

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## FONDOS DE INVERSION

UNA INDUSTRIA EN AUJE



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

## INTRODUCCIÓN

La extraordinaria expansión que han experimentado los fondos de inversión en nuestro país en los últimos años ha sido, posiblemente, el fenómeno financiero más espectacular y que ha incidido de manera más profunda en los hábitos inversores del gran público. No puede, pues, extrañar la gran cantidad de trabajos que se han venido ocupando del análisis de los fondos y de las razones de su éxito.

Pero, a nuestro entender, faltaba ocuparse de ellos desde otra perspectiva; la que se refiere a la consideración de los fondos de inversión como una *industria*, poniendo el acento no tanto en la visión que del fondo tiene el inversionista cuanto en su propio funcionamiento empresarial, como entidad que interviene en un proceso de prestación de determinados servicios.

La razón de la aplicación de este enfoque no sólo se justifica —aunque eso ya sería suficiente— por el deseo de ofrecer un ángulo de visión que completa las aportaciones ya realizadas en el análisis de estas instituciones, sino también porque brinda la oportunidad de someter a un análisis riguroso el comportamiento de las entidades gestoras de los fondos, que es un aspecto mucho menos tratado por la doctrina y sobre el que ahora se ofrece cumplida información.

En este sentido, dos de los trabajos que integran este número se dedican, por una parte, al análisis de las sociedades gestoras de los fondos y, por otra, a determinar en qué medida el mercado de los fondos de inversión es un mercado competitivo o si, por el contrario, las barreras de entrada y de salida hacen de él un mercado contestable.

**Juan Antonio Mayorga Sánchez y José María Marcos Bermejo** en su análisis de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva estudian los datos estadísticos del sector, y el balance y cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas y las condiciones del mercado en que estas instituciones se mueven.

Por su parte, **Francisco Luis de Vera Santana** trata de analizar en qué medida los fondos de inversión operan en un entorno competitivo y, en este

aspecto, la evidencia manejada en el artículo no permite afirmar que exista competencia perfecta, a pesar de las características que se observan: homogeneidad del producto, transparencia y elevado número de oferentes.

Ahora bien, la segunda cuestión que habría de ser objeto de análisis era la correspondiente a un aspecto fundamental: la relación entre las rentabilidades que obtienen los partícipes en los fondos y los costes que su inversión lleva aparejados.

No es insuficiente la observación de que las comisiones que cobran las entidades gestoras son exclusivamente altas y que las rentabilidades son bajas, de modo que el elemento fundamental determinante del éxito de los fondos ha de buscarse fuera de ellos, en un régimen fiscal que los ha convertido en uno de los escasos refugios que la legislación deja a los contribuyentes. Son también ahora **Juan Antonio Mayorga y José María Marcos** quienes, con rigor, realizan un detallado y clarificador análisis de este problema.

Por su parte, **Carlos Contreras** aborda un tema polémico: el de los fondos garantizados. Como señala el autor, en el ámbito de los fondos de inversión de renta fija, los fondos garantizados han venido a satisfacer la demanda de ahorradores con elevada aversión al riesgo, vocación de permanencia en el vehículo de inversión elegido y menor valoración de la liquidez. En definitiva, el fondo garantizado supone aceptar una menor rentabilidad a cambio de la garantía de poder vender las participaciones a un valor determinado y en un vencimiento concreto. El problema que, respecto de estos instrumentos financieros, se ha suscitado es, justamente, el de su régimen fiscal, ya que la Dirección General de Tributos considera que, según la forma en que se articule el fondo garantizado, pueden darse supuestos en los que el régimen de los beneficios obtenidos no sea el de incrementos de patrimonio, sino rendimientos del capital mobiliario, con las consecuentes diferencias de régimen fiscal.

Como vemos, pues, el régimen fiscal resulta absolutamente determinante del desarrollo y del éxito de los instrumentos objeto de análisis, y por

ello se dedica un trabajo —el de **Angel Esteban Paúl**— a la descripción detallada de la fiscalidad de las instituciones de inversión colectiva, recogiendo en él las recientes modificaciones introducidas por el Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio.

Por último, **Juan Ramón Fernández de Larrinoa** ofrece algunas consideraciones sobre cuál puede ser el futuro desarrollo de la inversión colectiva en España, atendiendo fundamentalmente a la necesaria ampliación de la contratación a nuevos activos y a la introducción, por parte de las sociedades gestoras, de elementos innovadores que potencien las posibilidades del mercado.

El acostumbrado repertorio de opiniones ha sido realizado en esta ocasión por **María Luisa Atarés** que ha recogido el sentir de un grupo escogido de profesionales y expertos. Son éstos: **Prosper Lamotte, Javier Zoido, Manuel Menéndez, Luis Carreira, Asunción Ortega, Tomás Martín-Peñato y Mariano Rabadán**. Sus nombres, bien conocidos en el mundo financiero, avalan el interés de sus opiniones.

Por último, se incluye una selección legislativa actualizada que, entendemos, pone a disposición de los lectores el bloque de las más importantes normas reguladoras de las instituciones de inversión colectiva.

# LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Juan Antonio Mayorga Sánchez  
José María Marcos Bermejo

## I. INTRODUCCIÓN

Las elevadas cifras alcanzadas por los fondos de inversión en nuestro país, tanto en volumen de patrimonio como en número de partícipes, hacen que la labor de las entidades que los gestionan y administran, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (en adelante, SGIIIC), tengan una gran importancia dentro del sistema financiero. A pesar de ello, no se ha realizado hasta la fecha un análisis del conjunto del sector tratando de describir sus características. A intentar cubrir esta carencia está dedicado el presente artículo.

Consta éste de tres partes diferenciadas, aunque relacionadas entre sí. En la primera, se analizan los datos estadísticos del sector, intentando extraer los aspectos más destacados del mismo; en la segunda, se estudian sus características económico-financieras, a través del análisis del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidados; en la tercera, se trata de las condiciones del mercado en el que las SGIIIC se mueven.

Si bien las SGIIIC gestionan también, además de fondos de inversión, sociedades de inversión mobiliaria, la importancia de esta actividad es bastante reducida, por lo que no se ha tenido en cuenta de manera específica. Por lo demás, indicar que el trabajo no tiene ánimo de exhaustividad, aunque puede tener la ya indicada virtud de ser la primera vez que se hace un estudio de este tipo sobre el sector.

## II. ANÁLISIS ESTADÍSTICO

Resulta evidente que cualquier estudio del comportamiento de un sector de la actividad económica debe partir de un análisis lo más profundo posible de la información estadística disponible sobre él. Este apartado está dedicado a esta tarea, aunque sin pretender suplir la realización de otras aproximaciones que puedan efectuarse. Antes de comenzar con la exposición, hemos de aclarar que en ocasiones trataremos de analizar las peculiaridades de

los participantes en el sector en función del grupo económico al que pertenezcan sus respectivas matrices. A estos efectos, normalmente limitaremos tal agrupación a cuatro categorías: bancos, cajas, sociedades y agencias de valores, y otros. En general, el grupo de «otros» integra a participantes muy heterogéneos (grupos de compañías aseguradoras, de cooperativas de crédito e independientes), por lo que no resulta posible extraer conclusiones globales sobre su comportamiento. Además, su importancia en el conjunto de la industria no es demasiado significativa.

