si la cotización estuviera suspendida, se tomará el último cambio fijado o un precio menor si constara de modo fehaciente.

En el caso de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo, se tomará como valor de mercado el que resulte de aplicar el cambio oficial medio del mes de la fecha del Balance, si existe, o del mes anterior. La valoración se realizará en el mercado más representativo por volúmenes de negociación. En el caso de valores no admitidos aún a cotización oficial, se estimarán a los cambios que resulten de cotizaciones oficiales medias de valores similares de la misma Entidad procedentes de emisiones anteriores, teniendo en cuenta las diferencias que puedan existir en sus derechos económicos. Si la cotización estuviera suspendida, se tomará el último cambio fijado o un precio menor si constara de modo fehaciente.

No obstante lo anterior, y en el caso de inversiones de renta fija, si las cotizaciones oficiales mencionadas no reflejaran correcciones valorativas de acuerdo a la evolución de los tipos de interés de mercado, las Institu-

Internamente las operaciones se contabilizarán en unidades monetarias de cada divisa, vertiéndose al Balance por su contravalor en pesetas.

Los saldos activos y pasivos figurarán en el Balance al cambio medio oficial del mercado de divisas («fixing») de la fecha del mismo o, en su defecto, del último día hábil de mercado anterior a esa fecha. Las diferencias que se vayan produciendo tanto al alza como a la baja respecto al cambio histórico:

a) Si proceden de la cartera de inversiones financieras se considerarán como plusvalías o minusvalías latentes de cartera, y se tratarán según lo indicado en el punto 3 del apartado 2.B de la norma 9.^a

b) Si proceden de débitos o créditos, las diferencias negativas se imputarán a resultados, mientras que las diferencias positivas no realizadas se recogerán en el pasivo del Balance como «ingresos a distribuir en varios ejercicios», tratándose de la misma forma que indica el Plan General de Contabilidad.

c) Si proceden de la tesorería, estas diferencias positivas o negativas se abonarán o cargarán, respectivamente, al resultado del ejercicio.

La comparación entre el «fixing» del mercado de divisas de la fecha del mismo y el histórico se realizará diariamente a efectos del cálculo del valor liquidativo de la participación o valor teórico de la acción, reflejándose en la contabilidad al menos en cada cierre mensual, en el caso de Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria, de Capital Variable, y mensualmente en el caso de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo.

5. Provisiones para insolvencias:

Todos los activos en los que concurra un deterioro notorio e irrecuperable de su solvencia serán amortizados y dados de baja del Balance, aunque no estén vencidos, con aplicación de las provisiones que ya estuviesen constituidas en su caso.

Pasarán a la situación contable de dudosos y morosos las inversiones y periodificaciones acumuladas cuyo reembolso sea problemático o en los que hayan transcurrido más de noventa días desde su vencimiento total o parcial.

Sobre estas inversiones se dotará una provisión por el importe que razonablemente se estime de difícil recuperación, en función del valor de realización de las garantías cuando existan, o en otro caso de los siguientes porcentajes, como mínimo, en función del tiempo transcurrido desde su pase a la citada situación contable:

Más de seis meses, sin exceder de doce: 25 por 100.

Más de doce meses, sin exceder de dieciocho: 50 por 100.

Más de dieciocho meses, sin exceder de veinticuatro: 75 por 100.

Más de veinticuatro meses: 100 por 100.

La prórroga o reinstrumento simple de las operaciones

de reembolso problemático no interrumpe su morosidad, ni producirá su reclasificación como operaciones ordinarias, salvo que se aporten garantías eficaces.

La clasificación como dudosa o morosa de una inversión implica simultáneamente la de sus intereses, comisiones y gastos devengados hasta ese momento, no pudiendo llevarse a Pérdidas y Ganancias a partir de entonces ningún producto en tanto no se cobre.

6. Impuesto sobre Sociedades:

Para su contabilización se considerarán las diferencias que puedan existir entre el resultado contable y el resultado fiscal (base imponible del impuesto), debidas a diferencias en la definición de gastos e ingresos entre el ámbito económico y el tributario (diferencias permanentes), a diferencias entre los criterios temporales de imputación de ingresos y gastos o a la admisión en el ámbito fiscal de la compensación de bases imponibles negativas de ejercicios anteriores.

El importe a contabilizar por el Impuesto sobre Sociedades devengado en el ejercicio se calculará en la siguiente forma:

Se obtendrá el resultado contable ajustado, que será el resultado contable antes de impuestos más o menos las diferencias permanentes que corresponden al mismo, entendiendo por «diferencias permanentes» las producidas entre la base imponible y el resultado contable antes de impuestos que no revierten en períodos subsiguientes, excluidas las pérdidas compensadas.

Se calculará el impuesto bruto aplicando el tipo impositivo sobre el resultado contable ajustado.

Del impuesto bruto, según sea positivo o negativo, se restará o sumará, respectivamente, el importe de las bonificaciones y deducciones en la cuota, obteniéndose el Impuesto sobre Sociedades devengado.

Las diferencias entre el impuesto a pagar (sin considerar las retenciones y los pagos a cuenta) y el gasto por el impuesto, debidas a diferencias temporales de imputación, se registrarán en las cuentas de Administraciones Públicas del activo y del pasivo del Balance, respectivamente. Las diferencias motivadas por la compensación fiscal de pérdidas se registrarán en la cuenta «Administraciones Públicas» del activo del Balance, por el importe obtenido al aplicar el tipo impositivo del ejercicio a la base imponible negativa del mismo.

La modificación de la legislación que dé lugar a una variación de los importes señalados en el párrafo anterior ocasionará necesariamente el ajuste de las cuentas señaladas.

Se darán de baja los impuestos anticipados y los créditos impositivos cuando surjan dudas acerca de su futura recuperación.

Norma 10. *Criterios generales para la determinación de los resultados.*

1. Se tendrán en cuenta los principios contables bá-

sicos y los criterios de valoración indicados en las normas anteriores.

2. Todos los saneamientos y las amortizaciones, así como los gastos de personal en concepto de participación de beneficios, constituyen elementos de coste a incluir en conceptos del debe de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, no procediendo su contabilización como aplicaciones del beneficio del ejercicio.

No serán admisibles saneamientos ni compensaciones de gastos originados en el ejercicio con cargo a reservas o fondos especiales genéricos.

3. Los dividendos se abonarán a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la fecha que nazca el derecho a percibirlos.

4. En aplicación del principio del devengo serán periodificables, diariamente a efectos del cálculo del valor liquidativo de la participación o valor teórico de la acción, reflejándose en la contabilidad, al menos, en cada cierre mensual, en el caso de los Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, y mensualmente en el de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo, los intereses activos de las inversiones financieras y los intereses pasivos de las financiaciones, de acuerdo con la tasa interna de rentabilidad o coste de las operaciones. Adicionalmente se periodificarán los gastos satisfechos por servicios que se reciban o los ingresos percibidos por riesgos que se asuman a lo largo de un período; los gastos de personal, los generales y las amortizaciones; o cualquier otro concepto susceptible de ello, con la misma periodicidad explicada, incluido el correspondiente al Impuesto sobre Sociedades.

Los productos o costes que se refieren al conjunto de un período como un todo, tales como pagas extraordinarias, amortizaciones, alquileres, etc., se suponen linealmente devengados a lo largo del mismo a efectos de su imputación periódica.

La periodificación de los gastos generales podrá realizarse sobre la base de los presupuestos existentes, sin perjuicio de regularizar las diferencias con los datos reales en la cuenta anual o tan pronto como se produzcan desviaciones importantes.

La periodificación de los productos de la cartera de inversiones financieras se efectuará, cualquiera que sea su clase, mediante adeudo en la cuenta de activo «Intereses de la Cartera de Inversión» y abono simultáneo a la cuenta de resultados, y la periodificación de los costes de las financiaciones se efectuará, cualquiera que sea su clase, mediante abono en las cuentas de pasivo «Acreedores» y adeudo en la cuenta de resultados.

Se exceptúan del principio anterior los intereses de inversiones en las que se estime que su reembolso será problemático, que se llevarán a Pérdidas y Ganancias en el momento efectivo del cobro.

5. Para determinar el resultado de la venta de valores, el precio de coste a aplicar será el coste medio de adquisición de las existencias de valores de la misma clase, mismos derechos y plazo de vencimiento, dedu-

cidas las provisiones y cuentas compensadoras que pudieran existir e incluyendo las periodificaciones de intereses efectuadas en su caso. Podrá aplicarse el criterio de identificación específica de partidas en aquellas Instituciones cuyos Estatutos o Reglamento de gestión así lo estipulen, sin perjuicio de lo indicado en la norma 6.^a

Norma 11. *Contabilización de operaciones.*

1. Norma general para la contabilización de las operaciones:

En todo lo no previsto en esta Sección de la presente circular, las operaciones se contabilizarán de acuerdo con los principios y criterios generales establecidos en las normas anteriores y con arreglo al contenido lógico de las cuentas comprendidas en los estados de Balance y Pérdidas y Ganancias a las que se refiere la sección 3.^a

2. *Compraventa de valores al contado:*

Se contabilizarán en cuentas patrimoniales el día de su ejecución.

Las compras se adeudarán en la correspondiente cuenta del activo por su precio de adquisición definido en el apartado 2 de la norma novena. Las ventas se darán de baja del activo por su coste medio o su valor específico, según lo establecido en el apartado 5.º de la norma 10.

El resultado de las operaciones de venta se reconocerá en la cuenta de Pérdidas y Ganancias en la fecha de ejecución de las órdenes.

3. *Compraventa de valores al contado fuera de la Bolsa por cuenta propia. Transferencias de activos:*

Se contabilizarán en cuentas patrimoniales el día en que se ejecute la operación, debiendo figurar hasta entonces en cuentas de orden de compromiso en el caso de que éste fuera firme. Se entenderá como fecha de ejecución de una operación el día de su contratación.

Solamente podrán calificarse como operaciones de venta de activos, y por tanto, darse de baja del Balance, aquellas en que los activos no tengan prohibida o condicionada su transmisión y se cedan íntegramente con todos sus riesgos y derechos, incluso de defensa legal, de tal forma que no exista posibilidad legal de repercusión o reclamación posterior por parte del adquirente.

Las ventas o transferencias de activos que no cumplan lo establecido en el párrafo anterior se considerarán captación no autorizada de financiación directa del cesionario.

4. *Compraventa de valores a plazos:*

Se entenderá por operaciones de compraventa a plazo, a efectos de esta circular, aquellas cuyo vencimiento es posterior a su contratación, incluyendo tanto las que su liquidación se efectúa mediante la entrega de los valores, como las que puedan liquidarse por diferencias, si dicha forma de liquidación estuviera autorizada.

Se contabilizarán el día en que se contraten en la correspondiente cuenta de compromiso entre las cuen-

tas de orden, reflejándose por el valor efectivo contratado. Se valorarán de acuerdo a los criterios generales del apartado 2 de la norma 9.^a, dotándose las provisiones pertinentes incluso por insolvencia si fuera el caso.

Las cantidades en efectivo que pudieran entregarse como garantía, ya sea margen o cobertura, se contabilizarán como depósito hasta la liquidación de las operaciones.

5. Compraventa de valores al contado con crédito:

Los valores adquiridos con crédito de dinero concedido por otras Entidades tendrán entrada en el activo en el momento de su contratación por el importe efectivo de la compra, exclusión hecha de los intereses por aplazamiento en el pago. La financiación recibida se contabiliza en el pasivo.

Los valores vendidos con créditos de valores se contabilizarán en cuentas de orden como «Compromisos de venta de valores a plazo», con independencia de que la institución posea ya los títulos o deba adquirirlos para hacer frente al indicado compromiso.

6. Adquisición y cesión temporal de activos:

1. La adquisición temporal de activos o adquisición con pacto de retrocesión es una operación que, a efectos contables, se entiende que nace el día de su desembolso y vence el día en que se resuelve el citado pacto. Se entenderá que vencen a la vista las adquisiciones temporales cuya recompra debe necesariamente realizarse, pero puede exigirse opcionalmente a lo largo de un período de tiempo.

Se contabilizarán por el importe efectivo desembolsado en las cuentas de activo del Balance específicamente habilitadas para recoger estas inversiones, cualquiera que sean los instrumentos subyacentes y sin perjuicio del detalle de los mismos y de los sujetos cedentes en estados complementarios.

El pacto de retrocesión no precisa ser contabilizado en cuentas de compromiso, salvo que se ceda en firme el activo adquirido temporalmente en los casos en que esta operación esté autorizada.

2. La cesión temporal de activos o cesión de activos con pacto de retrocesión se entenderá, a efectos contables, como una financiación recibida que nace el día que se recibe y vence el día de su devolución. Se entenderá que vencen a la vista las financiaciones por cesiones temporales cuya devolución puede exigirse opcionalmente a lo largo de un período de tiempo.

Se contabilizarán en el pasivo del Balance por el importe efectivo recibido en el acto de la cesión. El pacto de retrocesión no precisa ser contabilizado en cuentas de compromiso.

Las Instituciones tienen prohibido efectuar operaciones de cesión temporal por valor superior al de mercado del activo subyacente, ya que la diferencia en más se consideraría captación no autorizada de financiación directa del cesionario.

7. Contabilización de futuros financieros contratados en mercados organizados:

1. Las operaciones de futuros financieros se registrarán en el momento de su contratación y hasta el momento del cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en la rúbrica 3 «Contratos sobre futuros financieros» de las cuentas de riesgo y compromiso, por el nominal de los valores de depósitos que se contraten. Se distinguirán por conceptos los que sean o no de cobertura.

2. Los fondos depositados en concepto de margen inicial tendrán la consideración contable de depósito cedido, registrándose en la rúbrica 6.5.1 «Margen inicial» del activo.

3. Las diferencias de cotización que se produzcan en relación con tales contratos se reconocerán contablemente en la Cuenta de Resultados de la siguiente forma:

a) En operaciones de cobertura: Los pagos o diferencias negativas, cobros o diferencias positivas que resulten de operaciones de cobertura se registrarán en las cuentas de «Otras periodificaciones» del Balance, rúbrica 10.2 del activo, o rúbrica 31.2 del pasivo.

El saldo de estas cuentas se traspasará al epígrafe 6.3.2 «Cargos por futuros financieros de cobertura» del debe de la Cuenta de Resultados, o al epígrafe 3.3.2 «Abonos por futuros financieros de cobertura» del haber de dicha cuenta, de manera simétrica al reconocimiento del devengo en la Cuenta de Resultados de los productos o costes de los elementos cubiertos, o de los incrementos o disminuciones de valor de los mismos.

b) En operaciones de inversión: Las diferencias positivas o negativas que en cada fecha puedan resultar de las variaciones en las cotizaciones de los contratos de futuros financieros suscritos se registrarán diariamente en las rúbricas 6.3.3 «Quebrantos por futuros financieros» o 3.3.3 «Productos por futuros financieros» de la Cuenta de Resultados, según corresponda, utilizando como contrapartida la rúbrica 6.5.2 «Márgenes a liquidar» del activo.

8. Contabilización de las opciones contratadas en mercados organizados:

1. Estas operaciones se registrarán en el momento de su contratación y hasta el momento del cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en los epígrafes 4.1 «Opciones sobre valores» y 4.2 «Opciones sobre tipo de interés» de las cuentas de riesgo y de compromiso, por el valor nominal de los elementos subyacentes comprometidos en los contratos de compra de dichas clases de opciones, ya sean de compra (call) o de venta (put). En las opciones sobre tipos de interés se entenderá por elemento subyacente el nominal sobre el que se calculen los intereses pactados.

2. Los derechos resultantes de las opciones compradas se reflejarán en la rúbrica 7.1.6 «Opciones nacionales compradas», si se adquieren en mercados nacionales, o en la rúbrica 7.2.5 «Opciones internacionales compradas», si se adquieren en mercados exteriores a su precio de adquisición. Las diferencias que surjan como conse-

cuencia de la comparación diaria del valor contable con precios de mercado se contabilizarán en la Cuenta de Resultados de la siguiente forma:

a) En operaciones de opciones sobre tipo de interés de cobertura: Las diferencias negativas o positivas que en cada fecha puedan resultar de las cotizaciones de los contratos se registrarán en una cuenta transitoria debidamente independizada entre las de «Otras periodificaciones», rúbrica 10.2 del activo, o rúbrica 3.1.2 del pasivo.

El saldo de estas cuentas se traspasará al epígrafe 6.3.4 «Quebrantos en opciones» del debe de la Cuenta de Resultados, o al epígrafe 3.3.4 «Productos en opciones» del haber de dicha cuenta, de manera simétrica al reconocimiento del devengo en la Cuenta de Resultados de los productos o costes de los elementos cubiertos, o de los incrementos o disminuciones de valor de los mismos.

b) En operaciones de inversión: Las diferencias que surjan como consecuencia de la comparación diaria del valor contable con precios de mercado en estas operaciones se contabilizarán en los epígrafes 3.3.4 «Productos en opciones» o 6.3.4 «Quebrantos en opciones» de la Cuenta de Resultados, según corresponda.

En esta última cuenta deberán registrarse las cancelaciones por falta de ejercicio de las opciones incluidas en la cartera.

3. En caso de opciones sobre valores, si el derecho fuere ejercido, su valor contable se incorporará al coste del elemento subyacente adquirido o vendido. Se excluirán de esta regla las opciones que se liquiden por diferencias. En caso de adquisición, sin embargo, dicho coste no podrá superar los precios de mercado del día en que la opción se ejerza, registrándose la diferencia como pérdidas en cartera.

SECCIÓN TERCERA

Estados contables y estadísticos de carácter reservado

Norma 12. Clases y plazos de rendición de los estados contables y estadísticos.

1. Las Instituciones de inversión colectiva deberán presentar en la CNMV la información que a continuación se detalla referida al último día del período señalado:

Denominación	Periodicidad	Plazo máximo de presentación
<i>Estados de los fondos y Sociedades de inversión</i>		
M01 Balance reservado	Trimestral	Día 20 del mes siguiente
M02 Cuenta de Pérdidas y Ganancias reservada	Trimestral	Día 20 del mes siguiente
M03 Posición de riesgo y tipo de interés	Trimestral	Día 20 del mes siguiente
M04 Inventario de cartera	Mensual	Día 20 del mes siguiente
M05 Operaciones de compromiso	Mensual	Día 20 del mes siguiente
<i>Estados de los fondos de inversión</i>		
F05 Estado coeficientes	Mensual	Día 20 del mes siguiente

Denominación	Periodicidad	Plazo máximo de presentación
F06 Estado de información auxiliar	Mensual	Día 20 del mes siguiente
F07 Aplicación de beneficio del ejercicio	Anual	Día 20 del mes siguiente
<i>Estados de las Sociedades de inversión mobiliaria</i>		
S05 Estado coeficientes (sólo SIMCAV)	Mensual	Día 20 del mes siguiente
S06 Estado de información auxiliar	Trimestral	Día 20 del mes siguiente
S07 Aplicación del beneficio del ejercicio	Anual	Día 20 del mes siguiente

Norma 13. Aclaraciones a algunas cuentas del activo del balance.

1. El contenido de las cuentas del activo del balance será el que lógicamente se deduce de su título, teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente circular y las aclaraciones que, para algunas partidas, se indican en los apartados siguientes.

2. Accionistas por desembolso no exigidos.—Recogerá los desembolsos pendientes del capital propio.

3. Provisión por depreciación del inmovilizado inmaterial y material.—Reflejará el importe de las correcciones valorativas por pérdidas reversibles en el inmovilizado correspondiente.

4. Provisión de depreciación de valores mobiliarios.—Esta cuenta reflejará la contrapartida de pérdidas y ganancias por las minusvalías de cartera no materializadas que se produzcan, ya sea por diferencias de precio de cotización de los valores o por diferencias de precio de la divisa en que estén cifrados los valores de la cartera exterior, calculadas de acuerdo a las reglas de esta circular. Se presentará en el activo del balance deduciendo el valor histórico de la cartera de inversiones financieras.