Una precisión adicional. Cuando la información se refiere a una serie temporal, se recoge la situación de cada participante en el mercado en función de sus características al fin de cada año en cuestión, con independencia de que posteriormente cambie la naturaleza del grupo económico al que pertenece. Esto implica que los cambios que se observen a lo largo del tiempo no sólo tienen su origen en la evolución de las entidades encuadradas en una determinada categoría, sino que también pueden venir explicados por reclasificaciones de las entidades incluidas en cada una de ellas.

### 1. Número y tamaño de las SGIIIC

Dos elementos claves para interpretar los términos en que se plantea la competencia en un sector económico son el número de empresas que intervienen en él y su tamaño relativo. En general, puede esperarse que cuanto mayor sea el número de participantes exista más competencia entre ellos (el extremo opuesto sería la existencia de monopolios, en los que la competencia es nula), por lo que la asignación de precios debería ser más eficiente.

Menos claro es el efecto del tamaño de las entidades sobre la competencia interna de los sectores de actividad. En principio, podría esperarse que a mayor similitud en el tamaño de las empresas de un sector, la competencia entre ellas sea más intensa, puesto que todas tendrían similares medios disponibles para intentar ganar cuota de mercado. Sin embargo, para determinados tipos de actividad, es po-

sible que la existencia de pequeños participantes dinamice la competencia interna, en la medida en que las empresas de menor tamaño podrían estar dispuestas a reducir los márgenes habituales del sector para incrementar su participación en el negocio, lo cual podría obligar a las líderes a conformarse con menores tasas de rentabilidad, tal como apunta Porter (1980).

El cuadro núm. 1 recoge la evolución del número de SGIIC desde 1990, e identifica cuántas de ellas administraban, al final de cada año, algún fondo de inversión. Pero antes de analizar los datos en él contenidos, conviene hacer dos matizaciones:

1.<sup>a</sup> Que de las 136 entidades registradas en la CNMV a finales de 1995 no todas ellas administraban alguna IIC de carácter mobiliario. Concretamente, once SGIIC no tenían ningún patrimonio mobiliario gestionado a dicha fecha, bien por tratarse de gestoras de fondos inmobiliarios (tres), o porque cesaron en la administración de fondos durante el ejercicio (cuatro), o porque no llegaron a ejercer tal actividad en ningún momento del año (cuatro).

2.<sup>a</sup> Que existe un reducido número de grupos económicos que cuentan con más de una entidad gestora. Esta situación se limita a algunos de los grandes grupos de entidades de crédito: seis de ellos son propietarios, en conjunto, de dieciséis SGIIC. Pueden identificarse dos causas que explican la coexistencia de varias entidades dedicadas al mismo sector de actividad dentro del mismo grupo. En unos casos, sería consecuencia de los procesos de fusión que se han producido en el sector bancario español en los últimos ejercicios; en otros, la existencia de entidades con distinto enfoque comercial (banca privada, banca de negocios, etc.) podría ser la justificación de la situación apuntada. En los análisis efectuados, se han considerado como independientes a las diferentes gestoras que se encuadran en una misma matriz, pues ésta parece ser la situación que más se ajusta a la realidad. Por lo general, cada una de tales gestoras tiene su propio equipo, y no se aprecian estrategias conjuntas entre las pertenecientes al mismo grupo económico.

Al margen de estas dos precisiones, en el citado cuadro núm. 1, se aprecia que el crecimiento en el número de SGIIC ha sido mucho menor que el relativo al número de fondos que administran en conjunto, y que el incremento del patrimonio de éstos. Incluso puede señalarse cierto estancamiento en 1992, que se transforma en descenso a partir de 1994. La estabilidad en su número puede ser entendida como un signo de consolidación del sector, no siendo previsible que se produzcan entradas significativas de nuevos competidores a corto plazo, lo cual resulta lógico si se tiene en cuenta que la práctica totalidad de grupos económicos dedicados a la actividad de carácter financiero en nuestro país, con alguna importancia en términos cuantitativos, ya están presentes en este negocio. Sin embargo, esta estabilidad en el número de entidades debe matizarse en cierta medida, puesto que no son del todo infrecuentes los cambios de titularidad en su accionariado. Es decir, sí existe un reducido número de incorporaciones de nuevos participantes mediante la compra de SGIIC. En general, tales situaciones se producen en SGIIC inactivas o cuyo reducido éxito comercial les impide obtener tasas de remuneración adecuadas a los recursos aportados por sus accionistas.

La existencia de una cifra tan elevada de entidades (136, ó 125, si se tienen en cuenta las matizaciones que se han apuntado más arriba) permitiría pensar en un sector muy competitivo, y que la traducción de esa competitividad fuese una reducción de costes para los partícipes de los fondos. Sin embargo, la evidencia derivada del análisis de la información disponible no permite sostener ninguna de tales suposiciones, tal y como se verá más adelante.

En el citado cuadro núm. 1 se ha incluido información sobre el número de fondos, su patrimonio global y sus partícipes para dar una idea del cambio que se ha producido en la configuración del negocio de las SGIIC durante el período analizado. El patrimonio total gestionado se ha multiplicado por 10,5 en estos años, mientras que la cifra de inversores lo ha hecho por 5,2. Ambos datos muestran la magni-

CUADRO NÚM. 1  
DATOS GLOBALES DEL SECTOR

Año	Núm. SGIIC	Núm. SGIIC con fondos gestionados	Núm. fondos	Núm. fondos/gestora	Patrimonio (1)	Patrimonio medio gestora (1)	Participes (2)	Núm. participes/gestora (2)
1990 .....	125	N/D	268	2,1	1.162.534	9.300,27	569.965	4.559,72
1991 .....	134	124	373	3,0	3.870.059	31.210,15	1.145.169	9.235,23
1992 .....	143	127	477	3,8	6.280.365	49.451,69	1.677.223	13.206,48
1993 .....	144	131	571	4,4	10.294.571	78.584,51	2.548.306	19.452,72
1994 .....	136	127	666	5,2	11.249.569	88.579,28	2.796.636	22.020,76
1995 .....	136	125	756	6,0	12.193.120	97.544,96	2.945.515	23.564,12

(1) Cifras en millones.

(2) Cifras en unidades.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

tud del crecimiento que se ha producido en el sector. Por lo que respecta al incremento en el número de fondos, su intensidad ha sido sensiblemente menor, pues sólo se han multiplicado por 2,8. Ello resulta lógico, ya que las aportaciones de los inversores se dirigen a todos los fondos existentes en el mercado, y no necesariamente hacia los de nueva constitución. En general, el principal interés de los promotores por lanzar al mercado nuevos fondos es el de diversificar su oferta, tanto en lo relativo a la orientación inversora de los fondos como en el segmento de inversores hacia quienes van dirigidos.

Quizá la situación apuntada, fuerte crecimiento en todo el sector, sea una de las explicaciones del reducido nivel de competencia, en términos de precio, que se observa en él. En la medida en que han existido aportaciones importantes de los inversores, las entidades gestoras han podido incrementar sus cifras de negocio de manera significativa sin tener que entrar en una competencia abierta por sus cuotas de mercado. Evidentemente, ésta no sería la única explicación de tal fenómeno, ya que existen otras circunstancias (la cautividad fiscal de los ahorradores vigente durante los años analizados, por ejemplo) que podrían haber desincentivado los esfuerzos por captar cuota de mercado de los competidores, puesto que la penalización fiscal por el cambio de fondo, habría hecho baldíos tales esfuerzos. Con tal condicionante, el único ámbito en el que resultaría efectiva la competencia sería el de la captación de las nuevas aportaciones que se produzcan, y ello también con ciertas limitaciones, puesto que, en general, las aportaciones de los inversores que ya tengan parte de su ahorro materializado en fondos tendrán un sesgo hacia éstos, aunque no sean los más rentables de su categoría, ya que ello les facilita las gestiones administrativas ligadas a sus inversiones.

No obstante, no resulta del todo descartable que en el futuro cambien las pautas de crecimiento del sector. Si hasta la fecha este aumento se producía

en gran parte mediante el aumento del patrimonio de los fondos existentes, el surgimiento de los fondos de inversión con contrato de garantía externa (con una amplia aceptación hasta la fecha) podría acarrear un aumento del patrimonio gestionado cuyo origen fuese la progresiva incorporación al sector de fondos de estas características. Los garantes de este tipo de IIC, en general, sólo conceden garantías a los inversores que suscriban sus participaciones durante un determinado período (su lanzamiento inicial), por lo que no es de esperar que con posterioridad a tal fecha se produzcan entradas significativas de inversores en ellos. Resultaría lógico que los ahorradores interesados en este tipo de fondos se dirijan principalmente hacia los de nuevo lanzamiento.

## 2. Desglose por grupos financieros

El análisis de estas magnitudes por grupos financieros, cuyo detalle se ha recogido en el cuadro número 2 para 1995, permite obtener algunas conclusiones significativas. Así puede destacarse la concentración del sector en los fondos promovidos por bancos y cajas de ahorros, pues, con un 55 por 100 de las gestoras, administran más del 90 por 100 del patrimonio y un porcentaje similar de los participes. Esta circunstancia pone de relieve la importancia de dos factores que pueden considerarse como determinantes en el negocio de la inversión colectiva: la amplitud de la red comercial y la confianza que merezca a los inversores la matriz de la gestora, lo que podría identificarse como «imagen de marca» del grupo financiero.

Puede observarse la apreciable diferencia entre la cuota de mercado captada por los bancos (en torno al 61 por 100) y la de las cajas (29 por 100), lo cual pone de manifiesto las distintas estrategias comerciales de ambos grupos por lo que respecta a la comercialización de fondos. Mientras que parece

CUADRO NÚM. 2  
DATOS A 31 DE DICIEMBRE DE 1995 POR GRUPOS FINANCIEROS

Tipo grupo	Núm. SGIIC	Núm. fondos	Núm. fondos/ gestora	Patrimonio (1)	Patrimonio medio/ gestora (1)	Participes (2)	Núm. participes/ gestora (2)
Bancos .....	43	355	8,3	7.445.123	173.142,40	1.757.022	40.860,98
Cajas de Ahorros .....	25	170	6,8	3.546.558	141.862,32	939.389	37.575,56
Sociedades de valores ....	11	94	8,5	448.156	40.741,45	79.852	7.259,27
Agencias de valores .....	12	36	3,0	109.653	9.137,75	14.971	1.247,58
Compañías de seguros ...	11	31	2,8	360.256	32.750,55	55.607	5.055,18
Cooperativas de crédito ..	6	24	4,0	201.964	33.660,67	90.015	15.002,50
Otros .....	17	46	2,7	81.410	4.788,82	8.659	509,35
<b>Total .....</b>	<b>125</b>	<b>756</b>	<b>6,0</b>	<b>12.193.120</b>	<b>97.544,96</b>	<b>2.945.515</b>	<b>23.564,12</b>

(1) Cifras en millones.

(2) Cifras en unidades.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

deducirse que los bancos han realizado una comercialización más activa, probablemente por el mayor peso en sus pasivos de los depósitos de alta remuneración, las cajas sólo parecen haberlo hecho para satisfacer la demanda de sus clientes más exigentes. Adicionalmente, esta circunstancia permite matizar en gran medida el aumento de la cuota de mercado de las cajas frente a los bancos por lo que respecta a la captación de depósitos. Este aspecto ha sido desarrollado de manera más completa por González Mosquera (1995).

Las diferencias, en cuanto al patrimonio y número de inversores gestionados en media por las gestoras de bancos y cajas de ahorros y las dependientes de sociedades y agencias de valores (en adelante, SAV), son llamativas. Estas últimas administran, en términos medios, seis veces menos patrimonio que aquéllas, lo cual implica que sus estrategias para ampliar su cuota de mercado estarían teniendo hasta la fecha un éxito bastante reducido. Similares conclusiones obtendríamos si analizáramos el tamaño medio de los fondos gestionados por los diferentes grupos de entidades, si bien en este aspecto no se entra en detalle por no hacer demasiado profuso el análisis.

Sin embargo, debe destacarse que los fondos de SAV son los que tienen una mayor participación media por inversor, 5,9 millones, frente a una media de 4,1. Las cajas de ahorros son las de menor volumen de inversión por partícipe (3,7 millones). Lógicamente las diferencias en el cliente tipo de tales entidades serían las que servirían para explicar tal situación. En principio, es de esperar que las SAV realicen una comercialización más selectiva, dirigida hacia patrimonios altos, debido a la menor amplitud de su red de distribución.

Referente al número de partícipes captados por los diferentes grupos, es posible que existan duplicidades en dicho dato, originadas por la existencia de inversores que tengan participaciones en varios fondos de inversión, ya que la cifra global se obtiene como suma del número de partícipes declarados a escala individual por cada IIC, sin que exista posibi-

lidad de descontar aquellos que participan en varias. En cualquier caso, incluso sin tener en cuenta esta sobrestimación de su número, aún es sensiblemente inferior al total de ahorradores existentes en España, lo que implica la existencia de un mercado potencial para el crecimiento a corto plazo de los fondos, aunque probablemente cada vez se vayan incorporando ahorradores con menor capacidad de ahorro.