5. Intereses de la cartera de inversión.—Es la cuenta activa necesaria para acumular la periodificación de los productos de las inversiones hasta su vencimiento.

6. Acciones propias.—Reflejará el valor de costo de las acciones propias adquiridas y no amortizadas de acuerdo con las disposiciones legales sobre la materia.

7. Gastos a distribuir en varios ejercicios.—Recogerá los gastos de formalización de deudas y los gastos por intereses diferidos de valores, que se difieren por considerarse que tienen proyección económica futura.

8. Deudores de dudoso cobro.—Recogerá los saldos a cobrar en los que concurren circunstancias que permitan razonablemente su calificación como tales.

9. Inversiones vencidas pendientes de cobro.—Recogerá el coste de inversiones y cupones e intereses vencidos desde su fecha de vencimiento hasta su cobro o pase a situación de dudosas, morosas o en litigio, de acuerdo a las reglas de esta circular.

10. Cuenta en depositario.—Recogerá el saldo mantenido en la entidad depositaria, en efectivo o en cuenta a la vista.

11. Otras cuentas de tesorería.—Recogerá los saldos personales mantenidos con otras entidades financieras, excluidos los débitos instrumentados por algún procedimiento que los haga negociables.

12. Gastos anticipados.—Recogerá los gastos contabilizados en un período y que corresponden a períodos de tiempo posteriores.

Norma 14. Aclaraciones a algunas cuentas del pasivo del balance.

1. El contenido de las cuentas de pasivo del balance será el que lógicamente se deduce de su título teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente circular y las aclaraciones que, para algunas partidas, se indican en los apartados siguientes.

2. Capital suscrito.—Recogerá el capital escriturado en las instituciones societarias de capital fijo, esté o no desembolsado por completo.

3. Capital inicial.—Reflejará el capital escriturado como tal en las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable.

4. Capital estatutario emitido.—Recogerá la parte de capital estatutario máximo emitido en las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

5. Partícipes.—Reflejará el importe de las suscripciones y reembolsos de partícipes en los fondos de inversión.

6. Reserva de revalorización.—En esta cuenta se contabilizarán las revalorizaciones de elementos patrimoniales procedentes de la aplicación de Leyes de Actualización.

7. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio.—Importes con carácter de «a cuenta» de beneficios, cuya distribución se acuerde por el órgano competente.

8. Ajuste Patrimonial.—Recogerá las variaciones patrimoniales que pudieran surgir en aplicación de los nuevos criterios de valoración según se indica en la Norma transitoria de esta Circular.

9. Provisiones para riesgos y gastos.—Las que tienen por objeto cubrir gastos originados en el mismo período o en otro anterior, pérdidas o deudas que estén claramente especificadas en cuanto a su naturaleza, pero que, en la fecha de cierre, sean probables o ciertas pero indeterminados en cuanto a su importe exacto o en cuanto a la fecha en que se producirán.

10. Ingresos anticipados.—Recogerá los ingresos contabilizados en un período que corresponden a períodos de tiempo posteriores.

Norma 15. Aclaraciones a algunas cuentas de orden.

1. El contenido de las cuentas de orden del balance será el que lógicamente se deduce de su título, teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente Circular y las aclaraciones que, para algunas partidas, se indican en los apartados siguientes.

2. Compromisos de compras y ventas de valores a

plazo.—Recoge el importe efectivo de las operaciones de valores a plazo contratadas por la propia Institución.

3. Revalorización de valores.—Recogerá las plusvalías de cartera no materializadas que se produzcan, ya sea por diferencias de precio de cotización de los valores o por diferencias de precio de la divisa en que estén cifrados los valores de la cartera exterior, calculadas de acuerdo a las reglas de esta Circular.

4. Capital estatutario máximo.—Reflejará el valor nominal de las acciones representativas del capital máximo estatutario pendientes de emitir y suscribir en las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

5. Lucro cesante.—Importe del lucro cesante derivado del mantenimiento de activos no rentables como consecuencia de las retenciones fiscales practicadas, según se indica a efectos del cálculo del valor liquidativo de los Fondos de Inversión, en la Circular sobre determinación del valor liquidativo y sobre cumplimiento de coeficientes operativos y límites de inversión.

Norma 16. Aclaraciones a algunas cuentas de pérdidas y ganancias.

1. El contenido de las cuentas de pérdidas y ganancias será el que lógicamente se deduce de su título, teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente Circular.

2. Diferencias negativas y positivas de cambio.—Reflejará las pérdidas o beneficios producidos por modificaciones del tipo de cambio en débitos o créditos y tesorería, en moneda extranjera, de acuerdo con el apartado 4 de la norma 9.^a

Norma Transitoria.

Con objeto de que la aplicación de los criterios de valoración contemplados en esta Circular no afecte de manera significativa en el valor liquidativo de las participaciones de los Fondos, o valor teórico de las acciones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, las Instituciones de Inversión Colectiva deberá reflejar en las cuentas de «Ajustes por periodificación» de activo o pasivo del balance el importe de las pérdidas o beneficios que se pongan de manifiesto el día de entrada en vigor de esta Circular, con contrapartida a los diferentes activos o pasivos que hayan producido tales variaciones patrimoniales.

Estas cuentas de «Ajustes por periodificación» se periodificarán de forma lineal, diariamente a efectos del cálculo del valor liquidativo de la participación o valor teórico de la acción, reflejándose en la contabilidad al menos en cada cierre mensual, a lo largo del plazo de un año desde la fecha mencionada en el párrafo anterior, con contrapartida a las cuentas del Debe o Haber de Pérdidas y Ganancias que corresponda.

Norma Final.

La presente Circular entrará en vigor el 1 de abril de 1991. Cuanta información se suministre a la Comisión Nacional del Mercado de Valores con referencia a fechas posteriores, se ajustará a los criterios en ella establecidos.

Fecha: Mes Año

Sello y firma

BALANCE RESERVADO

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

..... a de de 19.....
 Fdo. por poder

ACTIVO	TOTAL	
	Clave	Importe
A) ACCIONISTAS (SOCIOS) POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	0010	.....
B) INMOVILIZADO	0020	.....
1. Gastos de Establecimiento	0030	.....
2. Inmovilizaciones inmateriales	0040	.....
2.1 Aplicaciones informáticas	0050	.....
2.2 Otro inmovilizado inmaterial	0060	.....
2.3 Provisiones	0070	.....
2.4 Amortizaciones	0080	.....
3. Inmovilizaciones materiales	0090	.....
3.1 Inmuebles	0100	.....
3.2 Mobiliario, instalaciones y otros	0110	.....
3.3 Equipos para procesos de información	0120	.....
3.4 Provisiones	0130	.....
3.5 Amortizaciones	0140	.....
4. Acciones propias	0150	.....
C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	0160	.....
D) ACTIVO CIRCULANTE	0170	.....
5. Accionistas por desembolsos exigidos	0180	.....
6. Deudores	0190	.....
6.1 Deudores por venta de valores	0200	.....
6.2 Inversiones vencidas pendientes de cobro	0210	.....
6.3 Administraciones Públicas	0220	.....
6.4 Deudores por suscripción de participaciones	0230	.....
6.5 Otros deudores	0240	.....
6.5.1 Margen inicial	0250	.....
6.5.2 Márgenes a liquidar	0260	.....
6.5.3 Otros	0270	.....
6.6 Deudores de dudoso cobro	0280	.....
6.7 Provisión para insolvencias de tráfico	0290	.....
7. Cartera de inversiones financieras	0300	.....
7.1 Cartera interior	0310	.....
7.1.1 Activos monetarios emitidos por	0320	.....
7.1.1.1 El Estado: Pagares y Letras del Tesoro	0330	.....
7.1.1.2 Otras Administraciones Públicas	0340	.....
7.1.1.3 Instituciones financieras	0350	.....
7.1.1.4 Empresas no financieras	0360	.....
7.1.2 Otros Activos de Renta Fija	0370	.....
7.1.2.1 Deuda del Estado	0380	.....
7.1.2.2 Deuda de otras Administraciones Públicas	0390	.....
7.1.2.3 Renta Fija Cotizada emitida por	0400	.....
7.1.2.3.1 Entidades de depósito	0410	.....
7.1.2.3.2 Crédito Oficial	0420	.....
7.1.2.3.3 Otras Instituciones financieras	0430	.....
7.1.2.3.4 Empresas no financieras	0440	.....
7.1.2.4 Renta Fija no cotizada	0450	.....
7.1.2.5 Renta Fija emitida por no residentes	0460	.....
7.1.3 Acciones	0470	.....
7.1.3.1 Cotizadas	0480	.....
7.1.3.1.1 Bancos	0490	.....
7.1.3.1.2 Otras Instituciones financieras	0500	.....
7.1.3.1.3 Empresas no financieras	0510	.....
7.1.3.1.4 Emitidas por no residentes	0520	.....
7.1.3.2 No cotizadas	0530	.....
7.1.3.2.1 Entidades financieras	0540	.....
7.1.3.2.2 Empresas no financieras	0550	.....
7.1.3.2.3 Emitidas por no residentes	0560	.....
7.1.4 Participaciones	0570	.....
7.1.5 Adquisición temporal de activos	0580	.....
7.1.6 Opciones nacionales compradas	0590	.....
7.2 Cartera Exterior	0600	.....
7.2.1 Activos monetarios	0610	.....
7.2.2 Otros activos de Renta Fija	0620	.....
7.2.3 Acciones	0630	.....
7.2.4 Participaciones	0640	.....
7.2.5 Opciones internacionales compradas	0650	.....
7.3 Intereses de la Cartera de Inversión	0660	.....
7.3.1 De Activos Monetarios	0670	.....
7.3.2 De Deuda del Estado y de otras Administraciones Públicas	0680	.....
7.3.3 De otros activos de Renta Fija	0690	.....
7.3.4 De adquisición temporal de Activos	0700	.....
7.4 Provisión por depreciación de valores mobiliarios	0710	.....
7.5 Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0720	.....
7.5.1 Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0730	.....
7.5.2 Provisión para insolvencias	0740	.....
8. Acciones propias a corto plazo	0750	.....
9. Tesorería	0760	.....
9.1 Caja y Bancos	0770	.....
9.2 Cuenta en Depositario	0780	.....
9.3 Otras cuentas de Tesorería	0790	.....
10. Ajustes por periodificación	0800	.....
10.1 Gastos anticipados	0810	.....
10.2 Otras periodificaciones	0820	.....
TOTAL ACTIVO	0830	.....

En millones de pesetas.

Fecha: Mes Año

Sello y firma

BALANCE RESERVADO

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

, a de de 19....

Fdo. por poder

	TOTAL	
	Clave	Importe
PASIVO		
A) FONDOS PROPIOS	0840	
1. Capital	0850	
1.1 Capital suscrito (SIM)	0860	
1.2 Capital inicial (SIMCAV)	0870	
1.3 Capital estatutario emitido (SIMCAV)	0880	
2. Participes	0890	
3. Prima de emisión	0900	
4. Reserva de revalorización	0910	
5. Reservas	0920	
5.1 Reserva legal	0930	
5.2 Reserva para acciones propias	0940	
5.3 Reserva voluntaria	0950	
5.4 Otras reservas	0960	
6. Resultados de ejercicios anteriores	0970	
6.1 Remanente	0980	
6.2 Beneficio del ejercicio anterior, pendiente de aplicación	0990	
6.3 Resultados negativos de ejercicios anteriores	1000	
7. Pérdidas y ganancias (Beneficio o Pérdida)	1010	
8. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	1020	
9. Ajuste patrimonial	1030	
B) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	1040	
10. Diferencias positivas en moneda extranjera	1050	
11. Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios	1060	
C) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	1070	
12. Provisiones para pensiones y obligaciones similares	1080	
13. Provisiones para impuestos	1090	
14. Otras provisiones	1100	
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO	1110	
15. Emisiones de obligaciones	1120	
16. Deudas con entidades de crédito	1130	
17. De cesión temporal de activos	1140	
18. Otros acreedores	1150	
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO	1160	
19. Emisiones de obligaciones	1170	
20. Intereses de obligaciones	1180	
21. Deudas con entidades de crédito	1190	
22. Intereses de deudas con entidades de crédito	1200	
23. De cesión temporal de activos	1210	
24. Acreedores por compra de valores	1220	
25. Distribuciones a participes pendientes de pago	1230	
26. Dividendos a pagar	1240	
27. Comisiones a pagar	1250	
28. Administraciones Públicas	1260	
29. Otros acreedores	1270	
30. Provisiones para operaciones de tráfico	1280	
31. Ajustes por periodificación	1290	
31.1 Ingresos anticipados	1300	
31.2 Otras periodificaciones	1310	
TOTAL PASIVO	1320	

En millones de pesetas.

Fecha: Mes Año

Sello y firma

BALANCE RESERVADO

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

..... a de de 19.....
 Fdo. por poder

	TOTAL	
	Clave	Importe
CUENTAS DE RIESGO Y DE COMPROMISO		
1. Compromisos de compras de valores a plazo	1330	
1.1 De títulos de renta fija	1340	
1.2 De títulos de renta variable	1350	
2. Compromisos de ventas de valores a plazo	1360	
2.1 De títulos de renta fija	1370	
2.2 De títulos de renta variable	1380	
3. Contratos sobre futuros financieros	1390	
3.1 De cobertura	1400	
3.2 De inversión	1410	
4. Operaciones de opciones	1420	
4.1 Opciones sobre valores	1430	
4.2 Opciones sobre tipos de interés	1440	
5. Otras cuentas de compromiso	1450	
TOTAL CUENTAS DE RIESGO Y DE COMPROMISO	1460	

En millones de pesetas.

Fecha: Mes Año

Sello y firma

BALANCE RESERVADO

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

..... a de de 19.....
 Fdo. por poder

	TOTAL	
	Clave	Importe
OTRAS CUENTAS DE ORDEN		
1. Revalorización de valores	1470	
1.1 Plusvalías latentes en cartera	1480	
2. Capital estatutario máximo (SIMCAV)	1490	
3. Depósitos de valores (valores Nominales)	1500	
4. Otras cuentas de orden	1510	
5. Lucro cesante	1520	
TOTAL CUENTAS DE ORDEN	1530	

En millones de pesetas.

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

..... a de de 19.....
 Fdo. por poder

	TOTAL	
	Clave	Importe
DEBE		
A. GASTOS	0010	
1. Gastos de personal	0020	
1.1 Sueldos y asimilados	0030	
1.2 Cargas sociales	0040	
1.2.1 Cargas sociales	0050	
1.2.2 Aportaciones y dotaciones para pensiones	0060	
2. Dotación para amortizaciones de inmovilizado	0070	
2.1 Amortización de gastos de establecimiento	0080	
2.2 Amortización del inmovilizado inmaterial	0090	
2.3 Amortización del inmovilizado material	0100	
3. Variación de las provisiones	0110	
3.1 Dotación a la provisión para insolvencias	0120	
3.1.1 De la cartera de inversión	0130	
3.1.1.1 De inversiones financieras en renta fija	0140	
3.1.1.2 De inversiones financieras en renta variable	0150	
3.1.1.3 De otras inversiones	0160	
3.1.2 De tráfico	0170	
3.2 Exceso y aplicación de provisiones para insolvencias	0180	
3.2.1 De la cartera de inversión	0190	
3.2.1.1 De inversiones financieras en renta fija	0200	
3.2.1.2 De inversiones financieras en renta variable	0210	
3.2.1.3 De otras inversiones	0220	
3.2.2 De tráfico	0230	
3.3 Dotación a la provisión de operaciones de tráfico	0240	
3.4 Exceso y aplicación de provisión de operaciones de tráfico	0250	
4. Otros gastos de explotación	0260	
4.1 Servicios exteriores	0270	
4.1.1 Servicios de profesionales independientes: auditoría	0280	
4.1.2 Otros servicios de profesionales independientes	0290	
4.1.3 Servicios bancarios y similares	0300	
4.1.4 Publicidad, propaganda y relaciones públicas	0310	
4.1.5 Otros servicios	0320	
4.2 Tributos	0330	
4.3 Otros gastos de gestión corriente	0340	
4.3.1 Comisión de sociedad gestora	0350	
4.3.2 Comisión de entidad depositaria	0360	
4.3.3 Gastos de custodia	0370	
4.3.4 Gastos de tasas por registros oficiales	0380	
4.3.5 Gastos de admisión a cotización en bolsa	0390	
4.3.6 Gastos de publicación de valores liquidativos en bolsa	0400	
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACION	0410	
5. Gastos financieros	0420	
5.1 Por intereses	0430	
5.1.1 De emisiones de obligaciones	0440	
5.1.2 De deudas con entidades de crédito	0450	
5.1.4 De cesión temporal de Activos	0460	
5.2 Amortización de gastos de formalización de deudas	0470	
5.3 Variación de las provisiones de inversiones financieras	0480	
5.3.1 Dotación a la provisión para valores mobiliarios	0490	
5.3.2 Exceso y aplicación de la provisión para valores mobiliarios	0500	
5.4 Diferencias negativas de cambio	0510	
6. Pérdidas en venta y amortización de activos financieros	0520	
6.1 Por venta y amortización de activos de la cartera interior	0530	
6.1.1 De activos monetarios	0540	
6.1.2 De Deuda del Estado y otras Administraciones Públicas	0550	
6.1.3 De otros Activos de Renta Fija	0560	
6.1.4 De acciones	0570	
6.1.4.1 De instituciones financieras	0580	
6.1.4.2 De empresas no financieras	0590	
6.1.5 De participaciones	0600	
6.1.6 Por operaciones con acciones y obligaciones propias	0610	
6.2 Por venta y amortización de activos de la cartera exterior	0620	
6.2.1 De títulos de renta fija	0630	
6.2.2 De títulos de renta variable	0640	
6.3 Otras	0650	
6.3.1 Pérdidas en operaciones a plazo liquidadas por diferencia	0660	
6.3.2 Cargos por futuros financieros de cobertura	0670	
6.3.3 Quebrantos por futuros financieros	0680	
6.3.4 Quebrantos en opciones	0690	
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS	0700	
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	0710	
7. Resultados extraordinarios	0720	
7.1 Variación de las provisiones de inmovilizado material e inmaterial	0730	
7.1.1 Dotación a la provisión del inmovilizado material e inmaterial	0740	
7.1.2 Exceso y aplicación de la provisión del inmovilizado material e inmaterial	0750	
7.2 Pérdidas procedentes del inmovilizado y gastos excepcionales	0760	
7.2.1 Pérdidas procedentes del inmovilizado	0770	
7.2.2 Gastos extraordinarios	0780	
7.2.3 Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores	0790	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS	0800	
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS	0810	
8. Impuesto sobre sociedades	0820	
9. Otros impuestos	0830	
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	0840	

En millones de pesetas.

Fecha: Mes Año

Sello y firma

CUENTAS PERDIDAS Y GANANCIAS

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

..... a de de 19.....
 Fdo. por poder

HABER	TOTAL	
	Clave	Importe
B. INGRESOS		
1. Exceso de provisiones para riesgos y gastos	0850	
	0860	
I. PERDIDAS DE EXPLOTACION	0870	
2. Ingresos financieros	0880	
2.1 Dividendos	0890	
2.1.1 De acciones de la cartera exterior	0900	
2.1.2 De acciones de la cartera interior	0910	
2.1.3 De participaciones de la cartera exterior	0920	
2.1.4 De participaciones de la cartera interior	0930	
2.2 Intereses	0940	
2.2.1 De inversiones en renta fija	0950	
2.2.1.1 De activos monetarios	0960	
2.2.1.2 De Deuda del Estado y otras Administraciones Publicas	0970	
2.2.1.3 De otros Activos de Renta Fija	0980	
2.2.1.4 De adquisición temporal de Activos	0990	
2.2.2 Intereses bancarios	1000	
2.2.3 Otros intereses	1010	
2.3 Diferencias positivas de cambio	1020	
3. Beneficio en venta y amortización de activos financieros	1030	
3.1 Por venta y amortización de activos de la cartera interior	1040	
3.1.1 De activos monetarios	1050	
3.1.2 De Deuda del Estado y otras Administraciones Publicas	1060	
3.1.3 De otros Activos de Renta Fija	1070	
3.1.4 De acciones	1080	
3.1.4.1 De instituciones financieras	1090	
3.1.4.2 De empresas no financieras	1100	
3.1.5 De participaciones	1110	
3.1.6 Por operaciones con acciones y obligaciones propias	1120	
3.2 Por venta y amortización de activos de la cartera exterior	1130	
3.2.1 De títulos de renta fija	1140	
3.2.2 De títulos de renta variable	1150	
3.3 Otras	1160	
3.3.1 Beneficios en operaciones a plazo liquidadas por diferencia	1170	
3.3.2 Abonos por futuros financieros de cobertura	1180	
3.3.3 Productos por futuros financieros	1190	
3.3.4 Productos en opciones	1200	
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS	1210	
III. PERDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	1220	
4. Resultados extraordinarios	1230	
4.1 Beneficios procedentes del inmovilizado e ingresos excepcionales	1240	
4.1.1 Beneficios en enajenación del inmovilizado	1250	
4.1.2 Ingresos extraordinarios	1260	
4.1.3 Ingresos y beneficios de ejercicios anteriores	1270	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS	1280	
V. PERDIDAS ANTES DE IMPUESTOS	1290	
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (PERDIDAS)	1300	

En millones de pesetas.

ESTADO M03 Página 1/1

Fecha: Mes Año

Sello y firma

POSICION DE RIESGO Y TIPO DE INTERES

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

....., a de de 19.....
 Fdo. por poder

Fecha	Activos incluyendo compras a plazo						Pasivos incluyendo ventas a plazo					
	Importe (1)		Vencimiento medio (2)		T.I. medio (3)		Importe (1)		Vencimiento medio (2)		T.I. medio (3)	
	Clave	Millones	Clave	Días	Clave	Porcentaje	Clave	Millones	Clave	Días	Clave	Porcentaje
Fecha actual	0010	.....	1010	.....	2010	.....	3010	.....	4010	.....	5010	.....
7 días	0020	.....	1020	.....	2020	.....	3020	.....	4020	.....	5020	.....
1 mes	0030	.....	1030	.....	2030	.....	3030	.....	4030	.....	5030	.....
3 meses	0040	.....	1040	.....	2040	.....	3040	.....	4040	.....	5040	.....
6 meses	0050	.....	1050	.....	2050	.....	3050	.....	4050	.....	5050	.....
12 meses	0060	.....	1060	.....	2060	.....	3060	.....	4060	.....	5060	.....
18 meses	0070	.....	1070	.....	2070	.....	3070	.....	4070	.....	5070	.....
2 años	0080	.....	1080	.....	2080	.....	3080	.....	4080	.....	5080	.....
3 años	0090	.....	1090	.....	2090	.....	3090	.....	4090	.....	5090	.....
4 años	0100	.....	1100	.....	2100	.....	3100	.....	4100	.....	5100	.....
SUMA DE CONTROL	0110	.....	1110	.....	2110	.....	3110	.....	4110	.....	5110	.....

- (1) Saldos vivos al final de cada fecha.
 (2) Ponderados por importes.
 (3) Ponderados por importes y plazos.

ESTADO M04 Página 1/1

Fecha: Mes Año

Sello y firma

INVENTARIO DE LA CARTERA

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

....., a de de 19.....
 Fdo. por poder

Clase de valor (1)	Clave de valor (2)	NIF (3)	Entidad emisora (4)	Valores nominales				Valor contable (9)	Intereses (10)	Valor de realización (11)	Cobertura				Minusvalías latentes (16)
				Existencias iniciales (5)	Entradas (6)	Salidas (7)	Existencias finales (8)				Plusvalías latentes (12)	Minusvalías (13)	Código (14)	Importe (15)	
00	ZZZZZZ		Total cartera	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

En millones.

ESTADO M05 Página 1/1

Fecha: Mes Año

Sello y firma

OPERACIONES DE COMPROMISO

Tipo de Institución :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

....., a de de 19.....
 Fdo. por poder

Clase de operación (1)	Código de operación (2)	Clase de valor (3)	Clave de valor (4)	NIF (5)	Entidad emisora (6)	Valor contable (7)	Valor de realización (8)	Plusvalías (9)	Plusvalías aplicadas		Cobertura				Minusvalías latentes (16)
									Cobertura de cartera (10)	Cobertura de compromisos (11)	Plusvalías latentes (12)	Minusvalías (13)	Código (14)	Importe (15)	
ZZ	999	ZZ	ZZZZZZ	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

En millones de pesetas.

ESTADO DE COEFICIENTES

Tipo de Fondo
 Denominación
 N.º Registro
 Tipo de Gestora
 Denominación
 N.º Registro

..... a de de 19.....
 Fdo. por poder

Día del mes	Cartera de inversión												Valor liquidativo de la Participación		Patrimonio		
	Activo		Activos líquidos				Otros valores				Liquidez		Clave	Importe (ptas.)	Clave	Importe	
	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	%	Clave	Importe	Clave	%	Clave	Importe					
Fin mes anterior	0010	1010	2010	3010	4010	5010	6010	7010	8010								
Día 1	0020	1020	2020	3020	4020	5020	6020	7020	8020								
Día 2	0030	1030	2030	3030	4030	5030	6030	7030	8030								
Día 3	0040	1040	2040	3040	4040	5040	6040	7040	8040								
Día 4	0050	1050	2050	3050	4050	5050	6050	7050	8050								
Día 5	0060	1060	2060	3060	4060	5060	6060	7060	8060								
Día 6	0070	1070	2070	3070	4070	5070	6070	7070	8070								
Día 7	0080	1080	2080	3080	4080	5080	6080	7080	8080								
Día 8	0090	1090	2090	3090	4090	5090	6090	7090	8090								
Día 9	0100	1100	2100	3100	4100	5100	6100	7100	8100								
Día 10	0110	1110	2110	3110	4110	5110	6110	7110	8110								
Día 11	0120	1120	2120	3120	4120	5120	6120	7120	8120								
Día 12	0130	1130	2130	3130	4130	5130	6130	7130	8130								
Día 13	0140	1140	2140	3140	4140	5140	6140	7140	8140								
Día 14	0150	1150	2150	3150	4150	5150	6150	7150	8150								
Día 15	0160	1160	2160	3160	4160	5160	6160	7160	8160								
Día 16	0170	1170	2170	3170	4170	5170	6170	7170	8170								
Día 17	0180	1180	2180	3180	4180	5180	6180	7180	8180								
Día 18	0190	1190	2190	3190	4190	5190	6190	7190	8190								
Día 19	0200	1200	2200	3200	4200	5200	6200	7200	8200								
Día 20	0210	1210	2210	3210	4210	5210	6210	7210	8210								
Día 21	0220	1220	2220	3220	4220	5220	6220	7220	8220								
Día 22	0230	1230	2230	3230	4230	5230	6230	7230	8230								
Día 23	0240	1240	2240	3240	4240	5240	6240	7240	8240								
Día 24	0250	1250	2250	3250	4250	5250	6250	7250	8250								
Día 25	0260	1260	2260	3260	4260	5260	6260	7260	8260								
Día 26	0270	1270	2270	3270	4270	5270	6270	7270	8270								
Día 27	0280	1280	2280	3280	4280	5280	6280	7280	8280								
Día 28	0290	1290	2290	3290	4290	5290	6290	7290	8290								
Día 29	0300	1300	2300	3300	4300	5300	6300	7300	8300								
Día 30	0310	1310	2310	3310	4310	5310	6310	7310	8310								
Día 31	0320	1320	2320	3320	4320	5320	6320	7320	8320								
Fin de mes	0330	1330	2330	3330	4330	5330	6330	7330	8330								
Variación	0340	1340	2340	3340	4340	5340	6340	7340	8340								
Media mes	0350	1350	2350	3350	4350	5350	6350	7350	8350								
Máximo mes	0360	1360	2360	3360	4360	5360	6360	7360	8360								
Mínimo mes	0370	1370	2370	3370	4370	5370	6370	7370	8370								

En millones de pesetas.

ESTADO DE INFORMACION AUXILIAR

Tipo de Fondo :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

....., a de de 19.....
 Fdo. por poder

PARTICIPES Y PARTICIPACIONES

Concepto	Situación inicio de mes		Entradas		Salidas		Situación fin de mes	
	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades
Participes	0010	.....	0020	.....	0030	.....	0040	.....
Participaciones	0110	.....	0120	.....	0130	.....	0140	.....

Intervalo de inversión (En pesetas)	Número de participes por intervalo				Volumen de inversión			
	Clave	Unidades	Clave	Porcentaje	Clave	Importe	Clave	Porcentaje
Más de 150.000.000	1010	.....	2010	.....	3010	.....	4010	.....
30.000.001-150.000.000	1020	.....	2020	.....	3020	.....	4020	.....
3.000.001- 30.000.000	1030	.....	2030	.....	3030	.....	4030	.....
1.000.001- 3.000.000	1040	.....	2040	.....	3040	.....	4040	.....
500.001- 1.000.000	1050	.....	2050	.....	3050	.....	4050	.....
250.001- 500.000	1060	.....	2060	.....	3060	.....	4060	.....
100.001- 250.000	1070	.....	2070	.....	3070	.....	4070	.....
50.001- 100.000	1080	.....	2080	.....	3080	.....	4080	.....
Hasta 50.000	1090	.....	2090	.....	3090	.....	4090	.....
Total	1100	.....	2100	.....	3100	.....	4100	.....

OPERACIONES

Concepto	Valor nominal		Valor efectivo		Operaciones fuera de contratación pública (Valor efectivo)			
	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Porcentaje sobre total
A) Total compra de valores	5010	.....	6010	.....	7010	.....	8010	.....
B) Total venta de valores	5020	.....	6020	.....	7020	.....	8020	.....
SUMA DE CONTROL (A + B)	5030	.....	6030	.....	7030	.....	

En millones de pesetas.

OTROS DATOS ESTADISTICOS

Concepto	Clave	Porcentaje
C) Comisión de Gestión sobre Patrimonio	9010	.....
D) Comisión de Gestión sobre Resultados	9020	.....
E) Comisión de Depositario	9030	.....
F) Comisión de Suscripción	9040	.....
G) Comisión de Reembolso	9050	.....
H) Dividendos distribuidos por participación (en ptas.)	9060	.....
SUMA DE CONTROL (C+D+E+F+G+H)	9070	.....

Fecha: Mes Año		Sello y firma
APLICACION DEL BENEFICIO DEL EJERCICIO		
Tipo de Institución a de de 19..... Fdo. por poder
Denominación	.....
N.º Registro	.....
Tipo de Gestora	.....
Denominación	.....
N.º Registro	.....

	Clave	Importe
SALDOS DISPONIBLES		
Beneficio neto del ejercicio	.....	.....
Remanente	0010	.....
Suma	0020	.....
	0030	.....

	Clave	Importe
APLICACION		
Dividendos	.....	.....
Otros fines	0040	.....
Remanente	0050	.....
Suma	0060	.....
	0070	.....

En millones de pesetas.

Fecha: Mes Año		Sello y firma
ESTADO DE COEFICIENTES		
Tipo de Sociedad	SIMCAV a de de 19.....
Denominación	.....
N.º Registro	.....
Tipo de Gestora	.....
N.º Registro	.....

Dia del mes	Cotización bursátil (en pesetas)																			
	Patrimonio		N.º de acciones en circulación		Valor teórico		Madrid		Barcelona		Bilbao		Valencia		Activo		Liquidez			
	Clave	Importe (ptas.)	Clave	Unidades	Clave	Importe (ptas.)	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	%
Fin mes anterior	0010	.....	1010	.....	2010	.....	3010	.....	4010	.....	5010	.....	6010	.....	7010	.....	8010	.....	9010	.....
Dia 1	0020	.....	1020	.....	2020	.....	3020	.....	4020	.....	5020	.....	6020	.....	7020	.....	8020	.....	9020	.....
Dia 2	0030	.....	1030	.....	2030	.....	3030	.....	4030	.....	5030	.....	6030	.....	7030	.....	8030	.....	9030	.....
Dia 3	0040	.....	1040	.....	2040	.....	3040	.....	4040	.....	5040	.....	6040	.....	7040	.....	8040	.....	9040	.....
Dia 4	0050	.....	1050	.....	2050	.....	3050	.....	4050	.....	5050	.....	6050	.....	7050	.....	8050	.....	9050	.....
Dia 5	0060	.....	1060	.....	2060	.....	3060	.....	4060	.....	5060	.....	6060	.....	7060	.....	8060	.....	9060	.....
Dia 6	0070	.....	1070	.....	2070	.....	3070	.....	4070	.....	5070	.....	6070	.....	7070	.....	8070	.....	9070	.....
Dia 7	0080	.....	1080	.....	2080	.....	3080	.....	4080	.....	5080	.....	6080	.....	7080	.....	8080	.....	9080	.....
Dia 8	0090	.....	1090	.....	2090	.....	3090	.....	4090	.....	5090	.....	6090	.....	7090	.....	8090	.....	9090	.....
Dia 9	0100	.....	1100	.....	2100	.....	3100	.....	4100	.....	5100	.....	6100	.....	7100	.....	8100	.....	9100	.....
Dia 10	0110	.....	1110	.....	2110	.....	3110	.....	4110	.....	5110	.....	6110	.....	7110	.....	8110	.....	9110	.....
Dia 11	0120	.....	1120	.....	2120	.....	3120	.....	4120	.....	5120	.....	6120	.....	7120	.....	8120	.....	9120	.....
Dia 12	0130	.....	1130	.....	2130	.....	3130	.....	4130	.....	5130	.....	6130	.....	7130	.....	8130	.....	9130	.....
Dia 13	0140	.....	1140	.....	2140	.....	3140	.....	4140	.....	5140	.....	6140	.....	7140	.....	8140	.....	9140	.....
Dia 14	0150	.....	1150	.....	2150	.....	3150	.....	4150	.....	5150	.....	6150	.....	7150	.....	8150	.....	9150	.....
Dia 15	0160	.....	1160	.....	2160	.....	3160	.....	4160	.....	5160	.....	6160	.....	7160	.....	8160	.....	9160	.....
Dia 16	0170	.....	1170	.....	2170	.....	3170	.....	4170	.....	5170	.....	6170	.....	7170	.....	8170	.....	9170	.....
Dia 17	0180	.....	1180	.....	2180	.....	3180	.....	4180	.....	5180	.....	6180	.....	7180	.....	8180	.....	9180	.....
Dia 18	0190	.....	1190	.....	2190	.....	3190	.....	4190	.....	5190	.....	6190	.....	7190	.....	8190	.....	9190	.....
Dia 19	0200	.....	1200	.....	2200	.....	3200	.....	4200	.....	5200	.....	6200	.....	7200	.....	8200	.....	9200	.....
Dia 20	0210	.....	1210	.....	2210	.....	3210	.....	4210	.....	5210	.....	6210	.....	7210	.....	8210	.....	9210	.....
Dia 21	0220	.....	1220	.....	2220	.....	3220	.....	4220	.....	5220	.....	6220	.....	7220	.....	8220	.....	9220	.....
Dia 22	0230	.....	1230	.....	2230	.....	3230	.....	4230	.....	5230	.....	6230	.....	7230	.....	8230	.....	9230	.....
Dia 23	0240	.....	1240	.....	2240	.....	3240	.....	4240	.....	5240	.....	6240	.....	7240	.....	8240	.....	9240	.....
Dia 24	0250	.....	1250	.....	2250	.....	3250	.....	4250	.....	5250	.....	6250	.....	7250	.....	8250	.....	9250	.....
Dia 25	0260	.....	1260	.....	2260	.....	3260	.....	4260	.....	5260	.....	6260	.....	7260	.....	8260	.....	9260	.....
Dia 26	0270	.....	1270	.....	2270	.....	3270	.....	4270	.....	5270	.....	6270	.....	7270	.....	8270	.....	9270	.....
Dia 27	0280	.....	1280	.....	2280	.....	3280	.....	4280	.....	5280	.....	6280	.....	7280	.....	8280	.....	9280	.....
Dia 28	0290	.....	1290	.....	2290	.....	3290	.....	4290	.....	5290	.....	6290	.....	7290	.....	8290	.....	9290	.....
Dia 29	0300	.....	1300	.....	2300	.....	3300	.....	4300	.....	5300	.....	6300	.....	7300	.....	8300	.....	9300	.....
Dia 30	0310	.....	1310	.....	2310	.....	3310	.....	4310	.....	5310	.....	6310	.....	7310	.....	8310	.....	9310	.....
Dia 31	0320	.....	1320	.....	2320	.....	3320	.....	4320	.....	5320	.....	6320	.....	7320	.....	8320	.....	9320	.....
Fin de mes	0330	.....	1330	.....	2330	.....	3330	.....	4330	.....	5330	.....	6330	.....	7330	.....	8330	.....	9330	.....
Variación	0340	.....	1340	.....	2340	.....	3340	.....	4340	.....	5340	.....	6340	.....	7340	.....	8340	.....	9340	.....
Media	0350	.....	1350	.....	2350	.....	3350	.....	4350	.....	5350	.....	6350	.....	7350	.....	8350	.....	9350	.....

En millones de pesetas.

Mes Año
Fecha:

Sello y firma

ESTADO DE INFORMACION AUXILIAR

Tipo de Sociedad :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

....., a de..... de 19.....

Fdo. por poder

ACCIONISTAS Y ACCIONES

Concepto	Situación inicio de mes		Entradas		Salidas		Situación fin de mes	
	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades
Accionistas	0010	.....	0020	.....	0030	.....	0040	.....
Acciones	0110	.....	0120	.....	0130	.....	0140	.....

OPERACIONES

Concepto	Valor nominal		Valor efectivo		Operaciones fuera de contratación pública (Valor efectivo)			
	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Importe	Clave	Porcentaje sobre total
A) Total compra de valores	1010	.....	2010	.....	3010	.....	4010	.....
B) Total venta de valores	1020	.....	2020	.....	3020	.....	4020	.....
SUMA DE CONTROL (A + B)	1030	.....	2030	.....	3030	.....	

En millones de pesetas.

OTROS DATOS ESTADISTICOS

Concepto	Clave	Porcentaje
C) Comisión de Gestión	5010	.....
D) Comisión de Depositario	5020	.....
E) Dividendos distribuidos por acción (en pesetas) ..	5030	.....
F) Cotización (en pesetas)	5040	.....
SUMA DE CONTROL (C + D + E + F)	5050	.....

Mes Año
Fecha:

Sello y firma

APLICACION DEL BENEFICIO DEL EJERCICIO

Tipo de Sociedad :
 Denominación :
 N.º Registro :
 Tipo de Gestora :
 Denominación :
 N.º Registro :

....., a de..... de 19.....

Fdo. por poder

	Clave	Importe
SALDOS DISPONIBLES		
Beneficio neto del ejercicio	0010	.....
Remanente	0020	.....
Suma	0030	.....
APLICACION		
Dividendos	0040	.....
Otras reservas	0050	.....
Reserva legal	0060	.....
Reserva para acciones propias	0070	.....
Reserva para acciones de la sociedad dominante	0080	.....
Otras reservas	0090	.....
Otros fines	0100	.....
Remanente	0110	.....
Suma	0120	.....

En millones de pesetas.