### 3. Grado de concentración

El análisis sobre el tamaño relativo de las SGIIIC y la concentración del negocio puede realizarse a partir de la información incluida en los cuadros núms. 3 y 4, en los que se refleja la situación a finales de 1995 en lo relativo al patrimonio gestionado y número de inversores, respectivamente. Las tres entidades de mayor tamaño (que significan el 2,21 por 100 de las registradas), por lo que se refiere al volumen administrado, controlan el 30 por 100 del negocio, porcentaje que alcanza casi el 60 por 100 al considerar a las diez primeras del *ranking*. Por contra, 96 entidades (el 70,6 por 100 del total) apenas representan en conjunto una cuota de mercado del 9 por 100, resultando significativo que el patrimonio individual de las dos mayores gestoras superen al global de las 96 que menos patrimonio administran.

Esto matiza, en parte, las conclusiones derivadas del análisis del número de participantes en el sector, pues no parece que su elevado número sea indicativo de una competencia intensa. Al contrario, podría constatarse la existencia de un reducido número de empresas líderes, con gran poder de mercado, cuyo comportamiento condicionaría de manera significativa el del resto de competidores, los cuales tendrían una importancia bastante marginal. Ello parece estar en línea con la conclusión obtenida en nuestro artículo de este mismo número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO relativo a la rentabilidad y los costes de los fondos de inversión, sobre la inexistencia de una competencia en pre-

CUADRO NÚM. 3  
CONCENTRACIÓN DEL PATRIMONIO A 31 DE DICIEMBRE DE 1995

Patrimonio por SGIIIC (en millones ptas.)	Importe patrimonio (1)	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado	Núm. SGIIIC	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado
Más de 750.000 .....	3.660.770	30,02	30,02	3	2,21	2,21
500.000-750.000 .....	1.910.216	15,67	45,69	3	2,21	4,41
250.000-500.000 .....	1.701.376	13,95	59,64	4	2,94	7,35
100.000-250.000 .....	2.850.590	23,38	83,02	17	12,50	19,85
50.000-100.000 .....	956.122	7,84	90,86	13	9,56	29,41
Menos de 50.000 .....	1.114.046	9,14	100,00	96	70,59	100,00
Total .....	12.193.120	100,00		136	100,00	

(1) Cifras en millones.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

**CUADRO NÚM. 4**  
**CONCENTRACIÓN DE LOS PARTICIPES A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**

Participes por SGIIC (en unidades)	Núm. participes (1)	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado	Núm. SGIIC	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado
Más de 200.000 .....	1.025.670	34,82	34,82	4	2,94	2,94
100.000-200.000 .....	812.242	27,58	62,40	6	4,41	7,35
50.000-100.000 .....	316.307	10,74	73,14	5	3,68	11,03
25.000-50.000 .....	379.229	12,87	86,01	11	8,09	19,12
10.000-25.000 .....	241.919	8,21	94,22	15	11,03	30,15
Menos de 10.000 .....	170.148	5,78	100,00	95	69,85	100,00
Total .....	2.945.515	100,00		136	100,00	

(1) Cifras en unidades.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

cios entre las distintas gestoras, en función de su volumen de negocio. Parece existir una pauta de mercado según la cual las SGIIC mayores fijan las comisiones a cobrar, y el resto de gestoras se adapta a esos precios para continuar presentes en el negocio. Más adelante analizaremos los efectos que podría tener sobre este segmento del mercado una eventual «guerra de comisiones» entre las mayores entidades.

La situación resulta bastante similar por lo que se refiere al número de participes. Mientras que entre sólo cuatro gestoras han captado el 35 por 100 del total de ahorradores, las 95 menores (el 70 por 100 de las registradas) no alcanzan en conjunto el 6 por 100 de aquéllos. Las conclusiones relativas al escaso poder de competencia de las entidades más pequeñas se mantendrían desde este punto de vista.

En el gráfico 1 se aprecia de manera visual la concentración del mercado producida en ambas magnitudes. Sin que sea especialmente significativo, puede observarse que la concentración a nivel de participes es ligeramente más pronunciada que la del patrimonio. La menor red de las gestoras con un patrimonio más reducido y su orientación hacia clientes de mayores patrimonios podrían ser la causa de esta situación.

### III. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

El análisis de los estados financieros incluidos en las estadísticas del sector aporta información cuyo conocimiento resulta útil para delimitar la naturaleza del negocio. Siguiendo un enfoque usualmente aplicado, realizaremos un análisis de los estados financieros desde una triple perspectiva: patrimonial (balance), económica (cuenta de resultados) y financiera (análisis de rentabilidad). Para facilitar dicho estudio hemos reestructurado los modelos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias reservados, con un enfoque más analítico.

#### 1. Balance consolidado

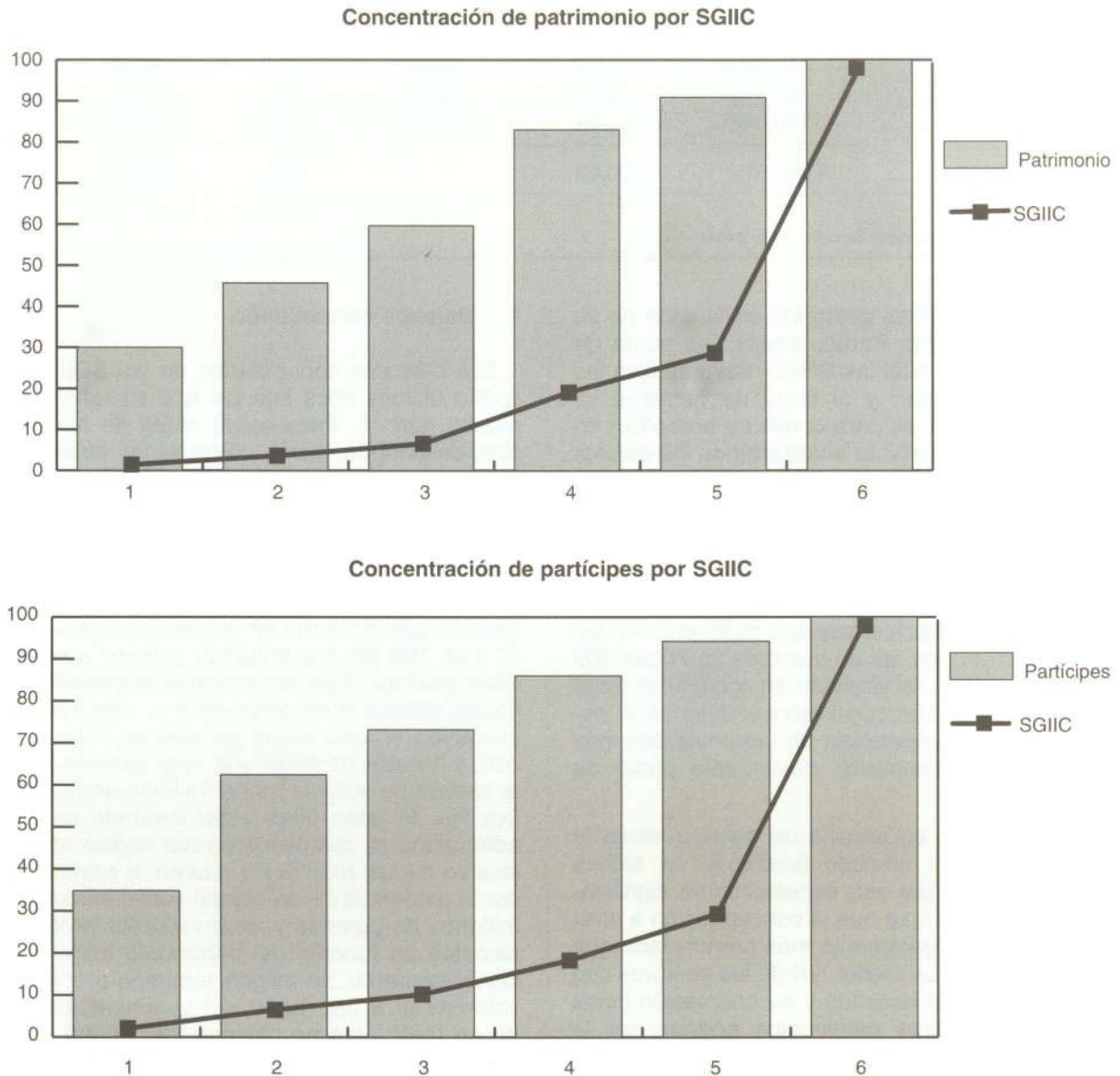
Los balances consolidados de las SGIIC de los cuatro últimos años son los que se reflejan en el cuadro núm. 5. Pero quizá, antes de hacer otras consideraciones, sería conveniente efectuar una breve referencia a la normativa que afecta al funcionamiento de las SGIIC con incidencia en sus estados financieros para encuadrar de manera adecuada las conclusiones de su análisis.