CIRCULAR 8/1990, DE 27 DE DICIEMBRE, DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, SOBRE DETERMINACION DE VALOR LIQUIDATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA Y COEFICIENTES OPERATIVOS Y LIMITES DE INVERSION DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

El nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, faculta al Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para determinar los conceptos de valor liquidativo y activo computable, así como los coeficientes de liquidez y de obligaciones frente a terceros de dichas Instituciones.

La Orden de 20 de diciembre de 1990 habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las disposiciones pertinentes a tal fin y, haciendo uso de la mencionada habilitación, la presente Circular regula cuantos detalles y definiciones son precisos a tal efecto, con la finalidad de asegurar a los partícipes y accionistas de estas instituciones el correcto cálculo y aplicación de los correspondientes conceptos y normas.

En su virtud el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su reunión de 27 de diciembre de 1990, ha dispuesto:

Norma 1.^a Cálculo del valor liquidativo

Los Fondos de Inversión y las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable calcularán diariamente el valor liquidativo de la participación y el valor teórico de la acción, respectivamente.

Fondos de Inversión

El valor liquidativo de la participación de los Fondos de Inversión resultará de dividir el patrimonio entre el número de participaciones en circulación a ese día.

A estos efectos, se computarán como Patrimonio las siguientes partidas de los estados contables:

Patrimonio	Cuentas de los Estados Contables Reservados
Partícipes	Pasivo A)2
Resultados de ejercicios anteriores	Pasivo A)6
Pérdidas y Ganancias (Beneficio o Pérdida). Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	Pasivo A)7
.....	Pasivo A)8
Diferencias positivas en moneda extranjera. Revalorización de valores	Pasivo B)10
.....	Otras de orden 1
Menos:	
Gastos de establecimiento	Activo B)1
Efectivo impositivo sobre las plusvalías de cartera no materializadas. Lucro cesante derivado del mantenimiento de activos no rentables como consecuencia de las retenciones fiscales practicadas.	

Este lucro cesante se calculará diariamente considerando el plazo que reste hasta la presentación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades, por el importe a compensar en dicha liquidación, calculado diariamente en función de la estimación del impuesto correspondiente a los resultados devengados hasta ese día. Por el importe que exceda a esta cantidad se considerará un período medio de devolución de seis meses, contados a partir de la fecha límite de la declaración. El tipo de interés a aplicar será el tipo de interés de mercado para esos plazos.

Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV)

El valor teórico de las SIMCAV, resultará de dividir el patrimonio de la Sociedad entre el número de acciones en circulación en ese día.

A estos efectos se computarán como Patrimonio las siguientes partidas de los estados contables.

Patrimonio	Cuentas de los Estados Contables Reservados
Capital	Pasivo A)1
Prima de emisión	Pasivo A)3
Reserva de revalorización	Pasivo A)4
Reservas	Pasivo A)5
Resultados de ejercicios anteriores	Pasivo A)6
Pérdidas y Ganancias (Beneficio o Pérdida). Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	Pasivo A)7
.....	Pasivo A)8
Diferencias positivas en moneda extranjera. Revalorización de valores	Pasivo B)10
.....	Otras de Orden 1
Menos:	
Accionistas (socios) por desembolsos no exigidos	Activo A)
Gastos de establecimiento	Activo B)1
Acciones propias	Activo B)4
Accionistas por desembolsos exigidos	Activo D)5
Acciones propias a corto plazo	Activo D)8

Efecto impositivo sobre las plusvalías de cartera no materializadas.

Norma 2.^a Activo computable en el coeficiente de inversión

A efectos de la determinación del coeficiente de inversión de las Instituciones de Inversión colectiva, el activo a que hacen referencia los artículos 17, 26, 37 y 49 del Reglamento lo compondrán las siguientes partidas:

Activo computable	Cuentas de los Estados Contables Reservados
Inmovilizaciones inmateriales	Activo B)2
Inmovilizaciones materiales	Activo B)3
Cartera interior	Activo D)7.1
Cartera exterior	Activo D)7.2
Intereses de la cartera de inversión	Activo D)7.3
Provisión por depreciación de valores mobiliarios	Activo D)7.4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	Activo D)7.5
Tesorería	Activo D)9
Revalorización de valores	Otras de Orden 1

Norma 3.^a *Activo computable para las limitaciones de inversión*

A efectos de la determinación de los coeficientes sobre limitaciones de las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva, el activo a que hace referencia el artículo 4 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, de «Normas generales sobre inversiones», se computará tomando el total de activos financieros de la cartera de inversión de la Institución, a su valoración efectiva.

Se entenderá por activos financieros:

	<i>Cuentas de los Estados Contables Reservados</i>
Cartera interior	Activo D)7.1
Cartera exterior	Activo D)7.2
Intereses de la cartera de inversión	Activo D)7.3
Provisión por depreciación de valores mobiliarios	Activo D)7.4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio .	Activo D)7.5
Revalorización de valores	Otras de Orden 1

Se entenderá por valoración efectiva el valor estimado de realización de los activos financieros que componen la cartera de inversión de las Instituciones de Inversión

Colectiva, con sujeción a los criterios de valoración de la Circular sobre Normas Contables de las mismas.

Norma 4.^a *Coefficiente de liquidez*

A efectos de la determinación del coeficiente de liquidez de las Instituciones de Inversión Colectiva, el activo a que hace referencia el artículo 17 del Real Decreto 1393/1990, de fecha 2 de noviembre, se computará de la misma forma, y lo compondrán las mismas partidas expresadas en la Norma 2.^a de la presente Circular, para cada tipo de Institución.

Norma 5.^a *Coefficiente de obligaciones frente a terceros*

El coeficiente de obligaciones frente a terceros que deberán cumplir las Instituciones de Inversión Colectiva, y al que hace referencia el artículo 19 del Real Decreto 1393/1990, de fecha 2 de noviembre, se calculará como el porcentaje entre el total de obligaciones frente a terceros, una vez descontado el saldo de la cuenta de «Acreedores por compras de valores», y el activo total del balance de la Institución.

Norma final. *Entrada en vigor*

La presente Circular entrará en vigor el 1 de abril de 1991.

OPINIONES

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying most of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.

LA INVERSION COLECTIVA: UNA ASIGNATURA PENDIENTE

Angel BOIXADOS
Periodista

INTRODUCCION

La inversión colectiva sigue siendo una de las asignaturas pendientes de los mercados financieros españoles. Los fondos de pensiones empresariales, y sobre todo los distintos fondos que se articulan en torno a los FIAMM (fondos de inversión en activos del mercado monetario), los FIM (fondos de inversión mobiliaria) y, en menor medida, alrededor de las SIM (sociedades de inversión mobiliaria) y las SIMCAV (sociedades de inversión mobiliaria de capital variable) continúan jugando un papel menor en el conjunto de los distintos segmentos del gran mercado español de capitales.

Los expertos y, en general, el conjunto de los profesionales que desarrollan su actividad en torno a los valores de renta variable, o a los diferentes tipos de activos de renta fija, aluden históricamente al papel beneficioso que para el conjunto de los mercados de capitales jugaría un sector de inversión colectiva potente.

Los especialistas se refieren constantemente a las consecuencias positivas más directas que se obtendrían si las instituciones de inversión colectiva lograran hacerse, de forma progresiva, con una cuota cada vez más amplia de participación de los inversores.

Entre los puntos más señalados y sobre los que existe una mayor coincidencia estarían, por una parte, una mayor estabilidad en los flujos de inversión, una potenciación del nivel de ahorro del país y una gestión profesionalizada de las carteras que sepa hacer frente sin estridencias a las rupturas puntuales de los mercados. Por otra parte, no pueden olvidarse otros efectos muy beneficiosos, como el alargamiento de los plazos de financiación para los emisores, junto con la contribución al desarrollo de un mercado secundario eficaz y transparente de negociación con activos de renta fija,

y la mayor presencia de inversores en torno a los instrumentos derivados de cobertura.

¿Por qué ha sido imposible hasta la fecha lograr la consolidación definitiva de estos instrumentos de inversión colectiva? Para contestar a esta pregunta habría que repasar, de entrada, la historia reciente de los mercados financieros españoles.

En principio, el desarrollo inicial de los fondos de inversión de renta variable, que conocieron un auge espectacular en la primera mitad de la década de los setenta, se vio truncado por el derrumbe de la Bolsa española registrado a mediados de la década de los setenta. Las pérdidas de los partícipes, acostumbrados a una cascada continua de plusvalías, provocaron una retirada masiva de los inversores y coartaron el futuro de los fondos de inversión en los años posteriores.

Junto a esta situación histórica de ruptura de los mercados, los expertos señalan otros factores negativos. El primero sería una fiscalidad complicada y prácticamente negativa, que en ningún caso contempló un sistema de bonificación para los ahorradores que eligieran esta vía de inversión estable en el tiempo. El segundo gran punto se situaría en el escaso o nulo interés de las grandes instituciones financieras españolas por comercializar de forma activa estos productos entre su base de clientes, dados los escasos márgenes de ingresos que produce la gestión de los fondos de inversión comparándolos con los márgenes de intermediación que se consiguen como consecuencia de la gestión de recursos ajenos a bajo coste; situación ésta que ha dejado de estar vigente desde hace año y medio, pero que ha sido la gran baza con la que han contado las entidades financieras en el pasado.

Estos dos últimos puntos que han limitado el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva pueden no ser tan ciertos en la actualidad. De

entrada, la fiscalidad se ha simplificado de forma notable, a la vez que parte de un principio de estricta neutralidad. De forma paralela, por imperativos de la competencia, las grandes instituciones financieras del país, si bien no comercializan de forma muy activa los distintos fondos de inversión que han constituido, sí que los tienen prestos para ofrecerlos a cualquier cliente que solicite este tipo de productos, con el fin de evitar que vaya a buscarlos a una entidad competidora.

INCREMENTO DE LAS CARTERAS Y DE LOS PARTICIPES

En el último ejercicio completo, al igual que había venido sucediendo en años anteriores, las instituciones de inversión colectiva (IIC) experimentaron un importante crecimiento en sus cifras, tanto en lo referido al número de instituciones registradas como al volumen de las inversiones que canalizan y al número de participes integrados en ellas.

Al término de 1990, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tenía inscritas en su registro un total de 550 IIC, lo que supone un incremento notable con respecto al cierre del año anterior: del 17 por 100 en términos porcentuales o de 80 IIC en números absolutos. A estas cifras habría que añadir un total de 133 IIC que habían solicitado formalmente ser inscritas como tales en el registro de la CNMV al término de 1990. De forma paralela a este incremento del número de IIC, las sociedades gestoras inscritas al cierre de 1990 ascendían a 202, lo que, a su vez, representa un incremento del 21 por 100 en términos porcentuales con respecto al cierre de 1989.

En el ámbito patrimonial, el desarrollo de esta fórmula de inversión permitió un crecimiento de los recursos administrados del 28 por 100 en 1990 frente al año anterior, lo que supone un incremento superior al experimentado entre 1988 y 1989, que ascendió al 17 por 100. Merced a estos aumentos de las carteras gestionadas por los cuatro tipos de IIC existentes, el patrimonio global ascendía, al término de 1990, a 1.502.513 millones de pesetas. Una cifra esta que, aun siendo elevada, se aparta de los niveles alcanzados por las IIC en otros mercados europeos, como podría ser el caso del de Francia, muy inflado por la presencia de los SICAV, y de los del Reino Unido o Alemania. No hay que olvidar, a este respecto, que el patrimonio global de los fondos de inversión en España representa algo más del 2 por 100 del total europeo.

Este incremento observado en 1990 del número

de IIC y de la cartera global gestionada por estas instituciones se ha reflejado también en un aumento del número de usuarios, aunque algo más modesto. En términos porcentuales, el incremento del número de participes en el período comprendido entre el final de 1989 y el término de 1990 ha sido tan sólo del 3,47 por 100, ascendiendo éstos a 570.000. Estos últimos datos merecen una consideración especial. Aunque el incremento de los clientes de las IIC haya sido modesto a lo largo del ejercicio anterior, lo cierto es que supone una importante recuperación con respecto a lo observado en 1989, año en el que el número de participes descendió el 1,84 por 100.

NETO DOMINIO DE FIM Y FIAMM

En número de instituciones, de los cuatro tipos de IIC existentes, las sociedades de inversión mobiliaria (SIM) representaban, al término de 1990, el 49 por 100 del total; los fondos de inversión mobiliaria (FIM), el 37 por 100; los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), el 11 por 100, y las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV), el 1 por 100.

En lo referido al volumen de inversión de las IIC, los FIAMM por sí solos concentran el 41 por 100 del total, seguidos de los FIM, con el 36 por 100, y de las SIM, con el 21 por 100, mientras que las SIMCAV canalizan un volumen puramente testimonial del 0,98 por 100 del total de la cartera invertida en las IIC.

Como este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* está dedicado a los nuevos fondos de inversión en valores del Tesoro, los Fondtesoro, es importante centrarse en el entorno estadístico de los FIM y los FIAMM en un año como 1990, en el que se produjeron variaciones muy importantes. La primera de ellas vendría dada por el diferente comportamiento que han experimentado este tipo de fondos de inversión. La segunda estaría provocada por la iniciativa del Tesoro Público de poner en marcha los nuevos Fondtesoro a partir de la segunda mitad de 1990.

DESARROLLO COYUNTURAL DE LOS FIAMM

En el apartado de los usuarios de estos dos tipos de fondos, se ha observado, a lo largo de 1990, un desarrollo importante de la base de participes en los FIAMM (es decir, de los fondos en los que la cartera de activos se nutre básicamente de títu-

los a corto plazo) y una caída significativa del número de inversores en los FIM (cuyos activos son a medio y largo plazo), que tiene asimismo su reflejo en la evolución de las carteras gestionadas por ambos tipos de fondos de inversión. Al término de 1990, el número de partícipes en los FIAMM ascendía a 193.800, lo que supone un incremento del 85,9 por 100 con respecto a 1989. Con los FIM la evolución ha sido inversa, descendiendo hasta 376.200 el número de partícipes al finalizar el ejercicio de 1990, lo que supone una caída del 15,7 por 100.

Este movimiento en sentido contrario, según el tipo de fondo, que se vio a lo largo de 1990 en el apartado de los partícipes, también tuvo su reflejo en lo que atañe a la evolución del volumen de inversiones. Mientras que éstas crecieron espectacularmente en los FIAMM —un 88,2 por 100, hasta totalizar 619.722 millones de pesetas el 31 de diciembre de 1990—, en los FIM el incremento fue muy ligero —de 2.255 millones de pesetas—, totalizando al término del año 1990 un patrimonio de 542.812 millones de pesetas.

Esta evolución tan distinta, y a primera vista muy sorprendente, tiene dos explicaciones totalmente coyunturales.

En primer término, la evolución de los tipos de interés españoles y las fuertes tensiones monetarias que caracterizaron el entorno de los mercados financieros en 1990 provocaron una oferta de rentabilidades espectaculares en los activos emitidos en los plazos de vencimiento más cortos. Las letras del Tesoro se emitieron, a lo largo de buena parte de 1990, con un interés marginal del 14,517 por 100 —base trescientos sesenta y cinco días—, mientras que, de forma paralela, a través de los pagarés de empresa y de las operaciones *repo* de deuda pública a corto plazo, se pudieron conseguir unos tipos espectacularmente elevados. Aunque esta situación tuvo su traslado a las rentabilidades de los activos a medio y largo plazo, el señuelo de unos tipos a corto plazo muy interesantes redundó en un mayor atractivo coyuntural de los FIAMM, en detrimento de los FIM.

En segundo término, la denominada «guerra del pasivo», en la que estuvieron inmersas las entidades de depósito a lo largo del año pasado, provocó la aparición de muchos FIAMM. A través de este tipo de fondos, se pudo fidelizar a la clientela con un producto que ofrecía, como mínimo, la misma rentabilidad que las supercuentas, con la ventaja para la entidad que lo comercializase de no plantear el problema de la cobertura de coeficientes.

Entrando en el apartado específico de los FIM,

se vio, a lo largo de 1990, un incremento de la participación media en pesetas de cada usuario respecto al año anterior, que pasó de 1,21 millones a 1,44 millones de pesetas. Por ello, no es aventurado afirmar que el descenso experimentado en el número de usuarios —del 15,79 por 100 de un año a otro, hasta 376.165 partícipes— se explicaría por el abandono de muchos inversores con participaciones reducidas.

Por instituciones, al término de 1990, los bancos, con el 54,1 por 100 de los partícipes y el 48,4 por 100 del patrimonio total, son los que tienen un mayor volumen de participación en la comercialización de estos fondos. Les siguen el grupo de las cajas, con el 39,2 por 100 de los partícipes y el 25,2 por 100 del patrimonio total, y las sociedades de valores, con el 3,2 por 100 de los inversores y el 8,8 por 100 de la cartera total. Sin embargo, se observa entre 1989 y 1990 una pérdida de posiciones —sobre todo relativa y, en menor medida, absoluta— de la banca y de las cajas en beneficio de las sociedades de valores, fenómeno lógico, dada la reciente aparición de estas últimas en la escena financiera.

En cuanto a la distribución del patrimonio de los FIM, se produjo en 1990 un cierto desplazamiento de las inversiones hacia activos de renta fija privada y valores del Tesoro. Al cierre del último ejercicio completo, los valores del Tesoro representaban el 60,4 por 100 de la cartera invertida, y las obligaciones un 14,47 por 100, frente al 8,94 por 100 de las acciones cotizadas. El 30 por 100 de los FIM concentraron toda su cartera en renta fija, y el 31 por 100 invirtieron más del 75 por 100 de su patrimonio en estos activos, mientras que un 12 por 100 de ellos enfocaron su cartera básicamente hacia la toma de acciones de renta variable.

En lo que se refiere a los FIAMM, las cajas de ahorros, con el 64,7 por 100 de los partícipes y el 49,7 por 100 del total del patrimonio al término de 1990, constituyen el grupo de entidades que domina su comercialización. A lo largo de 1990, las cajas incrementaron el número de partícipes en un 100 por 100, y el patrimonio de los FIAMM, que gestionan, en un 65 por 100. Los bancos, partiendo de cotas algo más bajas al cierre de 1989 —el 24,8 por 100 de los inversores y el 42,6 por 100 de la cartera total—, hicieron a lo largo de 1990 un notable esfuerzo de comercialización de sus FIAMM, que se tradujo en un incremento del 55 por 100 en los partícipes y del 100 por 100 en los fondos gestionados.

En este apartado, existe una gran diferencia entre el crecimiento experimentado por los FIAMM

comercializados por las cajas de ahorros y los que ofrecían las instituciones bancarias. El incremento porcentual de la cartera total de FIAMM gestionados por los bancos fue superior al crecimiento relativo del patrimonio de los FIAMM de las cajas de ahorros. Por contra, en el apartado de las cajas se registró un aumento relativo de los partícipes muy superior al que se observó a lo largo de todo el ejercicio anterior en lo que se refiere a los usuarios de estos productos comercializados por los bancos.

Por tanto, no es aventurado concluir que bancos y cajas comercializan sus FIAMM entre segmentos de clientela muy distintos. Al término de 1990, la participación media en pesetas de los partícipes era del 5,3 millones de pesetas en el grupo bancario y de 2,3 millones de pesetas en lo referido a los FIAMM de las cajas. En 1989, en el caso de los bancos la participación media era ligeramente superior a los 4 millones, mientras que en el apartado de las cajas ésta era de 2,8 millones de pesetas.

LOS NUEVOS FONDTESORO

A lo largo del año 1990, se registró una importante novedad en el apartado de la inversión colectiva con la puesta en marcha de los nuevos fondos de inversión en valores del Tesoro, denominados Fondtesoro. Este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* se dedica a estos nuevos fondos que está poniendo en marcha la Dirección General del Tesoro en colaboración con diversos intermediarios, que han suscrito los convenios de colaboración para la comercialización de estos productos.