En relación al activo, el Reglamento de IIC establece que al menos un porcentaje equivalente al 60 por 100 de los recursos propios exigibles a cada gestora debe encontrarse materializado en deuda pública o en otros activos admitidos a negociación en una bolsa de valores. Por esta razón, y a pesar de tener una muy elevada liquidez, la cartera de valores se ha incluido dentro del activo fijo. El resto debe estar invertido en activos adecuados al cumplimiento del objeto social exclusivo de las SGIIC. En cuanto al pasivo, recordar la exigencia de un capital social mínimo de 50 millones de pesetas y unos recursos propios adicionales en función del patrimonio administrado. Concretamente, se exigen recursos propios equivalentes al 5 por 1.000 del volumen administrado en tanto éste no alcance los 10.000 millones de pesetas y un 3 por 1.000 del exceso. Asimismo, se limitan las posibilidades de endeudamiento al 20 por 100 del activo y siempre que el mismo sea para financiar activos de libre disposición.

Así pues, sin necesidad de analizar los datos concretos de las gestoras, ya podríamos adelantar que, como consecuencia de las limitaciones al endeudamiento y de la obligatoriedad de invertir una parte significativa de su activo en valores negociados, su balance agregado debería reflejar una situación saneada, por lo que respecta a su estructura patrimonial, siempre que se estuviese cumpliendo con la normativa en vigor, tal y como ocurre con carácter general. A diferencia de otras empresas del ámbito financiero a las que se les exigen



GRÁFICO 1  
CONCENTRACIÓN DEL MERCADO  
(En porcentaje)



unos recursos propios mínimos, en el caso de las SGIC esta exigencia no tiene por finalidad directa cubrir los riesgos típicos de su actividad, pues el negocio de la gestión de IIC no implica la asunción de riesgos de naturaleza financiera al no integrar en sus balances los patrimonios que administran. A pesar de todo ello, del estudio del balance consolidado pueden extraerse algunas conclusiones que ayudarán posteriormente a matizar en alguna medida los resultados que se obtendrán al observar el comportamiento de la cuenta de pérdidas y ganancias del sector.

Un primer dato a destacar de la composición del activo de las SGIC es el del escaso peso relativo del inmovilizado. Se podía esperar que no fuese la principal partida del activo, teniendo en cuenta la obligación de invertir una parte importante de los recursos propios en determinados valores, como ya se ha señalado. Sin embargo, el hecho de que sólo exista una inversión en infraestructura por importe de 4.187 millones en 1995, resulta bastante llamativo. Incluso la importancia relativa de esta partida sobre el activo total ha disminuido en los ejercicios analizados, a pesar de que su importe ha aumen-

**CUADRO NÚM. 5  
BALANCES CONSOLIDADOS**

	1992		1993		1994		1995	
	Importe (millones)	Porcentaje s/total	Importe (millones)	Porcentaje s/total	Importe (millones)	Porcentaje s/total	Importe (millones)	Porcentaje s/total
<b>Activo .....</b>	<b>65.453</b>	<b>100,00</b>	<b>93.701</b>	<b>100,00</b>	<b>111.486</b>	<b>100,00</b>	<b>120.426</b>	<b>100,00</b>
<i>Activo circulante .....</i>	17.448	26,66	24.089	25,71	23.333	20,93	26.784	22,24
Tesorería .....	6.638	10,14	8.001	8,54	5.939	5,33	10.528	8,74
Deudores .....	10.810	16,52	16.088	17,17	17.394	15,60	16.256	13,50
<i>Activo fijo .....</i>	48.005	73,34	69.612	74,29	88.153	79,07	93.642	77,76
Fondos públicos .....	26.950	41,17	48.695	51,97	62.995	56,50	73.953	61,41
Otros valores .....	17.135	26,18	16.845	17,98	21.346	19,15	15.245	12,66
Inmovilizado .....	3.403	5,20	3.356	3,58	3.294	2,95	4.187	3,48
Gastos amortizables ....	517	0,79	716	0,76	518	0,46	257	0,21
<b>Pasivo .....</b>	<b>65.453</b>	<b>100,00</b>	<b>93.701</b>	<b>100,00</b>	<b>111.486</b>	<b>100,00</b>	<b>120.426</b>	<b>100,00</b>
<i>Pasivo circulante .....</i>	16.508	25,22	26.317	28,09	31.957	28,66	32.020	26,59
Acreedores CP .....	16.508	25,22	26.317	28,09	31.957	28,66	32.020	26,59
<i>Financiación básica .....</i>	48.945	74,78	67.384	71,91	79.529	71,34	88.406	73,41
Capital .....	22.821	34,87	26.378	28,15	28.306	25,39	28.985	24,07
Reservas .....	12.699	19,40	18.633	19,89	28.472	25,54	34.305	28,49
Resultado del ejercicio .	28.038	42,84	39.139	41,77	48.801	43,77	46.521	38,63
Dividendo a cuenta .....	- 15.064	- 23,01	- 18.437	- 19,68	- 28.389	- 25,46	- 25.272	- 20,99
Acreedores LP .....	261	0,40	201	0,21	159	0,14	323	0,27
Otros .....	190	0,29	1.470	1,57	2.180	1,96	3.544	2,94

**Ratios sobre estructura del balance**

Ratio		1992	1993	1994	1995
Composición activo	AC/AF .....	0,36	0,35	0,26	0,29
Endeudamiento	PC/FB .....	0,34	0,39	0,40	0,36
Solvencia	AC/PC .....	1,06	0,92	0,73	0,84
Liquidez	Tesor/PC .....	0,40	0,30	0,19	0,33
Financiación activo fijo	AF/FB .....	0,98	1,03	1,11	1,06
Financiación actividad	PC/AC+I .....	0,77	0,93	1,17	1,03

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

tado ligeramente. Este dato pone de relieve cierta dependencia de las SGIIC en relación a sus matrices por lo que respecta al uso de infraestructuras. La gestión de IIC precisa de medios materiales y humanos adecuados, y si el balance no muestra la existencia de los primeros, parece que una explicación posible sería el uso de los de la matriz. Esta podría no ser la situación más deseable para garantizar la independencia entre gestoras y depositarios de fondos, exigida por la normativa de IIC, de manera especial cuando ambas entidades pertenecen al mismo grupo económico.

Otra serie de aspectos de la estructura del balance consolidado a señalar, y que se reflejan en las *ratios* que al respecto se han calculado, son los siguientes:

a) *Composición del activo.* La proporción entre los activos de naturaleza circulante y los fijos se sitúa en torno a 0,3, lo cual es reflejo de las exigencias sobre inversión de una parte importante de sus recursos en valores cotizados, incluidos en el activo fijo. En cualquier caso, el hecho de que la inmensa mayoría de los activos sean muy líquidos, permite suponer que las entradas y las salidas de nuevos participantes en este sector de la actividad económica pueden realizarse de una manera rápida (al margen de los trámites administrativos que las mismas conllevan). Por otra parte, a lo largo del período analizado, este porcentaje ha ido disminuyendo de forma paulatina, lo que indica que el crecimiento del balance de las gestoras (cuyo activo prácticamente se ha duplicado en los cuatro años para los que se dispone de información) tiene su origen en

las exigencias de la normativa y no en la necesidad de realizar inversiones adicionales por el aumento del volumen de su actividad.

La importancia de los fondos públicos (el 61,41 por 100 en 1995) y de otros valores cotizados (12,66 por 100) en la composición del activo de las SGIIC implica la necesidad de analizar el riesgo de tipo de interés (y de crédito en el caso de títulos emitidos por emisores privados) asumido por las gestoras. Sin embargo, carecemos de la información necesaria para poder realizar alguna aproximación al respecto, aunque más adelante se observará la estabilidad de los rendimientos generados por la cartera de valores durante unos años en los que los mercados han sido bastante volátiles, lo que parece indicar gran prudencia de los gestores en lo que respecta a la inversión de su propia cartera de valores.

Respecto a otros saldos deudores, la posible existencia de morosos es prácticamente nula, ya que recogen de manera principal los importes correspondientes a comisiones pendientes de cobro. Puesto que la orden de pago de tales importes es tramitada por la propia SGIIC, la probabilidad de impagos por este concepto está prácticamente descartada.

b) *Endeudamiento.* Para las SGIIC, el pasivo circulante no refleja un auténtico endeudamiento, entendiéndose como tal el recurso voluntario a la financiación ajena, puesto que en realidad, con la excepción del reducido importe que figura como acreedores a largo plazo, los saldos acreedores corresponden a partidas que no resultan exigibles a la fecha del balance, principalmente administraciones públicas (impuestos), comisiones de distribución a pagar y dividendos cuya distribución se ha acordado. Al margen de este aspecto, puede destacarse lo saneado del balance de las SGIIC desde esta perspectiva, toda vez que en ningún caso los pasivos exigibles superan el 0,4 de los recursos propios totales. En cuanto a su evolución en el período 1992-1995, su estabilidad durante dichos años ha sido notoria.

c) *Solvencia.* La más conocida forma de aproximación a la solvencia a corto plazo de una empresa consiste en analizar hasta qué punto sus activos circulantes de naturaleza financiera permitirían hacer frente al pasivo exigible a corto plazo, es lo que se conoce como el *acid test*. Pero los resultados para el caso de las SGIIC hay que tomarlos con ciertas cautelas. Efectivamente, a pesar de que esta *ratio* parecería indicar la eventual existencia de problemas de liquidez, pues en general es menor de la unidad, nada más lejos de la realidad, puesto que, como ya se ha citado, gran parte del resto de activos son muy líquidos. Teniendo esto en cuenta, podría decirse que para todos los años analizados los activos realizables a corto plazo permitirían hacer frente sin problema alguno a las «deudas» que resulten exigibles. Esta situación coincide plenamente

con los comentarios que anticipábamos en relación a que la exigencia de recursos propios mínimos a las SGIIC no está directamente relacionada con la cobertura de los riesgos derivados de su actividad.

d) *Liquidez.* El análisis de la solvencia a más corto plazo supone poner en relación los saldos disponibles con el pasivo circulante en un intento de comprobar la liquidez de la empresa, incluso en el supuesto de que tuviese problemas para liquidar sus activos de naturaleza circulante. Este ejercicio no resulta especialmente interesante para las SGIIC, pues la hipótesis de que su cartera financiera podría tener problemas de realización resulta verdaderamente poco probable. En cualquier caso, puede destacarse cómo los saldos de tesorería permitirían, con carácter general, hacer frente a una parte importante (entre el 30 y el 40 por 100) de las necesidades financieras a corto plazo, con la excepción del ejercicio 1994, en el que la *ratio* se reduce al 19 por 100. En esta *ratio* más que en otras pudiera notarse la distorsión de operar con saldos a una fecha concreta, que pueden no ser reflejo exacto de la situación producida en media durante el período.

e) *Financiación del activo fijo.* El valor de la *ratio* oscila en torno a la unidad durante todos los ejercicios, lo cual resulta coherente con la exigencia de mantener una parte significativa de los recursos propios invertida en valores y dado el poco peso que tiene la partida de Inmovilizado.

f) *Financiación de la actividad.* Esta *ratio*, que al contrario de las demás no es de las llamadas clásicas, trata de medir la capacidad de financiación del pasivo circulante, que como se ve supera en cuantía a la suma de activo circulante e inmovilizado. Esto indica que el conjunto de las SGIIC, de no ser por las exigencias legales, podría funcionar sin recursos propios. Es, sin duda, una apreciación exagerada, pero que indica la naturaleza de los recursos propios en las SGIIC: casi no son más que una barrera de entrada.

Como conclusión global, de las *ratios* analizadas en relación a la estructura patrimonial de las SGIIC puede sostenerse la elevada solvencia y solidez de sus balances, tal y como anticipábamos a partir de la lectura de la normativa que les afecta.