Es aún un poco pronto para hablar del entorno estadístico de los Fondtesoro y de las IIC que los gestionan y comercializan. Los primeros Fondtesoro vieron la luz en la segunda mitad de 1990, y aunque su desarrollo haya sido muy notable, su peso en el conjunto de la inversión colectiva es aún muy modesto.

Mediante la Orden Ministerial de 7 de junio de 1990, sobre «convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado», se abrió la posibilidad a las instituciones de inversión colectiva de suscribir convenios para la creación de Fondtesoro.

De inmediato se constituyeron diez Fondtesoro FIM y ocho Fondtesoro FIAMM, que acabaron el año 1990 con una cartera invertida conjunta de 28.410 millones de pesetas. Una cifra ésta testimonial comparándola con el total de las carteras de

las IIC al término de 1990, pero importante si se tiene en cuenta que los primeros Fondtesoro se constituyeron a partir de mediados de junio de dicho año.

Por tipos de Fondtesoro, se vio a lo largo del ejercicio de 1990 un mayor desarrollo de los FIAMM, que cerraron el año con una cartera invertida de 15.890 millones de pesetas, lo que representó el 56 por 100 del total de los fondos invertidos en Fondtesoro. El 46 por 100 restante, 12.520 millones de pesetas en total, estaban invertidos en Fondtesoro FIM.

Este mayor predominio de los Fondtesoro FIAMM, que se ha roto en 1991, puede tener su origen en la situación coyuntural que atravesaron los mercados monetarios a lo largo de 1990. Los tipos de interés del dinero y de los activos, tanto estatales como privados, se mantuvieron en niveles muy elevados a lo largo de todo el ejercicio. El señuelo de unas rentabilidades nominales en los plazos cortos superiores a las que ofrecían los activos a medio y largo plazo provocó un desplazamiento muy ostensible de la inversión hacia los títulos con amortizaciones no superiores al año.

Esta reacción generalizada de los inversores tuvo un claro reflejo en lo referido a los valores del Tesoro. Las tomas de letras fueron netamente superiores a las compras de deuda (bonos u obligaciones). Ello por dos motivos. De una parte, la inversión se volcó mayoritariamente en los plazos cortos. De otra, hasta este año de 1991, con la excepción de los bonos a tres años, tanto las obligaciones como los bonos a cinco años han jugado un papel residual en las carteras institucionales.

DESARROLLO DE LOS FIM

Esta situación ha experimentado un cambio muy sustancial en lo que llevamos de año, al registrarse unos incrementos muy notables tanto en el total de los fondos invertidos en Fondtesoro como en las carteras de los Fondtesoro FIM.

Al término del mes de mayo de 1991, el total de las carteras invertidas en los Fondtesoro FIM y FIAMM se situaba en 94.127 millones de pesetas. Este incremento representa un avance, con respecto a las cifras de final de 1990, del 331,31 por 100 en términos porcentuales, o de 66.717 millones de pesetas en cifras absolutas. Dicho de otra forma, en los cinco primeros meses de 1991 se ha triplicado la inversión en Fondtesoro.

Al margen del incremento del total de las carteras

de Fondtesoro, se ha visto un desplazamiento muy notable de los inversores desde los FIAMM hacia los FIM, que se han hecho con una posición dominante en el reparto de los Fondtesoro.

Esta reacción de los FIM, que al término de mayo, y con 61.969 millones de pesetas, abarcan el 65 por 100 del total de los fondos invertidos en Fondtesoro, frente al 46 por 100 del final de 1990, obedece a dos grandes razones.

En primer lugar, los mercados monetarios han vivido en este ejercicio, desde el mes de febrero, un proceso de caídas sucesivas de los tipos de interés oficiales y, por ende, de las rentabilidades primarias de los valores del Tesoro. Esta circunstancia restó atractivo a la inversión a corto plazo, a la vez que potenció las oportunidades de realizar plusvalías importantes con las posiciones tomadas en activos a medio y largo plazo. De forma paralela, la tendencia bajista de los tipos de interés provocó que muchos inversores, fuera ya de la pura negociación especulativa, tomasen activos a medio y largo plazo con el objetivo de asegurarse las rentabilidades.

En segundo término, y como consecuencia de la evolución de los tipos de interés españoles a lo largo de los primeros meses de 1991, se produjo un cambio sustancial en el comportamiento de los inversores a la hora de tomar valores del Tesoro. Los bonos del Estado a tres años se consolidaron en las carteras de los inversores, mientras que las obligaciones a diez años, y sobre todo los bonos a cinco años, dejaron de jugar un papel residual en la financiación interior del Tesoro. Las emisiones de bonos a cinco años y de obligaciones a diez años fueron adquiriendo desde enero de 1991 una mayor profundidad, ganando por tanto en liquidez. Los inversores extranjeros se mostraron muy activos en la toma de estos valores, al igual que los inversores no residentes, que fueron integrando en sus carteras las obligaciones y, sobre todo, los bonos a cinco años.

Estos dos grandes factores explican, en buena medida, el gran incremento que han conocido las carteras de los Fondtesoro FIM a lo largo de este ejercicio, pasando de los 12.520 millones de pesetas de finales de 1990 a 61.969 millones al término de mayo de 1991.

Este sustancial incremento de las carteras de los Fondtesoro FIM desdibuja el fuerte desarrollo que han conocido también en el presente ejercicio los

Fondtesoro FIAMM. En sólo cinco meses se han doblado las participaciones de estos últimos, que han pasado desde los 15.890 millones de pesetas invertidos al término de 1990 a los 35.158 millones de finales de mayo de 1991.

De todas formas, detrás de estas cifras espectaculares en términos de crecimientos relativos de ambos instrumentos, los de deuda a corto y los de medio y largo plazo, es preciso matizar adecuadamente, para no correr el riesgo de triunfalismos excesivos o desmedidos, la importancia relativa del *stock* de deuda canalizado hoy en día por los Fondtesoro. Si bien su aparición en el mercado es muy reciente y los plazos de tiempo de que han dispuesto sus promotores para organizar redes comerciales y de distribución entre los inversores finales han sido escasos, conviene no perder de vista que el volumen de deuda canalizado a través de los actuales Fondtesoro apenas representa menos de un modestísimo 1 por 100 de la deuda pública en circulación. Se podría argumentar que el potencial de expansión de los fondos canalizados a través de los Fondtesoro es impresionante. Lo mismo sucede con las restantes fórmulas de inversión colectiva, en las que, tras crecimientos muy rápidos en los inicios de su comercialización, se alcanzan con relativa prontitud unos niveles de cobertura determinados que suelen tener un peso prácticamente simbólico en relación con la capitalización de los diversos segmentos de los mercados financieros. Tal sucede con la renta fija o con la renta variable, mercados en los que la presencia de instituciones de inversión colectiva suele ser testimonial en la mayor parte de las ocasiones.

Esta constante histórica, que pone de relieve la escasa fe aparente de los inversores españoles en los mecanismos de inversión colectiva y profesionalizada, tiene una oportunidad de ruptura en el caso de los Fondtesoro. Quizá el hecho de que el mercado de deuda pública esté, por lo general, más profesionalizado que el resto de los mercados y más cerrado al inversor particular, por sus características de contratación, constituya una oportunidad de mayor presencia de las instituciones de inversión colectiva como mecanismo intermedio de canalización del ahorro hacia estos activos financieros emitidos por el Estado. Posiblemente, la tendencia actual de los tipos de interés a la baja sea un escenario adecuado para medir el dinamismo potencial de estos instrumentos de ahorro colectivo.



Manuel CONTHE

Director General del Tesoro

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Existen probablemente varias razones, y no sólo una. La fundamental ha sido el peso tradicional de las entidades de depósito (es decir, bancos y cajas) dentro del sistema financiero español, lo que, al igual que en Alemania, Italia y otros muchos países con un esquema de «banca universal», se ha traducido históricamente en un escaso desarrollo del mercado de valores y, por ende, en la escasa relevancia de las instituciones de inversión colectiva. A este predominio financiero de las entidades de depósito debe añadirse que, tradicionalmente, la escasa competencia entre ellas se orientó hacia la expansión de la red de oficinas más que hacia la mejor retribución del ahorro. De ahí que las entidades de depósito no tuvieran especial interés en promocionar activamente los fondos de inversión por ellas gestionados.

Por otro lado, durante muchos años ha sido insuficiente el grado de supervisión a que estaban sometidas las instituciones de inversión colectiva, que a menudo atendían más al beneficio de la entidad financiera que las gestionaba que al de los partícipes.

Todo lo anterior ha producido en muchos ahorradores españoles una actitud de desconocimiento, de una parte, y de desconfianza, de otra. Si a ello añadimos que, para desgracia de muchos partícipes, la difusión de los fondos de inversión en España se produjo en una década, la de los setenta, de evolución a la baja de los índices bursátiles, cabe explicarse el escaso desarrollo, hasta ahora, de este tipo de instituciones.

Debe señalarse, no obstante, que las causas que justificaron este escaso desarrollo han desaparecido ya en su práctica totalidad. De una parte, existe ya en España un altísimo grado de competencia en el mercado de los servicios de inversión, en el que concurren, además de las entidades de depósito, otras entidades de crédito (entidades de *leasing*, entidades de crédito oficial, etc.), emisores privados, emisores públicos (incluido, sin duda, el Tesoro Público), etc. De otra parte, la Ley del Mercado de Valores y el reciente Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva han potenciado el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como supervisora de las instituciones de inversión colectiva, aspecto clave para que éstas actúen con profesionalidad e independencia en beneficio exclusivo de sus partícipes.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—El desarrollo de las instituciones de inversión colectiva constituye una de las más claras manifestaciones del fenómeno de la «desintermediación», y produce los efectos beneficiosos de ésta: amplía la gama de instrumentos accesibles al inversor final, lo que eleva la retribución de su ahorro; diversifica la base de inversores a la que pueden apelar directamente los emisores de valores, y constriñe al nivel de lo razonable el margen de intermediación financiera de las entidades de crédito.

Además, obliga a extremar los requisitos de información y transparencia de los emisores de valores, ya que unas instituciones de inversión colectiva genuinamente independientes necesitan esa información como pieza esencial para su toma de decisiones. Es más, el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva puede incluso dar pie a la aparición de entidades especializadas de evaluación, *rating*, factores todos que facilitan una eficiente formación de precios en el mercado.

—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—Ya se dan en España las condiciones que jus-

tifican un mayor desarrollo de las instituciones de inversión colectiva; se trata únicamente de vencer, poco a poco, las inercias históricas a las que antes he hecho referencia. A este respecto, resultaría útil que las sociedades gestoras realizaran un esfuerzo de explicación y de comercialización acorde con las ventajas que supone para el inversor individual utilizar este instrumento: el elevado grado de liquidez de las participaciones, su favorable régimen fiscal y una gestión diversificada y profesional de la inversión, con unos costes a menudo módicos.

El marco legislativo y fiscal aplicable a estas instituciones es, pues, suficientemente atractivo como para que una parte considerable de la inversión financiera de los particulares se canalice a través de ellas. De hecho, existen ya claros ejemplos de que, cuando media un esfuerzo de venta mínimamente serio, estas instituciones se desarrollan con rapidez; aparte del caso de los Fondtesoro, se ha producido ya un notable desarrollo de fondos de inversión en activos del mercado monetario, especialmente de aquellos gestionados por sociedades vinculadas a entidades de depósito, que han visto en ellos un espléndido sustitutivo de las cuentas de alta remuneración.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—No sorprenderá que afirme que la idea teórica de los Fondtesoro me parece buena. Más relevante es acaso que diga que la experiencia práctica acumulada con estos fondos en el corto espacio de tiempo que llevan en funcionamiento es muy favorable, mereciendo el calificativo de extraordinaria en el caso de los fondos gestionados por algunas sociedades gestoras vinculadas a sociedades y agencias de valores.

La aparición de instituciones de inversión colectiva del tipo Fondtesoro era una necesidad para el mercado español de deuda, una de cuyas debilidades ha sido, hasta fecha muy reciente, la ausencia de un segmento líquido a medio y largo plazo. Por otra parte, la segmentación del mercado minorista y el grado de clientelismo en torno a las entidades gestoras que el sistema de anotaciones en cuenta impone a los inversores finales de pequeña cuantía han dificultado la transparencia y disminuido el grado de competencia, con lo cual la brecha abierta entre los tipos pagados por el Tesoro y los tipos recibidos por los pequeños inversores ha sido, en algunos casos, manifiestamente excesiva.

Por otro lado, la convicción de que el grado de liquidez de la inversión en deuda era relativamente

bajo ha alejado a los inversores particulares de la toma de posiciones a vencimiento a medio y largo plazo. Es cierto que un conocedor del mercado de deuda podría decir que siempre ha sido posible encontrar entidades gestoras o intermediarios dispuestos a recomprar de forma inmediata y con márgenes muy reducidos, en relación con los vigentes en el mercado al por mayor, la deuda vendida previamente, pero es cierto igualmente que estas entidades eran poco conocidas por el gran público. La iniciativa de los Fondtesoro da solución a los problemas expuestos y pone al alcance del inversor en deuda un régimen fiscal favorable. Pero, además, la iniciativa de los Fondtesoro facilitará la difusión de los fondos de inversión en general; de tal manera que, más allá de la promoción de la demanda de deuda pública y de la mejoría de su mercado, existe en esa campaña del Tesoro un objetivo más general que desborda los intereses del Tesoro como emisor y entra de lleno en las decisiones de política financiera relativas a la potenciación del sistema financiero español.



José PEREZ

Director General del Banco de España

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Sin duda, es un entramado de razones el que explica este escaso desarrollo de la inversión colectiva en España; razones desde el lado de la demanda y desde el lado de la oferta, mediatizadas por excesos de regulación y relacionadas entre sí mediante nexos causales difíciles de establecer. Así, se ha insistido con frecuencia en la debilidad de la inversión institucional como causa fundamental de la falta de profundidad y amplitud de los mercados de valores españoles, pero del mismo modo puede señalarse que, en un mundo con fuertes controles de cambios, la estrechez y la falta de profundidad de estos mercados contribuye a explicar, en gran medida, el poco peso de la inversión colectiva en España.

La carencia de mercados de renta fija y la estrechez del mercado de renta variable han hecho que los mercados de valores españoles se hayan mostrado incapaces de absorber en el pasado la nueva financiación que los fondos y las sociedades de inversión canalizaban. Esto potenció, en ocasiones, una inflación altamente especulativa de las cotizaciones, que forzosamente acababa por esta-

llar con graves consecuencias; por un lado, para los últimos inversores llegados o para los menos ágiles y, por otro, para la propia estabilidad de los mercados, ante los atisbos de pánico. Esto, unido a la larga crisis bursátil que siguió a la caída de las cotizaciones en el año 1974, ayuda a explicar que, pese al último auge registrado, tan sólo el 5 por 100 del patrimonio de los fondos de inversión esté invertido en acciones en la actualidad.

A esta experiencia de mal funcionamiento de los fondos y sociedades de inversión se ha sumado un tratamiento fiscal comparativamente desfavorable hasta fechas muy recientes; sólo los fondos de pensiones, cuya creación ha sido muy tardía, han gozado de un tratamiento fiscal relativamente favorable, aun cuando con el lastre de su falta de liquidez. Y todo ello, rentabilidad y liquidez escasas, explica una demanda muy débil, que sólo ahora comienza a recuperar pulso.

Por el lado de la oferta, ya he reseñado cómo un marco legal desfavorable para el desarrollo de los mercados de valores, una regulación excesiva y muy rígida de las instituciones de inversión colectiva y, finalmente, las restricciones del control de cambios son factores que han constreñido la gestión de estas instituciones y limitado las posibilidades de diversificación y estructuración adecuada de sus carteras. Ello ha contribuido probablemente a una baja capacidad de innovación; así, son escasos los fondos de inversión inmobiliaria, en materias primas o en capital riesgo, y no se han desarrollado suficientemente fórmulas ágiles que permitan al inversor, sin coste adicional y sin consecuencias fiscales, invertir y desinvertir en participaciones de distintos fondos de un mismo grupo, ajustando así su cartera rápidamente, desde renta fija a variable, o desde moneda nacional a moneda extranjera, o desde corto a largo plazo, o viceversa, en función de los cambios de expectativas.

La gestión ha sido, además, deficiente, y el escaso desarrollo de esta industria ha determinado unos costes de gestión muy elevados: fuertes comisiones de reembolso y altos costes de administración y depósito —superiores en ocasiones al 3 por 100— que no resisten comparación con otros países de mayor tradición en la inversión colectiva.

La escasa capitalización y el bajo desarrollo de las entidades especializadas en mercados de valores han determinado, por último, una dependencia excesiva de las entidades bancarias. Esto ha creado, de un lado, problemas de conflictos de intereses y ha mediatizado la gestión de cartera de las instituciones, con efectos muy graves sobre su rentabilidad, y, de otro lado, ha limitado su capacidad

de competencia. Esto explica en gran medida la falta de difusión de las ventajas y, en fin, de promoción y publicidad entre el público.

Todo ello, en suma, ha contribuido a la escasa tradición y desarrollo de la inversión colectiva en España; no obstante, la eliminación reciente de gran parte de estos obstáculos abre unas perspectivas muy distintas de desarrollo futuro.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—La ventaja fundamental de contar con un sector de inversión colectiva muy desarrollado es la de potenciar un mercado de valores de renta fija y variable amplio, profundo y eficiente. La interacción de ambos —mercados de valores e instituciones de inversión colectiva— otorga a los ahorradores la posibilidad de acceder a una gestión diversificada de sus carteras, y por consiguiente a una combinación óptima de rentabilidad y riesgo; y la atracción de fondos de ahorro a los mercados de valores que ello entraña contribuye a enriquecer las fuentes de financiación de las empresas, y favorece una asignación más eficiente de los recursos.

—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—En la enumeración que antes he hecho de los factores que han obstaculizado el crecimiento de la inversión colectiva en España está, en buena medida, la respuesta a esta pregunta. Como antes he señalado, el crecimiento de la inversión colectiva sólo puede ir al ritmo que le permita el desenvolvimiento general de los mercados de valores; así, una vez que éstos alcanzan unas ciertas condiciones de liquidez y desarrollo, es difícil imaginar que las entidades de inversión colectiva no aprovechen las oportunidades que les ofrecen, máxime cuando disponen de la flexibilidad necesaria. En este sentido, es evidente que el fuerte desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública ha proporcionado una base sólida para el crecimiento reciente de la inversión colectiva. No resulta, por ello, extraño que el patrimonio de los fondos de inversión en activos del mercado monetario haya superado recientemente al de los fondos de inversión tradicionales, y que la rápida expansión de éstos se haya apoyado, en buena medida, en la deuda pública.

Por tanto, desde el punto de vista de los estímulos externos, un factor clave para el desarrollo de la inversión colectiva en los próximos años va a

ser que la Ley de Mercado de Valores despliegue todas sus posibilidades, y que éstas vengán a sumarse a las que actualmente proporciona la liberalización de los movimientos de capital. A partir de ahí, el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva dependerá, en cierta medida, de un tratamiento fiscal adecuado y de la existencia de un marco normativo flexible que garantice la transparencia de la gestión. Y creo que tanto el nuevo tratamiento fiscal incluido en la Ley de Presupuestos de 1991 como el reciente reglamento favorecen ese desarrollo, aun cuando desde el lado fiscal restan algunos temas pendientes.