## 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Al igual que con el balance, hemos reestructurado la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de las SGIIC para facilitar su análisis. Para ello hemos elaborado un modelo «en cascada», separando los márgenes de la gestión de IIC (su actividad principal) de los derivados de la gestión de su propia cartera de valores (actividad derivada de las obligaciones impuestas por la normativa en relación

a la composición de su activo). Para cada ingreso o gasto se ha incluido una columna indicando el porcentaje que representa sobre el total de los ingresos por comisiones, por ser ésta su actividad típica, a pesar de que tengan otras fuentes de ingresos. El modelo utilizado aparece en el cuadro núm. 6, en el que se ha incluido asimismo información relativa al número de empleados y algunas de las *ratios* habitualmente utilizadas para analizar la eficiencia de las empresas.

Antes de pasar a comentar sus contenidos, hemos de destacar que, a diferencia de lo que ocurría con el balance, lógicamente no existe imposición legal alguna que afecte a la cuenta de pérdidas y ganancias, con excepción de la limitación al objeto social de las SGIC cuyos efectos se traducen en la naturaleza de sus ingresos. Por ello, esta cuenta debería ser la traducción, en términos de márgenes obtenidos, de la competencia establecida en el sector. Cuanta más competencia interna exista, más estrechos deberían ser los márgenes de los partici-

pantes en el sector. Si la competencia fuese perfecta, las remuneraciones medias a los recursos aportados equivaldrían a la obtenida por los activos sin riesgo más la prima de riesgo imputable a la actividad de gestión de patrimonios ajenos. El análisis que sigue nos demuestra que la realidad parece estar bastante alejada de esta situación.

Como primera observación puede destacarse que, para todos los años, los destinos prioritarios de las comisiones cobradas por las gestoras son la remuneración a los distribuidores y la obtención de beneficios. Ambos conceptos no representan nunca de manera conjunta menos del 82 por 100 de los ingresos citados, aunque sus proporciones respectivas han variado.

El margen de gestión refleja la diferencia entre los ingresos por comisiones y la cesión de las mismas en concepto de gastos de distribución. En el conjunto de los años analizados dicho margen ha disminuido como consecuencia del aumento de los

**CUADRO NÚM. 6**  
**CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA SGIC**

	1992		1993		1994		1995	
	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje por comisión
Ingresos por comisiones .....	84.206	100,00	115.987	100,00	175.906	100,00	163.697	100,00
Comisiones cedidas .....	40.796	48,45	60.267	51,96	99.773	56,72	93.159	56,91
Margen de gestión .....	43.410	51,55	55.720	48,04	76.133	43,28	70.538	43,09
Otros ingresos de explotación ..	117	0,14	201	0,17	130	0,07	140	0,09
Gastos personal .....	4.847	5,76	5.830	5,03	6.767	3,85	8.026	4,90
Resto gastos explotación .....	7.293	8,66	7.005	6,04	10.922	6,21	9.004	5,50
Margen de explotación .....	31.387	37,27	43.086	37,15	58.574	33,30	53.648	32,77
Resultado neto cartera valores ..	4.663	5,54	7.848	6,77	5.402	3,07	8.572	5,24
Margen ordinario .....	36.050	42,81	50.934	43,91	63.976	36,37	62.220	38,01
Resultado extraordinarios .....	353	0,42	150	0,13	-86	-0,05	-230	-0,14
Resultados antes impuestos ..	36.403	43,23	51.084	44,04	63.890	36,32	61.990	37,87
Impuestos .....	8.365	9,93	11.870	10,23	15.088	8,58	15.469	9,45
Resultado neto .....	28.038	33,30	39.214	33,81	48.802	27,74	46.521	28,42
Número de empleados .....	870		986		1.058		1.138	

**Ratios de eficiencia**

<i>Productividad personal</i>				
Ingresos comisiones/núm. empleados (M) .....	96,79	117,63	166,26	143,85
<i>Productividad activos</i>				
Ingresos comis./Activos medios (%) .....	128,65	145,75	171,46	141,17
<i>Rentabilidad cartera</i>				
Rdo. neto cartera/cartera media (%) .....	10,58	14,32	7,21	9,88

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

gastos de comercialización, que han pasado de suponer un 48,45 por 100 de los ingresos a cerca del 57 por 100. Debe resaltarse que el importe de las comisiones cedidas como remuneración a los distribuidores no se ha resentido de la disminución en las suscripciones producida a nivel global del sector durante 1994 y 1995. Ello es así por el sistema de repercusión de tales gastos desarrollado en el mercado español, que consiste en ceder un porcentaje de las comisiones de gestión, y que no está directamente vinculado a las aportaciones de patrimonio captadas por los vendedores.

En cuanto a los gastos de explotación, son de destacar en primer lugar los relativos al personal. Al analizar el balance agregado indicábamos que la actividad de gestión de IIC requiere de medios técnicos y humanos adecuados, sin que pareciera en aquel momento que las inversiones en inmovilizado resultarían suficientes para atender el volumen de negocio alcanzado por las SGIIC. Por lo que se refiere a los gastos de personal, se aprecia un notable incremento en su importe durante los años objeto de análisis. Aumento explicado en una parte muy importante por el incremento experimentado en la plantilla global, pues ha pasado de 870 empleados a 1.138 a lo largo del período, lo que parece indicar una progresiva dotación de recursos humanos adecuados para el desarrollo de su actividad por las SGIIC. Adicionalmente, puede observarse el descenso en el porcentaje de los gastos de personal sobre los ingresos por comisiones de gestión, lo que muestra un aumento en la productividad del mismo.

El resto de gastos de explotación incluye los costes adicionales soportados por las SGIIC. Dentro de ellos se incluyen algunos, tales como servicios exteriores, alquiler de equipos informáticos, etc., que pudieran matizar en parte nuestros comentarios en relación a la aparente escasez de medios técnicos disponibles. Efectivamente, la utilización de los medios técnicos de las matrices a las que más arriba aludíamos como una posible explicación de ello no plantearía objeción alguna siempre que las relaciones entre la SGIIC y su matriz se estableciesen en términos adecuados, esto es, siempre que la gestora soportase el coste derivado de los servicios utilizados. Así pues, en la medida en que las gestoras y sus matrices hayan arbitrado unas relaciones entre ellas en términos de independencia, el saldo del resto de gastos de explotación debería recoger la remuneración satisfecha por las SGIIC a sus matrices como pago a la eventual utilización de parte de sus medios.

No puede pasarse por alto el elevado porcentaje de las comisiones de gestión que permanecen como beneficios de las gestoras, beneficios a los que habría que añadir los derivados de la gestión de cartera de valores propia, para obtener el dato de ganancias totales anuales. Puede decirse que la *ratio* del beneficio sobre el volumen de facturación (ingresos por comisiones para las SGIIC) constituye

una medida global de la rentabilidad. De la observación de dicha *ratio* pueden realizarse dos comentarios: en primer lugar, el elevado margen del sector, pues aproximadamente un tercio de los ingresos por comisiones permanece como beneficio neto; en segundo, la reducción que se ha producido durante los años para los que se puede calcular el dato. En cualquier caso, entendemos que esta ligera reducción debe interpretarse más como «redistribución» de los ingresos dentro de los grupos que como un estrechamiento de las ganancias del sector, dado que el coste fundamental reflejado por la cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC (comisiones de comercialización) corresponden generalmente a ingresos de otras entidades pertenecientes al mismo grupo económico dedicadas, entre otras actividades, a la comercialización de fondos.