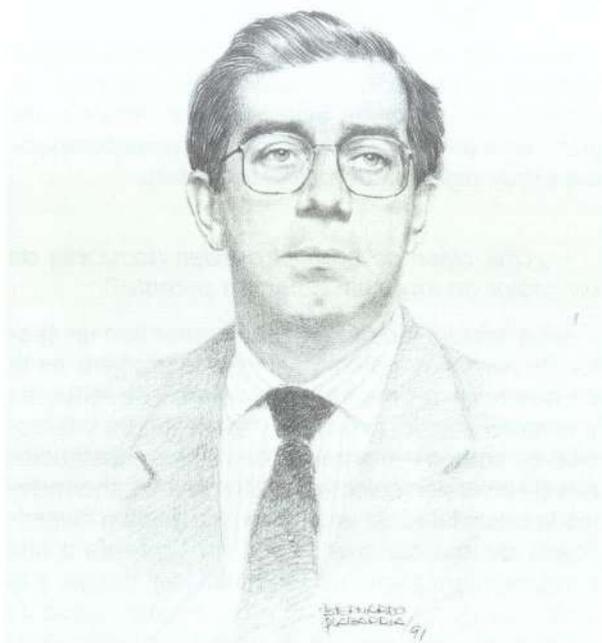
Puede decirse, por tanto, que el futuro de la inversión colectiva depende, fundamentalmente ahora, de una gestión eficiente de las instituciones, de una reducción de sus costes de funcionamiento, que permita un descenso de las comisiones y gastos de administración, y de un mayor esfuerzo de promoción y publicidad. En este sentido, conviene reseñar que los propios portavoces del sector, en su afán de mejoras normativas, han dibujado con frecuencia un panorama de la inversión colectiva excesivamente negro, que ha trascendido al gran público con efectos claramente negativos. La información de que disponen los ahorradores es, de otro lado, muy escasa, y, por ejemplo, no es suficientemente conocido que la rentabilidad de los fondos de inversión en activos del mercado monetario es muy superior a la de las denominadas «supercuentas».

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—A pesar de lo antes expuesto, es evidente que la inversión colectiva no ha aprovechado todavía en España el potencial que le proporciona el desarrollo del mercado de deuda pública, y, a diferencia de lo que ocurre en otros países, en el nuestro los fondos de inversión y la inversión colectiva en general no han sido la principal vía de acceso de los particulares a la deuda del Estado, papel que ha correspondido al sistema bancario, fundamentalmente a través de las operaciones de compra-venta con pacto de recompra. Dos cifras significativas a este respecto son, en primer lugar, que, a finales de septiembre de 1990, las carteras de deuda de los fondos y sociedades de inversión alcanzaban 669.700 millones de pesetas, lo que equivalía al 8,7 por 100 de las cesiones temporales de deuda del sistema bancario; en segundo lugar, que la cifra de pagarés de empresa en poder de los fondos de inversión en activos de mercado monetario alcanzaba un importe similar a sus carteras

de deuda pública. No cabe duda de que la flexibilidad y eficacia mostrada por las operaciones con pacto de recompra constituyen un atractivo muy fuerte para ellas, pero también es cierto que la publicidad de las posibilidades que ofrecen los fondos de inversión es muy escasa, y su promoción, casi nula.

Por otra parte, es lógico que cualquier emisor intente diversificar al máximo los cauces de colocación de sus pasivos y, en particular, que trate de llegar a los ahorradores últimos con los menores costes de intermediación posible. A este intento responden tanto la creación de las cuentas abiertas de deuda en el Banco de España como la de los Fondosoro. Dado que para éstos la principal contraprestación que ofrece el Tesoro es la publicidad, creo que lo que se intenta, acertadamente, es sor-tear el muro de silencio, voluntario, que rodea las actuales posibilidades que ofrece la inversión colectiva en deuda pública a que antes me he referido.



José Luis MENDEZ

Director General de Caixa Galicia

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—El desarrollo de los fondos de inversión se basa, de un lado, en la existencia de un segmento amplio de ahorradores con una cultura financiera adecuada y, de otro, en el *marketing* y la venta del producto por redes de distribución suficientemente amplias y solventes. En mi opinión, existe un segmento de ahorradores propicios a invertir en fondos de inversión, especialmente en los de bajo riesgo, como lo prueba el auge de los fondos de dinero. Por el contrario, las redes de distribución más potentes, las de cajas y bancos, no han apostado todavía seriamente por este producto, siendo ésta, en último extremo, la causa fundamental del escaso desarrollo de los fondos por el momento.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—El principal y más importante, obviamente, es el ensanchamiento de nuestro mercado de capitales, con el consiguiente efecto beneficioso sobre la financiación del sector privado y del sector público. De otro lado, una gestión profesionalizada,

como la de los fondos de inversión, introduce un factor de racionalización en la asignación de los recursos financieros que es muy necesario en un sistema financiero moderno. Por último, no es nada desdeñable la vertiente sociológica del fenómeno, al permitir que un gran número de ahorradores accedan, de forma indirecta, a la propiedad de las empresas, consolidando lo que ha venido en llamarse capitalismo popular.

—¿Cuáles son, a su juicio, la medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—El descenso del tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades, desde el 13 por 100 hasta el 1 por 100, a partir del 1 de enero de 1991 ha cubierto, al menos parcialmente, uno de los anhelos reclamados insistentemente como aspecto primordial para la popularización de estas instituciones.

Sin embargo, estimo que aún restan aspectos cuya asunción y regulación por las diversas instituciones oficiales deben ser objeto prioritario de cara al desarrollo pleno de los fondos, en línea con la regulación vigente en países con mercados financieros homologables al nuestro.

A tal efecto, considero fundamental un mejor tratamiento de las plusvalías fiscales, cuya regulación actual es claramente desfavorable para la filosofía de los fondos de inversión como instituciones dirigidas a inversores de medio y largo plazo. Un segundo aspecto es la regulación de los denominados fondos paraguas, posibilitando la inversión en las diversas modalidades de fondos existentes en el mercado en función de las necesidades del inversor y de la evolución de los mercados financieros. La posibilidad de que un inversor pase de un fondo a otro a voluntad, y sin coste fiscal alguno, supondría un avance importante para el desarrollo de dichas instituciones.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

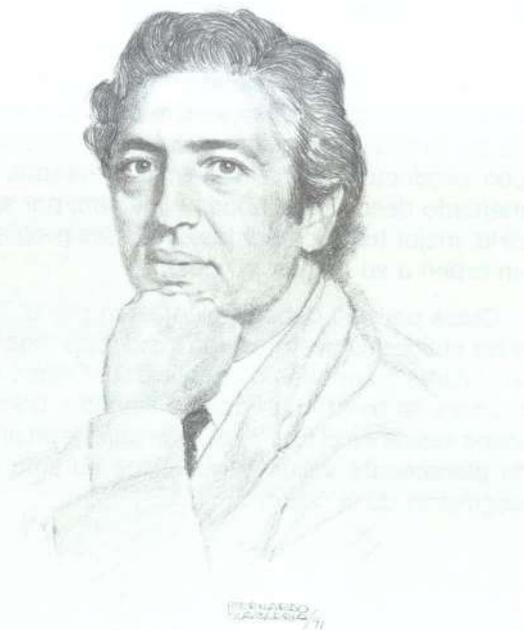
—Es aún pronto para efectuar una valoración de esta modalidad de fondos de inversión; por un lado, por el período tan reciente desde su creación y, por otro, por el período de tiempo necesario para poner en rodaje un producto de estas características.

Salvados estos aspectos, entiendo que es un producto válido y con futuro, ya que combina adecuadamente dos elementos básicos requeridos por el inversor pequeño y mediano; al atractivo de

las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública se añaden las ventajas inherentes a los fondos de inversión: liquidez plena y ventajas fiscales.

Ahora bien, como a todo producto de reciente implantación, hay que darle un tiempo para su desarrollo. Hay que pensar en que su crecimiento ha de ser gradual y paulatino, ya que ha de competir con productos muy similares implantados en el mercado desde hace años, y que son, por así decirlo, mejor tratados por las entidades propietarias en orden a su comercialización.

Quizá por ello debería plantearse por el Tesoro y las entidades gestoras una incidencia más fuerte en futuras campañas de publicidad. Estimo que la primera ha tenido un impacto limitado, pero conviene insistir en el futuro, porque parece un producto plenamente válido y que tiene su sitio en un segmento de la clientela.



José María GARCIA ALONSO

Consejero Delegado de Corporación Financiera Caja de Madrid

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—La comparación internacional refleja que, en efecto, el mercado de inversión colectiva ha experimentado un desarrollo relativamente escaso en nuestro país, como lo refleja el hecho de que la participación en el mercado europeo del saldo gestionado por los fondos no alcanza el 1,5 por 100 y representa tan sólo el 2 por 100 de nuestro PIB.

No existe una razón que justifique, a mi juicio, esta situación, pero destacaría un conjunto de circunstancias que han condicionado un comportamiento tradicional poco espectacular de la inversión colectiva en nuestro mercado.

En primer término, hemos tenido que esperar hasta 1985 para contar con una legislación moderna de inversión colectiva en nuestro país. La aparición de esta normativa coincide, de hecho, con un auténtico despegue de las instituciones de inversión institucional de este tipo en nuestro mercado.

En este sentido, cabe señalar que el patrimonio de los fondos de inversión prácticamente se triplicó

entre 1985 y 1986. Y, por otra parte, mientras que entre 1981 y 1985 el número de fondos se incrementó tan sólo un 30 por 100, en un período similar de tiempo, a partir de la aparición de la Ley, el número de instituciones se multiplicó por siete.

En segundo lugar, una vez que el mercado contó con esta legislación, desapareció el beneficio fiscal de la desgravación por suscripción de valores, que incluía a fondos de inversión y sociedades de inversión. La pérdida de este incentivo desde 1987 redujo el atractivo de estos productos y dificultó relativamente su colocación.

En tercer lugar, el importante control de las sociedades gestoras de inversión colectiva por parte de entidades de crédito ha retrasado también la explosión de la inversión colectiva en nuestro mercado.

La bancarización del sector y la ausencia de incentivos para que las entidades de depósito se lanzaran agresivamente a este mercado constituye, sin duda, una causa por la que la actividad de los fondos y de las sociedades de inversión no ha despegado auténticamente en nuestro país. Sólo recientemente el avance del proceso de innovación financiera y el incremento en el nivel de competencia de nuestro mercado ha obligado a bancos y cajas de ahorros a apostar por una participación más intensa en la actividad de desintermediación financiera. Una vez asumida esta estrategia, parece claro que resulta más rentable utilizar instrumentos propios de desintermediación (como los fondos de inversión) que instrumentos ajenos.

En cuarto lugar, el impuesto de sociedades del 13 por 100 que han soportado los fondos de inversión, incluso compensado por la deducción del 10 por 100 en la cuota, ha influido, a mi juicio, de forma negativa en el comportamiento de las instituciones de inversión colectiva, al tener que comercializar los productos distinguiendo entre rentabilidades financieras y financiero-fiscales, lo que siempre resulta de más difícil comprensión para los ahorradores. Considero, en consecuencia, que este efecto ha sido negativo, a pesar de las ventajas fiscales que los fondos han mantenido tradicionalmente como resultado de la consideración de incremento patrimonial de los ingresos obtenidos por la venta de participaciones. Recientemente, la reducción del impuesto de sociedades del 13 al 1 por 100 sitúa los fondos de inversión en una posición de competencia con la inversión directa, al tiempo que mantienen todas las ventajas del tratamiento del incremento patrimonial, lo que convierte a estos productos en unos competidores muy poderosos en el mercado.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—En primer término, la consolidación de un mercado de inversión colectiva potenciaría la inversión institucional en nuestro país. En este sentido, cabe señalar que hasta la fecha la participación de la inversión institucional (representada esencialmente por gestoras de fondos de inversión, sociedades de inversión mobiliaria, gestoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y gestoras de patrimonios) en nuestro mercado resulta muy inferior a los estándares internacionales.

Desde la perspectiva de los mercados financieros, el impulso de la inversión colectiva produciría una transformación importante de la actividad de aseguramiento de emisiones que nos acercaría a los patrones internacionales. Así, las sociedades gestoras protagonizarían en mayor medida el mercado primario de valores desde la óptica de la demanda. Por otra parte, el mismo protagonismo se reflejaría en el proceso de fijación de precios en el mercado secundario.

En tercer lugar, la potenciación de la inversión colectiva impulsaría el proceso de desintermediación. Además de la sustitución de activos de inversión directa por fondos de inversión en las carteras de familias y empresas, cabe esperar un incremento de la participación de los títulos instrumentados en fondos de inversión en la cartera de activos financieros de estos dos sectores, así como una disminución simultánea de la cuota de activos instrumentados en depósitos, una vez que los consumidores de estos productos financieros descubran sus ventajas.

Desde esta misma óptica, la potenciación de la inversión colectiva previsiblemente contribuya a incrementar el nivel de internacionalización de la cartera de activos de las familias y empresas españolas, que en la actualidad es bajísima en nuestro país, en torno al 1,2 por 100 de los activos totales del sector.

En este sentido, considero que en el plazo de tres o cuatro ejercicios posiblemente se generalice en nuestro mercado la tenencia por parte de las familias de algún porcentaje de activos financieros denominados en divisas diferentes de la peseta. La forma natural de avance de este proceso será, sin duda, a través de la suscripción de fondos de inversión multidivisas.

En otro orden de cosas, la potenciación de la inversión colectiva constituye el mejor seguro —y me atrevería a decir que una condición necesaria— para que se desarrollen los mercados derivados

en nuestro país. En este sentido, resulta claro que el incremento de la contratación de opciones y futuros financieros en nuestro mercado no va a depender de la incorporación de un conjunto amplio de pequeños clientes particulares, sino más bien de la definitiva incorporación de las gestoras de fondos de instituciones de inversión colectiva y de las compañías de seguros como agentes de estos mercados. La nueva norma reglamentaria de la inversión colectiva (Real Decreto 1393/1990) y la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C. 7/1990) en materia contable permite ya la incorporación de estas instituciones a los mercados derivados con fines de cobertura.

Aunque de momento no se ha producido el desembarco de las sociedades gestoras de fondos, a lo largo del presente ejercicio veremos, previsiblemente, la incorporación de algunas. A largo plazo, no descarto, incluso, que estas sociedades financieras puedan llegar a ser miembros de dichos mercados.

—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—Tres circunstancias pueden llegar a ser claves, en mi opinión, para un nuevo impulso de la inversión colectiva en nuestro país, una vez modificado el tratamiento fiscal con la reducción del impuesto de sociedades al 1 por 100, que también constituye un aspecto importante.

Una de ellas se refiere a la capacidad de las sociedades gestoras para explicar a los consumidores los atractivos de estos productos; otra tiene que ver con la actitud de las redes de colocación de productos financieros en nuestro mercado, y la última se refiere a la efectividad de la competencia que recibamos del exterior.

En el primer aspecto, cabe considerar que los fondos de inversión constituyen posiblemente los productos financieros de ahorro-inversión más competitivos en nuestro actual mercado financiero, dada la combinación que ofrecen de rentabilidad, seguridad, liquidez y ventajas fiscales.

En este sentido, los consumidores de activos financieros terminarán por descubrir que los fondos de inversión constituyen la forma natural de acceso de la mayoría de los ahorradores a los mercados de valores, y ello por muchos motivos: porque con importes muy pequeños se consiguen niveles de diversificación que jamás se lograrían a través de la inversión directa; porque los fondos tienen la liquidez asegurada; porque, al estar ges-

tionados por profesionales, las oportunidades de rentabilidad son muy interesantes, y además porque estos profesionales comienzan a realizar gestión de riesgos de interés. También porque se rentabiliza el dinero desde la primera peseta; porque son productos muy cómodos, ya que uno puede despreocuparse de vencimientos de activos, de intereses y dividendos al reinvertirse el dinero automáticamente, y porque el ahorro fiscal que presentan, ante la posibilidad de aplicar coeficientes correctores, eleva muchísimo la rentabilidad de los productos. Finalmente, porque no se produce obligación fiscal hasta la venta de las participaciones, lo que permite retrasar el pago de impuestos.

Si las sociedades gestoras consiguen transmitir todas estas ventajas mediante campañas de publicidad y otros medios de comunicación, la venta de estos productos está asegurada.

En segundo lugar, resulta esencial la actitud ante estos productos de las redes de distribución de activos financieros, controladas en nuestro mercado, esencialmente, por bancos y cajas. En este sentido, una red de comercialización que conozca el producto y que pueda ofrecer una venta adecuadamente informatizada, resulta tan crucial como despertar la atención de los consumidores.

En tercer término, la aprobación de la directiva comunitaria que permite, en el caso de los fondos de inversión mobiliaria, promover la venta de estos productos en cualquier país de la CEE posiblemente se traduzca en un amplio desembarco de productos extranjeros en nuestro mercado.

Todavía constituye una incógnita la reacción de las entidades de depósito ante esta competencia. De momento, el control de las redes de distribución constituye una barrera de entrada, pero el desarrollo futuro de redes de distribución no bancarias para la comercialización de estos productos, que sin duda se va a producir, previsiblemente empuje a las entidades de depósito españolas a participar de forma más agresiva en este mercado.

—*¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?*

—Considero el producto Fondtesoro muy prometedor. La tradicional atonía en la demanda de bonos y obligaciones en nuestro mercado, que ha sesgado mucho la composición de la deuda pública a corto plazo, se justifica, previsiblemente, por la aversión a la iliquidez de los ahorradores españoles. En este sentido, la posibilidad de comprar deuda a medio y largo plazo asegurándose la liquidez resulta, sin duda, una oportunidad revoluciona-

ria; y creo que el Tesoro Público ha elegido muy bien el instrumento.

Desde la perspectiva de las sociedades gestoras, los otros agentes protagonistas del proyecto, habría que distinguir dos situaciones. Para las sociedades gestoras independientes, el proyecto presenta atractivos obvios. Participar en un proyecto tutelado por el Tesoro resulta una gran oportunidad. Para las sociedades gestoras en el ámbito de un grupo financiero con entidades de depósito a la cabeza, sin embargo, el proyecto supone un paso más en la necesidad de decidir si se apuesta por la actividad de desintermediación, y una cuestión de evaluar las ventajas y los sacrificios que ello significa.

En nuestro caso, esta estrategia está muy clara, y desde el principio colaboramos con el proyecto. De hecho, Gesmadrid, la sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva de Corporación Financiera Caja de Madrid, es una de las catorce instituciones acogidas al convenio de colaboración con el Tesoro. Como resultado, tenemos ya constituidos un fondo de inversión en activos del mercado monetario (Dinermadrid Fondtesoro FIAMM) y un fondo de inversión mobiliaria (Invermadrid Fondtesoro FIM).



Pedro FERNANDEZ-RAÑADA

Consejero Delegado de Gestesor Inversiones

—*¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?*

—Básicamente, que los márgenes que reportan los fondos de inversión a los administradores son estrechos. Se ha podido hablar de un régimen fiscal penalizador o de la propia estrechez de los mercados, pero creo que si no se ha desarrollado la inversión colectiva de manera significativa es porque se trata de productos muy buenos para los clientes, pero no tan buenos para el intermediario que sea entidad de crédito.

Por ejemplo, un fondo de dinero puede cobrar una comisión neta comprendida entre el 0,7 y el 1 por 100. Teniendo un saldo medio anual de en torno a los 10.000 millones de pesetas, el ingreso bruto que se obtiene estaría entre 70 y 100 millones de pesetas. Conseguir 10.000 millones, en un fondo de dinero, significa tener 2.000 o 3.000 clientes. Con los ingresos anteriormente citados, se tienen que cubrir los gastos de instalaciones, informática, personal de administración y de inversiones, y comunicación con los partícipes, entre otros.

Como se puede ver, los márgenes son ajustados. Si lo comparamos con un pasivo bancario de funcionamiento similar, teniendo incluso en cuenta el

efecto de los coeficientes, el margen puede ser para un banco de negocios de 2 a 3 puntos, y para un banco nacional o una caja de ahorros, de entre 4 y 6 puntos. Claro que con riesgo.

—*¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?*

—Para el mercado financiero es positiva la existencia de un sector de inversión colectiva potente porque contribuye a estabilizarlo. La existencia de grandes fondos manejados por expertos, que racionalicen las inversiones sin dejarse llevar por el pánico o la alegría en situaciones puntuales, es indudablemente bueno porque, entre otros aspectos, proporciona liquidez.

Para los emisores de pasivos o de títulos, también es positivo porque, a través de las instituciones de inversión colectiva, acceden a fondos del sistema crediticio más baratos y con una mayor estabilidad en lo referido a los flujos de demanda.

Para el cliente o usuario, también se dan ventajas muy claras. En el caso de la inversión mobiliaria, los fondos siempre serán un sistema más barato y seguro que la inversión directa. En cuanto a los fondos de dinero, sucede lo mismo, porque es un producto para colocar el dinero líquido mejor tratado que cualquier otro desde un punto de vista fiscal y financiero.

Por último, a escala macroeconómica teóricamente también es bueno, pero falta por saber si eso se traduce, en cada ocasión, en más ahorro o en un simple trasvase de ahorro.

—*¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?*

—En el aspecto fiscal, poco más se puede hacer, ya que la carga impositiva, desde la última reforma, es totalmente testimonial y más favorable que otras alternativas. Únicamente se puede pensar que la inversión colectiva va a alcanzar cifras más altas si se da un desarrollo de las gestoras y sociedades de valores independientes que provoque en los grandes la necesidad de ofrecer activamente estos productos o si, como ahora parece, grandes bancos de estrategias audaces comienzan a comercializarlos intensamente.

También si los usuarios potenciales empiezan a reclamarlos se podrá hablar de un desarrollo paralelo al aumento de la cultura financiera de los clientes potenciales de estos productos. La concurrencia de estos datos, sobre todo el segundo, puede

determinar hoy y en los próximos años el despegue definitivo de las Instituciones de Inversión Colectiva.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—No espero mucho de los Fondtesoro, porque el problema de la deuda pública es de colocación, y el Estado no tiene ni red de sucursales ni equipos comerciales. La clave estriba en las comisiones de los intermediarios. Si la gente gana colocando deuda pública, lo hará. Ahora bien, llevar una política excesivamente rígida en materia de comisiones en momentos en los que se necesita alta financiación me parece un error.

En fin, creo que la idea es buena, pero tiene dos inconvenientes para su desarrollo: la existencia de comisiones de gestión más bajas no incentiva al intermediario financiero en general a vender este tipo de Fondos; la menor rentabilidad que ofrece al cliente frente a un fondo mixto que cuente con renta fija privada tampoco ayuda. En el mercado de pagarés se encuentran ofertas de emisiones de calidad con tipos más altos que los de las letras, y lo mismo sucede en el mercado a medio y largo plazo.



Raimundo ORTEGA

Presidente de BBV Interactivos

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Me atrevería a destacar cuatro razones que han influido negativamente en el desarrollo de la inversión colectiva en España. Por orden de importancia, estas razones son las siguientes: un tratamiento fiscal excesivamente complicado; la falta de conocimiento por parte del inversor en general; el que los pequeños y medianos inversores en renta variable no hayan sufrido en los últimos años sino descalabros, y, por último, el que las redes bancarias únicamente estaban interesadas en la venta de fondos de renta variable que no compitiesen con sus propios productos de pasivo.

Sólo a raíz de la reciente «guerra de las supercuentas» las redes bancarias y de cajas han empezado a mostrar interés por vender a su clientela habitual «fondos de dinero». El resultado ha sido un incremento espectacular de esta modalidad de inversión. También ha de mencionarse que el desarrollo, a partir de 1985, de otros intermediarios financieros —SMVB y AVB— ha propiciado una mayor competencia en este negocio y un conocimiento más extendido de estos instrumentos de inversión entre los inversores en general.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—El efecto inmediato sería el de unos mercados más profundos y más estables, en la medida en que existirían auténticos inversores finales, y no sólo intermediarios movidos —y esto no debe interpretarse, en modo alguno, como una crítica— primordialmente por la especulación a corto plazo.

Contaríamos también con mercados profesionalizados, en los cuales las decisiones se tomarían por profesionales que son independientes y cuyos criterios de actuación no están mediatizados por intereses ajenos a su propia misión. El resultado último, creo yo, es que, si surgen auténticas oportunidades para el ahorrador, se creará, lenta pero crecientemente, un núcleo sólido para el ahorro del futuro.

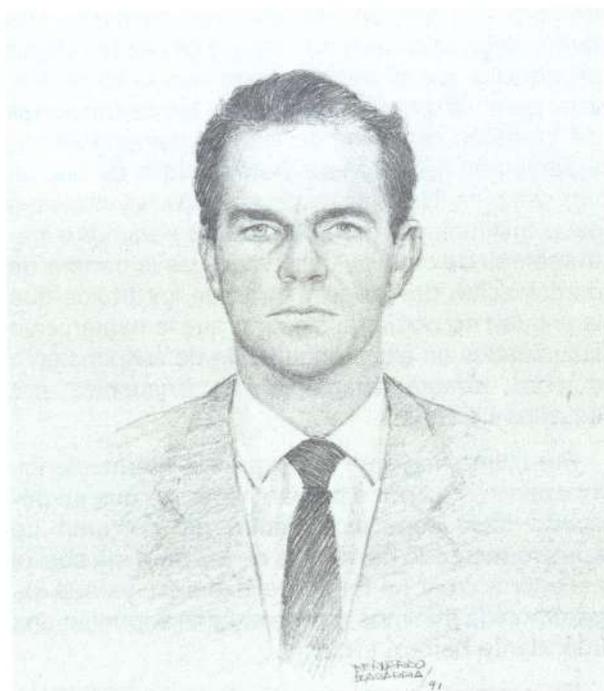
—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—En primer lugar, y de acuerdo con lo expresado al responder a la primera pregunta, una fiscalidad favorable y sencilla que el inversor normal pudiese entender con facilidad y que, no olvidemos la importancia de este requisito, resultase equiparable a la europea, la cual, por cierto, es prácticamente nula. Además, y de acuerdo con medidas muy recientes, es imprescindible asegurar la transparencia, profesionalidad e independencia de las sociedades gestoras.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—Yo creo que es una iniciativa elogiada, aun cuando quizá se observe alguna carencia en su puesta en práctica. Si tuviera que señalar una, diría que la campaña publicitaria ha sido muy poco afortunada y nada clara. De todas formas, conviene seguir apoyando esta iniciativa.

No es menos cierto que el Fondtesoro añade poco a un fondo de dinero normal y corriente, salvo el apoyo que supone el respaldo del Ministerio de Economía y Hacienda. Las restantes ventajas, especialmente la estabilidad y posibilidades de diversificar la colocación de deuda pública, son ventajas que juegan únicamente a favor del Tesoro. Pero es bien sabido que el Tesoro Público somos todos.



Fernando de RODA
Presidente de Safei Samedí

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Probablemente, todos, exceptuando los inversores, somos un poco responsables del escaso éxito que las distintas fórmulas de inversión colectiva han tenido en nuestro país. La Administración, en un primer momento, por una escasa atención al sector que se tradujo en una serie de prácticas viciosas que, unidas al descenso de los índices bursátiles, iniciado en 1974, echó por tierra todas las expectativas de desarrollo de las sociedades y fondos de inversión, los cuales estaban alcanzando niveles de popularidad considerables entre los ahorradores. Es preciso decir que, a partir de 1984 con la nueva ley, y con más intensidad desde el nacimiento de la CNMV, la inversión colectiva está siendo apoyada y defendida no sólo a través de una legislación más adecuada, sino también por una actitud de las autoridades de divulgar las ventajas de estas fórmulas de inversión entre los ahorradores.

También los intermediarios financieros aportan razones al escaso desarrollo. De una parte, el gran peso que las instituciones bancarias tienen en nuestro sistema financiero hace que el grado de independencia o de autonomía de los clientes res-

pecto a «su banco» sea más bien pequeño. Por tanto, es práctica muy normal que el cliente invierta en aquello que el banco quiere que lo haga. Por otra parte, el propio carácter de las instituciones de inversión colectiva, en las que los accionistas y partícipes tienen pocas posibilidades de que su voz sea oída, hizo que muchas entidades utilizaran estas instituciones como auténticos *parkings* o instrumentos de control, unas veces de la cartera de participación del grupo y otras de los títulos que la entidad no podía recolocar o que le habían sido adjudicados en algún expediente de suspensión o quiebra, desgraciadamente tan frecuentes por aquellos tiempos.

Por último, hay que decir que los intermediarios independientes poco podían hacer, ya que su pequeño peso específico dentro del conjunto de nuestro mercado de valores no les permitía casi ni acceder a crear un fondo de inversión, ya que los patrimonios mínimos que se exigían suponían una importante barrera inicial.

En cualquier caso, a partir de la promulgación de la nueva normativa de 1984, se aprecia un cambio en el sector, con una mayor profesionalidad de las entidades de crédito en lo referente a las fórmulas de inversión colectiva y con una Administración y unos gestores independientes cuyo peso ha aumentado en el sector, con bríos renovados para que la inversión colectiva alcance en este país el puesto que le corresponde.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—La importancia que el sector de inversión colectiva, incluyendo dentro de él los fondos de pensiones, tiene dentro de la economía de un país es, a mi juicio, una de las claves para lograr un mercado de valores más amplio, profundo y estable. Amplio, por cuanto a través de estas fórmulas se permite la canalización de un mayor volumen de ahorro particular hasta estos mercados, ahorro que bajo otras circunstancias quedaría, muy posiblemente, cautivo en entidades de crédito. Profundo, en el sentido de permitir un mejor cumplimiento de la función de los mercados de valores de financiar la actividad económica de las empresas necesitadas de recursos. Por último, estable, ya que el carácter profesional de los gestores de las diferentes instituciones de inversión colectiva hace que sus inversiones se orienten más a medio y largo plazo, por lo que las reacciones del mercado ante acontecimientos puntuales se verán atenuadas por la política de gestión llevada a cabo por los gestores. Este hecho se pudo ver claramente en Inglaterra

durante el *crash* de 1987, en el que el fuerte peso de clientela institucional —fondos de pensiones y de inversión, entre otros— fue la principal razón de que el índice F T de la Bolsa de Londres fuese uno de los menos afectados a escala mundial.

—¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—Creo que, posiblemente, el legislador ha creado ya el clima legal apropiado para el desarrollo de la inversión colectiva. Así, se han adoptado las medidas legales oportunas para evitar prácticas abusivas por parte de los promotores y gestoras de sociedades y fondos de inversión, y se han establecido medidas sobre información y control que hagan más transparentes a estas instituciones. El último paso, bien reciente, ha sido la modificación de la fiscalidad de las IIC, la cual ha permitido simplificar la tarea de explicar el verdadero rendimiento que un inversor obtenía a través de la inversión colectiva. Quizás únicamente quede la posibilidad de crear, bajo legislación española, algún tipo de institución prevista en otros países de la CEE (fondos paraguas).

Realmente, es la difusión y el conocimiento de las instituciones de inversión colectiva lo que está fallando. Es necesario para el éxito del sector que el ahorrador tome conciencia de las ventajas que le supone esta forma de ahorro.

La prensa y las autoridades económicas pueden ayudar en esta labor divulgativa, pero la clave realmente radica en la actitud de los intermediarios financieros. Dentro de éstos, los independientes y los extranjeros van a apoyar con gran entusiasmo la promoción de la inversión colectiva. Sin duda, puede ser determinante la postura de las entidades de crédito; bien si toman una postura activa, bien si lo reclama el cliente, su participación en la comercialización es clave para el desarrollo del sector, ya que no debemos olvidar el gran peso que estas entidades tienen entre los ahorradores. Ahora bien, en este contexto no debemos pasar por alto la iniciativa del Tesoro con los Fondtesoro, y pasamos así a la cuarta pregunta.

—¿Que opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—Realmente, creo que la aparición de los Fondtesoro puede ser muy positiva en diferentes sentidos. Por una parte, puede permitir al Tesoro acceder a los inversores con un instrumento de gran flexibilidad, con el cual va a conseguir el alarga-

miento de plazos que tradicionalmente ha buscado. Por otra parte, al inversor se le abre una nueva vía para invertir en deuda con una liquidez y en unas condiciones que, si bien actualmente se dan en el mercado mayorista, es difícil de encontrar en las relaciones del pequeño cliente con su gestora. Por último, y sin duda, el proyecto Fondtesoro puede ser el iniciador de un despegue de todo el sector de inversión colectiva. Por primera vez se está desarrollando una fuerte campaña publicitaria que, no nos olvidemos, va a explicar con todo detalle lo que son los fondos de inversión en general. Por tanto, de la asimilación por el inversor de las ventajas de los Fondtesoro van a beneficiarse no sólo éstos, sino todo el resto de fondos en general.

Para terminar, confiemos en que la campaña publicitaria alcance sus objetivos, que las catorce gestoras que han firmado el convenio sean capaces de difundir adecuadamente el producto y que se produzca un efecto imitación para el resto de las instituciones de inversión colectiva que les permita alcanzar la posición relativa que ocupan en los países más desarrollados.



José Antonio SANCHEZ-RICO BRUNED
Vicepresidente del Consejo de Administración
del Banco de Inversión, S. A.

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Existen varios factores, y de diversa índole, que han impedido un desarrollo adecuado desde que, en la década de los sesenta, se comenzó a desarrollar el marco legal de este tipo de instituciones.

Históricamente, los menores niveles de renta de los españoles, respecto a otros países desarrollados, han significado, lógicamente, un menor volumen de ahorro y, consecuentemente, un menor potencial para el desarrollo de productos canalizadores de inversión. Además, tras la crisis de los primeros años setenta, la tasa de ahorro se redujo de manera apreciable, no habiendo recuperado aún el nivel de los primeros años de la década de los setenta. Posiblemente, ello ha sido consecuencia de una desincentivación del ahorro desde el punto de vista fiscal, pero también del efecto de la fuerte inflación, sobre todo en los años setenta, que deterioraba rapidísimamente el ahorro que pudiera realizarse. Además, y quizá por ello, una parte muy importante del ahorro se dirigía hacia la compra de viviendas.

La fiscalidad ha sido otro factor que no ha facilitado el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva. Hasta fechas relativamente recientes, no han tenido estas entidades un tratamiento fiscal diferenciado y atractivo; además, la existencia de lagunas en la legislación fiscal, muy significativas hasta la aparición de la Ley de Activos Financieros, y aun después, no confería ningún atractivo a la inversión a través de este tipo de instrumentos.

Como tercer factor, y *quizá el más importante*, señalaría la actitud de las instituciones financieras: bancos y cajas de ahorros. Estas entidades, grandes captadoras del ahorro, han estado interesadas en canalizar éste hacia sus productos típicos (cuentas corrientes, cartillas, cuentas a plazo...) que les permitían costes bajos de su pasivo, incluso cuando pagaban extratipos, en una estrategia dirigida hacia el incremento de sus rúbricas de acreedores.

La denominada falta de cultura financiera del ahorrador español viene determinada, sin duda, por el escaso interés que han tenido las grandes instituciones financieras en promoverla, ni siquiera como base a su propia competencia. Ello contribuye a explicar ciertos hábitos del ahorrador español que resultarían inexplicables desde una perspectiva puramente financiera.

Tampoco se debería olvidar la mala experiencia de los escasos fondos de inversión mobiliaria, básicamente de renta variable. Estos, tras su primera expansión a finales de los años sesenta y principios de los setenta, quedaron colapsados ante la caída bursátil de la segunda mitad de esta última década, con pérdidas importantes para los inversores.

—*¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?*

—La aparición de nuevos inversores institucionales con entidad propia va a suponer fundamentalmente el desarrollo de un mercado de capitales eficiente. Al existir un sector de inversión colectiva fuerte, el mercado va a asignar más adecuadamente los recursos existentes al mejor precio posible.

El sistema financiero español ha descansado, en gran medida, en el mercado del crédito, controlado por bancos y cajas de ahorros. Los mercados de valores y otros mercados financieros han estado poco desarrollados, y también bajo el control de estas instituciones.

Ello ha significado (también aquí surge la falta de desarrollo de una cultura financiera) una finan-

ciación de las empresas que descansaba en el crédito, con criterios preferentes de corto plazo sobre el largo y de ser prestamistas frente a asumir participación en su capital. Sólo las grandes empresas tenían acceso a otros mercados financieros.

La aparición de nuevos inversores institucionales, con capacidad para asumir posiciones de largo plazo, así como participaciones en el capital, resulta altamente positiva para el desarrollo financiero del conjunto de los agentes de la economía española.

—*¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?*

—Uno de los factores que incentivaría el ahorro es la conciencia social de insuficiencia de la seguridad social y la necesidad de acumular recursos suficientes para el momento de la jubilación. Los análisis realizados en otros países, particularmente en Japón, señalan que este factor (asegurar el futuro tras la vida laboral) es determinante en la evolución de la tasa de ahorro. Sin embargo, el que este hecho objetivo favorezca o no el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva dependerá del tratamiento que estos instrumentos reciban desde el punto de vista legal, fiscal y de distribución.

Desde el punto de vista legal, sería necesario desarrollar otros tipos de instituciones de inversión colectiva en activos no mobiliarios, como fondos inmobiliarios, de arte, etc. Ello estimularía la posibilidad de inversión en activos alternativos, con una sistemática similar. De otra parte, también desde la perspectiva legal, el mayor grado de libertad de la normativa sobre coeficientes permitiría una mayor competencia y una gama de riesgos y posibilidades a ofrecer al inversor que estimularía su interés por estos instrumentos financieros.

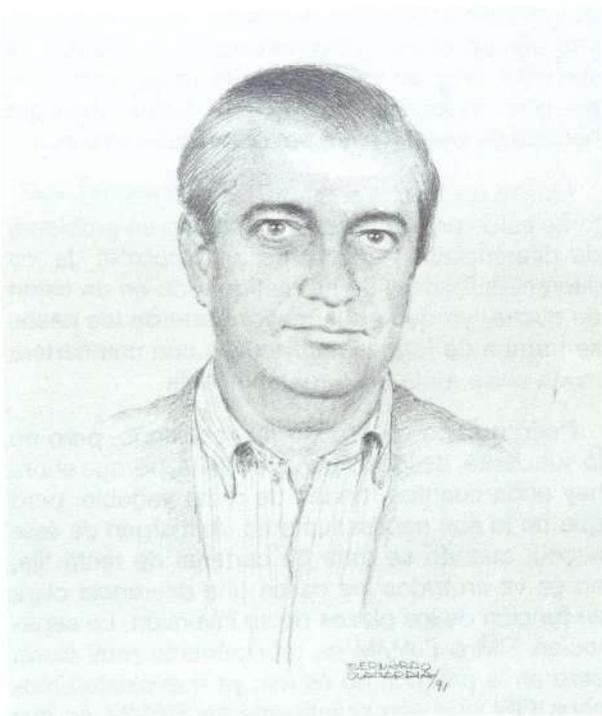
Desde el punto de vista fiscal, la situación actual, aun siendo razonable, podría mejorarse a través del tratamiento de plusvalías, doble imposición, etc. Pero, ante todo, es necesario no primar fiscalmente otros instrumentos que resultan menos dinámicos desde el punto de vista del desarrollo financiero, como podría ser el caso de la propuesta de «plan de ahorro popular del nuevo IRPF».

Finalmente, la acción de promoción y comercialización de este tipo de productos financieros resulta un elemento fundamental para su desarrollo futuro. Sería, en definitiva, estimular y mejorar la cultura financiera del país.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—Desde el punto de vista del Tesoro, es una operación buena para la captación de ahorro hacia sus propias emisiones, entrando de lleno en el mercado minorista. Podría achacársele una cierta competencia desleal, porque aplica recursos con cargo al Presupuesto del Estado para la promoción y comercialización de un producto que compite en el mercado con otros de iniciativa privada que no tienen acceso a esos recursos presupuestarios.

Desde el punto de vista estrictamente técnico, la rentabilidad de este tipo de fondos, con gestores similares, será siempre inferior a otros fondos con valores que tienen mayor retribución. Además, al menos desde el punto de vista teórico, tienen un mayor riesgo de tipos de interés al proceder todos los activos de un mismo emisor, aunque éste sea el Estado.



Iñigo SANGRO

Director de Inversiones de Seguros Bilbao
Director General de GESAMEV

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Por lo que respecta a los fondos de dinero, el desarrollo no ha sido tan escaso, y esto se debe, probablemente, a dos grandes factores. En primer lugar, al incremento de la cultura financiera de los potenciales usuarios. En segundo término, a las mayores exigencias y a la competencia que ha existido por captar pasivo por parte de las instituciones financieras.

Respecto a lo que considero que, a largo plazo, es la parte más importante de los fondos de inversión o de las instituciones de inversión colectiva, el desarrollo ha sido escaso. Las razones son varias y apuntan desde tiempo atrás. Primero, cuando se constituyeron los primeros fondos de inversión en España, su auge coincidió con la crisis de la Bolsa de los años setenta. Se trataba de fondos de renta variable que inicialmente se beneficiaron del *boom* de la Bolsa y que fueron muy atractivos por las plusvalías que reportaban. Posteriormente, cambiaron las tornas, y los participes se vieron afecta-

dos por los problemas derivados de las minusvalías que se dieron. El problema de la liquidez se solventó, en gran medida, por el apoyo institucional, pero los fondos de inversión sufrieron una clara pérdida de imagen entre sus potenciales usuarios.

Más tarde, en una segunda fase del relanzamiento de estos productos, se ha añadido un problema de diferenciación en cuanto a la filosofía de los diferentes fondos. Se ha metido todo en un cajón de sastre, ya que en la mayor parte de los casos se trataba de fondos multiactivos con una cartera mixta entre renta fija y renta variable.

Poco a poco se han ido diferenciando, pero no lo suficiente, desde mi punto de vista, porque ahora hay unos cuantos fondos de renta variable, pero que no lo son necesariamente. Al margen de este hecho, cuando se trata de carteras de renta fija, no se ve en todos los casos una diferencia clara en función de los plazos de su inversión. La separación FIM o FIAMM es teóricamente muy clara, pero en la práctica no es así, ya que existen muchos FIM que son prácticamente FIAMM en sus actuaciones.

Volviendo al contexto inicial de la pregunta, la subida de tipos de interés coincidente con el relanzamiento de los fondos de inversión, por lo que afecta a la de renta fija, ha provocado que sus rentabilidades por diferencia de valor liquidativo hayan sido muy inferiores a la rentabilidad de una letra del Tesoro. Esto, que para un profesional es relativamente fácil de comprender y explicar, es difícil de vender a un potencial usuario.

Desde el punto de vista del marco legal, se ha desarrollado de forma muy amplia un sistema de garantías para los partícipes que de alguna manera encorseta la capacidad de actuación de los gestores. Todo el proceso legal ha culminado con notable éxito, pero el que se haya desarrollado tan lentamente ha sido una traba, porque el potencial suscriptor no ha sabido a qué atenerse. Ahora, con la Ley de Presupuestos Generales del Estado de 1991, se ha modificado la fiscalidad, entre otros puntos, a través de la reducción del tipo del impuesto de sociedades del 13 al 1 por 100. Este es un paso positivo porque, aun cuando no mejora desde un punto de vista teórico la fiscalidad final del suscriptor de participaciones, es mucho más simple y fácil de explicar a la hora de comercializar un fondo. Falta, eso sí, por conocerse la parte que debe aportar el proyecto de Ley del IRPF, que si es como se espera, será absolutamente definitiva para el desarrollo, entre otros tipos de ahorro, del ahorro en instituciones de inversión colectiva.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—En primer lugar, distinguiría entre los efectos que se refieren al sistema financiero y los que atañen al inversor. En lo que respecta al sistema financiero en sí, haría otra subdivisión entre el mercado de renta variable y el de renta fija.

En el mercado de renta variable, el desarrollo de un sector de inversión colectiva potente debería dar una mayor estabilidad a estos mercados y, en cualquier caso, un incremento de la profesionalidad en la gestión. Tengo mis dudas, porque son nacientes en España, sobre las consecuencias indirectas. Va a nacer un mercado de futuros en Bolsa, y esto tendría unas consecuencias más inmediatas entre profesionales que gestionan las carteras de las instituciones de inversión colectiva que entre los inversores privados.

¿En qué medida puede esto aumentar la estabilidad de los mercados de renta variable o, por el contrario, desestabilizarlos? No me atrevo a sacar conclusiones, pero lo que sí sé es que los mercados de futuros van a estar más potenciados a través de los profesionales que gestionan las instituciones de inversión colectiva que si las decisiones de inversión las tomasen los propios inversores finales, canalizándolas de forma clásica por medio de órdenes de compra y de venta cursadas en sus intermediarios habituales.

En el mercado de renta fija, una de las consecuencias más directas será el alargamiento de los plazos de los emisores, propiciado por la mayor presencia de unos gestores profesionales.

Este punto está indirectamente relacionado con la clarificación del plazo de inversión de la cartera, sobre todo en lo que se refiere a los FIM. Es importante que, a la hora de vender participaciones en un fondo, este punto quede lo suficientemente explicitado o que, por lo menos, se publique cuál es la vida media de sus inversiones. De esta forma, será el propio cliente, bien asesorado, el que decida si está jugando a un contexto de tipos al alza o a la baja, con un fondo a corto o a largo plazo.

En el momento en que esto se produzca, pienso que muchos inversores preferirán no ser especulativos, optando por participar en carteras enfocadas a largo plazo. Este punto ayudará a espaciar los plazos de financiación del sistema financiero. Asimismo, si la gestión está en manos de profesionales manejando grandes volúmenes, los mercados secundarios se irán desarrollando.

Como contrapartida para los clientes, un sector

de inversión colectiva potente fomentará el ahorro en la medida en la que se vayan dando otro tipo de facilidades fiscales, y ampliará las posibilidades de elección al incrementarse el número de fondos.

—*¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?*

—Básicamente, se puede afirmar que ya ha concluido el proceso normativo, con el Reglamento y el Real Decreto de normas de valoración y contables. Las medidas más trascendentes de cara a los partícipes son las fiscales. Por un lado, ya se han modificado éstas con la Ley de Presupuestos, no en el sentido de una mejora, pero sí en un aspecto muy importante, como es el de la simplificación, que al final redundará en una mayor transparencia a la hora de vender los fondos a los inversores. Falta por saber el tratamiento que se dé en la Ley del IRPF a las plusvalías. Un punto éste que ayudará notablemente a los fondos de inversión, por cuanto si el tratamiento es igual para otro tipo de activos, y en concreto para las acciones cotizadas, permitirá que el titular de las participaciones decida en cada momento qué plusvalía quiere materializar y cuáles son los plazos que más le convienen, para adaptarlos a su fiscalidad específica.

En otro frente, sería conveniente conseguir un acuerdo, probablemente a través de Inverco, al objeto de clarificar cuáles son los distintos tipos de fondos de inversión, o al menos que en las clasificaciones que se publican se recoja, de forma muy clara, la vida media de la cartera de cada fondo y, eventualmente, se podría llegar a una valoración de los riesgos. En el momento en el que haya sociedades de *rating* en España, sería conveniente que el partícipe supiese que la mayor o menor rentabilidad de un fondo se debe, por un lado, a una mayor o menor vida media de su cartera y, por otro, a un mayor o menor nivel de riesgo de las inversiones que la componen.

—*¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?*

—Es una muy buena iniciativa; entre otras razones, porque existe el compromiso de una campaña publicitaria muy amplia de difusión del producto. El Tesoro está embarcado en una batalla por difundir sus valores entre los inversores particulares, y probablemente en el contexto de este lanzamiento hayan comprobado que existían algunas trabas. Por ejemplo, las grandes instituciones financieras, acostumbradas a unos márgenes legales pero muy

elevados, impedían el acceso de los particulares a las rentabilidades reales que se podían conseguir en el mercado de deuda pública. Con el lanzamiento de los Fondtesoro, este punto se irá clarificando, a la vez que se mejorará la comercialización de los valores del Tesoro a través de un incremento de la liquidez, sobre todo en los valores a medio y largo plazo, a través de los FIM. Estos puntos van a influir en el alargamiento de los plazos de amortización de la deuda pública.

COLABORADORES DE ESTE NUMERO

ALBELLA AMIGO, Sebastián. Treinta y tres años. Abogado. Ha desempeñado hasta septiembre de 1991 el cargo de Secretario del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Abogado del Estado, anteriormente ocupó otros puestos al servicio de la Administración del Estado, como los de Vocal Asesor en el Gabinete del Ministro de Economía y Hacienda (1985-1986), Jefe de la Asesoría Jurídica de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (1986-1987) y Subdirector General de Legislación y Política Financiera en dicha Dirección General (1988). Ha sido Secretario del Consejo de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Castilla-La Mancha (1985-1987), Consejero de Minas de Almadén y Arrayanes, S. A. (1986-1988), Consejero del Banco Hipotecario de España (1988), miembro del Comité Consultivo Bancario de la CEE (1987-1988) y Vocal de la Junta Consultiva de Contratación Administrativa (1986-1987).

AZCOITIA LORENTE, Gonzalo. Nació en Madrid en 1959. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente es Director del Departamento de Asesoramiento de Inversiones de la Sociedad de Valores SAFEI-SAMEDI. Ha trabajado en el equipo de Corporate Banking & Finance de Midland Bank plc y en el departamento financiero de Dow Chemical Ibérica.

BORQUE IBARRA, Jesús. Tiene cuarenta y dos años. Es Ingeniero Industrial (especialidad Organización de Empresas). Diplomado por l'Ecole Nationale d'Administration francesa (ENA). Inspector de Finanzas del Estado (excedente). Ha trabajado en el Departamento de Planificación Financiera de la Empresa Nacional del Uranio, S. A. Ha sido Jefe de la Inspección Financiera del Estado en la Comunidad Autónoma de La Rioja. Desde el 1 de mayo de 1988 es Consejero-Director General de SAFEI.

CONTHE GUTIERREZ, Manuel. Nació en Madrid en 1954. Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, ingresó por oposición, en 1978, en el Cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado. Desde febrero de 1979 a junio de 1981 ocupó diversos destinos en el Ministerio de Comercio. Fue representante de España en el Banco Interamericano de Desarrollo, en Washington, desde julio de 1981 a julio de 1984, año en que es nombrado Jefe del Servicio de Instituciones Multilaterales de Desarrollo del Ministerio de Economía y Hacienda. En diciembre de 1984 es nombrado Subdirector de Financiación Exterior del Tesoro hasta diciembre de 1986, fecha en la que fue nombrado Director General de Transacciones Exteriores. Desde octubre de 1988 es Director General del Tesoro y Política Financiera y, en calidad de tal, Consejero del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como miembro del Comité Monetario de la CEE.

CONTRERAS GOMEZ, Carlos. Nació en Madrid en 1960. Licenciado y Doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid. Master of Science in Economics por la Universidad de York (U.K). Es profesor titular de la Universidad Complutense de Madrid. En la actualidad es Director General de Gesmadrid, sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva.

CROSSIER, Luis Carlos. Nació hace cuarenta años en Arucas, provincia de Las Palmas. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y graduado de tercer ciclo por la Universidad de París-Sorbonne. Fue Profesor encargado del tercer curso de Política Económica en la Universidad Complutense de Madrid, puesto que dejó para ingresar en el Cuerpo General Técnico de la Administración Civil del Estado. Posteriormente fue Subdirector General Jefe de la Oficina Presupuestaria del Ministerio de Industria y Energía, Presidente del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI). Presidente del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), Presidente del Registro de la Propiedad Industrial (RPI) y Presidente del Instituto Nacional de Industria. Dejó este último cargo al ser nombrado Ministro de Industria y Energía. Actualmente es Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

FERNANDEZ-RAÑADA DE LA GANDARA, Pedro. Natural de Solares (Cantabria). Es Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Inspector de Finanzas del Estado procedente del Cuerpo de Inspectores Financieros y Tributarios, desempeñó funciones de inspección fiscal y financiera en el Ministerio de Economía y Hacienda; con posterioridad fue Subdirector General de Financiación Interior y Mercado de Capitales de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y Director General de Seguros. Ha sido profesor en la Escuela de Inspección Financiera y en la Universidad de Alcalá de Henares y Consejero Delegado de un banco privado. Actualmente es Consejero Delegado de Gestor Inversiones.

GARCIA ALONSO, José María. Cuarenta y seis años de edad, nacido en Nava de la Asunción (Segovia). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid, García Alonso estuvo varios años en la Subdirección de Entidades Financieras del Ministerio de Economía y fue nombrado Director General de Seguros en agosto de 1984. En octubre de 1985 ocupó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, por lo que actuó de Consejero en el Banco de España, en el Banco de Crédito Industrial y en el Instituto de Crédito Oficial, así como de representante español en el Comité Monetario Europeo. Más tarde fue nombrado Subsecretario de Economía y Hacienda. Actualmente es Consejero Delegado de la Corporación Financiera de la Caja de Ahorros de Madrid y Presidente de las empresas que la componen.

GARRIDO SANCHEZ, Ignacio. Nacido en Jarandilla de la Vera (Cáceres). Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Economista titulado del Banco de España. Actualmente, es Subdirector General de la Deuda Pública, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda.

MAYORGA SANCHEZ, Juan Antonio. Nacido en Madrid en 1947. Licenciado en Ciencias Económicas y Graduado Social. Diplomado por el IESE. Ha desarrollado su actividad profesional durante quince años en el sector privado, siempre en asuntos relacionados con el mundo financiero. En el período 1981-1987 fue director financiero de la empresa pública Mercamadrid. Desde 1989 es Director de la División de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

MENDEZ LOPEZ, José Luis. Cuarenta y dos años. Es Director General de Caixa Galicia desde 1981. Cursó estudios empresariales y de Ciencias Económicas. Durante algunos años se dedicó a la docencia en la cátedra de Hacienda Pública, en la Complutense, y de Teoría Económica en la Universidad de Santiago. Comenzó su andadura profesional en el mundo de la banca en el Departamento de Inversiones del Banco del Noroeste. En 1977 se incorpora al sector de las cajas, al ser nombrado Director General de la Caja de Ahorros del Ferrol. Tras seis meses, se produce la fusión de la Caja de Ahorros de La Coruña con la de Ferrol, naciendo la Caja de Ahorros de Galicia, a la que se incorpora como Director Adjunto. Es, además, Presidente del Consorcio General Financiero Caixa Galicia, de Bia Galicia y del Grupo Ahorro Corporación; Vicepresidente de CASER (Caja de Seguros Reunidos); Consejero de INTERCASER, de Unión Eléctrica Fenosa, de Bred International Luxemburgo y del Grupo portugués Espírito Santo Sociedade de Investimentos, S. A. (ESSI).

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a octubre de 1985, desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. Desde julio de 1989 es Presidente de BBV-Interactivos, la sociedad de Valores y Bolsa del grupo Bilbao-Vizcaya.

PEREZ FERNANDEZ, José. Director General del Banco de España. Ha sido profesor de Teoría Económica en la Universidad Complutense; Subjefe de Estudios Monetarios y Financieros, Jefe de Estudios Económicos y Coyuntura, Jefe de Operaciones y Subdirector General en el Banco de España. Actualmente dirige el Servicio de Estudios de esta entidad.

RAMIREZ MEDINA, Eduardo. Es Licenciado en Derecho e Inspector de Finanzas del Estado. Ha desempeñado diversos puestos en la Inspección Territorial y posteriormente en la Dirección General de Tributos, en la que actualmente desempeña el puesto de Subdirector General de Tributación de las Operaciones Financieras. Es colaborador del Instituto de Estudios Fiscales y profesor de la Escuela de Hacienda Pública. Habitual conferenciante, es autor de numerosas publicaciones relativas, en su mayoría, a fiscalidad de operaciones financieras.

DE RODA LAMSFUS, Fernando. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao, Corredor de Comercio (en excedencia), Consejero Delegado de SAFEI, Inversiones y Estudios Financieros, S. A., y Presidente de S. A. Mediación Dinero, Samedi «SMMD».

SANCHEZ-RICO BRUNET, José Antonio. Tiene cuarenta y seis años. Es Licenciado en Ciencias Económicas, rama de empresas, por la Universidad Complutense de Madrid y Censor Jurado de Cuentas. Veinte años de experiencia en el sector financiero. En la actualidad es Vicepresidente del Consejo de Administración del Banco Inversión, S. A.

SANGRO DE LINIERS, Iñigo. Licenciado en Ciencias Económicas. Director General de GESAMEV, sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva.

**CAJAS DE AHORROS
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS
DEL MEDITERRANEO
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALICANTE Y VALENCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS
DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE AHORROS
Y PENSIONES
DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

BILBAO BIZKAIA KUTXA
BILBAO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DEL CIRCULO CATOLICO
DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL
DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA
CACERES

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS
DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS
DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORRO PROVINCIAL
DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES
LEON

CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

UNICAJA
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL
DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS
DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL
DE PAMPLONA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS
DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
DE SALAMANCA Y SORIA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZCOA
Y SAN SEBASTIAN
SAN SEBASTIAN

CAJA GENERAL DE AHORROS
DE CANARIAS
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS
DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS
DE HUELVA Y SEVILLA
SEVILLA

CAJA SAN FERNANDO
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORRO PROVINCIAL
DE TOLEDO
TOLEDO

CAJA DE AHORROS DE VALENCIA
VALENCIA

CAIXA VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES
(BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
DE VITORIA Y ALAVA (CAJA VITAL)
VITORIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA,
ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA)
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS
DE LA INMACULADA DE ARAGON
ZARAGOZA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 42. España, una economía de servicios.
- N.º 43. Política monetaria y sistema financiero español.
- N.º 44. Transformación financiera en España.
- N.º 45. La España desigual de las Autonomías
- N.º 46. Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
- N.º 47. Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro

Suplementos sobre el sistema financiero de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 29. Nuevos mercados financieros y gestión de tesorería.
- N.º 30/31. Ordenación financiera de las Comunidades Autónomas. Cajas de Ahorros.
- N.º 32. La fiscalidad de las operaciones y mercados financieros.
- N.º 33. Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros.
- N.º 34. La nueva Bolsa.
- N.º 35. La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

- N.º 6. Navarra.
- N.º 7. Murcia.
- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 1. La política agrícola común y su aplicación en España.
- N.º 2. El debate sobre la flexibilidad del mercado de trabajo.
- N.º 3. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA
ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 39/40: La Empresa Privada en España
Núm. 41: Integración en la CEE
y Política Económica de los Noventa
Núm. 42: España: Una Economía de Servicios
Núm. 43: Política Monetaria
y Sistema Financiero Español
Núm. 44: Transformación Financiera en España
Núm. 45: La España desigual de las Autonomías
Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»
Juan Hurtado de Mendoza, 14, 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

<input type="checkbox"/>	AÑO 1990		
<input type="checkbox"/>	Número suelto	2.000 (*)	
<input type="checkbox"/>	Suscripción números 42, 43, 44, 45	6.300 (*)	
<input type="checkbox"/>	Extranjero	7.300	
<input type="checkbox"/>	AÑO 1991		
<input type="checkbox"/>	Número suelto	2.000 (*)	
<input type="checkbox"/>	Suscripción números 46, 47, 48, 49	6.800 (*)	
<input type="checkbox"/>	Extranjero	8.000	
		(*) Incluido 6 % I.V.A.	
El pago lo efectuaré:			
<input type="checkbox"/>	Contra reembolso del primer envío	<input type="checkbox"/>	Giro postal Núm.
<input type="checkbox"/>	Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)	<input type="checkbox"/>	Talón bancario adjunto.
	Nombre o Razón Social		
	Actividad o Departamento		
	Domicilio		Teléfono
	Ciudad		D.P. Provincia o país
	Fecha		Firma o sello,