En cuanto a las *ratios* relativas a la productividad y los márgenes sobre la facturación global puede destacarse lo siguiente:

a) *Facturación por empleado.* A pesar del aumento del número de trabajadores producido en el sector durante el período analizado, se puede apreciar un aumento significativo del volumen de ingresos por comisiones por cada empleado, aunque el dato del ejercicio de 1995 resulta inferior al de 1994 como consecuencia del descenso de ingresos por comisiones que se produjo en el último ejercicio.

b) *Productividad de los activos.* En el período analizado el «apalancamiento» de los activos (entendiendo como tal el cociente entre los ingresos por comisiones y el tamaño medio del balance) ha aumentado sensiblemente, con un máximo del 171,46 por 100 en 1994.

La mejora producida en la productividad del sector, que se aprecia de las dos *ratios* anteriores y que coincide con un incremento del patrimonio gestionado a nivel global, es un indicio que permite adelantar la existencia de economías de escala en la gestión de instituciones de inversión colectiva a medida que aumenta el volumen administrado. Más adelante desarrollaremos ampliamente este tema.

c) *Rentabilidad de la cartera.* Respecto a los resultados netos obtenidos en la cartera de valores, destacan su relativa estabilidad y el escaso efecto que parecen haber tenido sobre ellos la evolución negativa de los mercados financieros, principalmente durante 1994. Esto podría ser señal de una gran prudencia por parte de los gestores en la administración de su cartera por cuenta propia, para la cual estarían asumiendo menores riesgos de tipo de interés que los asumidos para las IIC que administran. No disponemos de la información de detalle para la constatación de la impresión que acabamos de comentar, aunque todo parece apuntar a que una parte importante de las carteras de las SGIIC se estaría manteniendo en *repos* a corto plazo. En cualquier caso, este reducido nivel de asunción de riesgos de tipos de interés por parte de las SGIIC

parece una actitud acertada si se tiene en cuenta que su objetivo no es el de especular con las inversiones mínimas que les resultan exigibles, sino la gestión de patrimonios ajenos. Por otra parte, el establecimiento de políticas de inversión prudentes para sus carteras es la mejor forma de garantizar permanentemente el cumplimiento tanto del nivel mínimo de recursos propios exigidos como de las reglas relativas a su inversión.

El análisis de los estados financieros desde un punto de vista económico puede completarse con un desglose del valor añadido a escala global por el sector. En el cuadro núm. 7 se refleja un detalle de la aproximación a este concepto en función de los receptores del mismo: empleados, accionistas, autofinanciación (empresa) y Estado (impuestos). Lógicamente su evolución está explicada por el crecimiento en los patrimonios gestionados producido durante los años de referencia. A destacar dos aspectos: la poca variación de los porcentajes sobre el total y el hecho de que el 55 por 100 esté destinado a la retribución del capital.

### 3. Desglose por grupos financieros

Si bien el análisis del balance consolidado de las SGIIC por grupos financieros no aporta nada importante digno de mención, por lo que no se ha considerado de interés para incluirlo en el presente artículo, el estudio de la cuenta de pérdidas y ganancias por grupos financieros, cuyo detalle para 1995 aparece en el cuadro núm. 8, pone de manifiesto importantes diferencias entre las gestoras dependientes de los diferentes grupos financieros, entre las que cabe resaltar:

a) Las diferencias que se aprecian en los márgenes de gestión ponen de manifiesto las distintas prácticas en cuanto a cesión de comisiones a los comercializadores. Las gestoras de cajas de ahorro son las que soportan unos mayores costes de comercialización con mucha diferencia sobre las demás.

b) Debe destacarse también el mayor peso en la cuenta de resultados de las gestoras de SAV de

los gastos de personal. De hecho, tienen en conjunto un número de empleados bastante aproximado al de las gestoras encuadradas en el grupo de cajas, a pesar de que administran un patrimonio sensiblemente menor. Este hecho se repite de manera muy similar en lo referente al resto de los gastos de explotación.

c) Todo ello tiene su reflejo en la relación entre resultado neto e ingresos por comisiones. Esta *ratio* es la mitad en las gestoras de sociedades y agencias de valores que en las de las cajas de ahorros y la tercera parte que en las pertenecientes a entidades bancarias.

Respecto a las *ratios* relativas a la eficiencia, en función del grupo económico al que pertenece la matriz, su análisis muestra claramente la existencia de grandes diferencias entre los grupos de bancos y cajas de ahorros y el resto. Las discrepancias son tan significativas que casi podría hablarse de distintos negocios en función del tamaño de los patrimonios administrados. Por ejemplo, los ingresos de comisiones por empleado tienen dimensiones tan distintas, en uno u otro caso, que permiten anticipar los problemas de viabilidad que tendrían las entidades de menor tamaño si se estableciese una competencia en precios entre las más grandes. Es posible que no todas las gestoras con reducidos volúmenes de patrimonio pudieran mantenerse en el mercado si se iniciase un descenso en las comisiones de gestión repercutidas a los fondos.

Se aprecian diferencias importantes en la productividad de los activos. Puede observarse que las gestoras de cajas son las que obtienen un mayor rendimiento a su balance. Es decir, serían éstas las que estarían obteniendo mayores ingresos en relación a los activos destinados a esta actividad. Por contra, las gestoras de menor apalancamiento a sus balances son las del grupo «otros», por lo que podría afirmarse que en ellas tienen más efecto los mínimos legales establecidos para el tamaño de los balances de entidades gestoras de IIC (mínimos, por otra parte, ciertamente reducidos).

CUADRO NÚM. 7  
DESGLOSE DEL VALOR AÑADIDO POR LAS SGIIC

	1992		1993		1994		1995	
	Millones	Porcentaje	Millones	Porcentaje	Millones	Porcentaje	Millones	Porcentaje
Trabajo (gastos personal) .....	4.847	12,44	5.830	11,19	6.767	10,30	8.026	11,61
Accionistas (dividendos).....	21.452	55,06	28.209	54,17	35.963	54,75	38.270	55,36
Empresa (reservas) .....	4.300	11,04	6.168	11,84	7.862	11,97	7.367	10,66
Estado (impuestos) .....	8.365	21,47	11.870	22,79	15.088	22,97	15.469	22,38
Total .....	38.964	100,00	52.077	100,00	65.680	100,00	69.132	100,00

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

**CUADRO NÚM. 8**  
**CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA SGIIC POR GRUPOS FINANCIEROS**

	Bancos		Cajas		SAV		Otros		Total	
	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión
Ingresos por comisiones .....	97.977	100,00	49.186	100,00	8.948	100,00	7.586	100,00	163.697	100,00
Comisiones cedidas .....	50.615	51,66	33.391	67,89	4.811	53,77	4.342	57,24	93.159	56,91
<i>Margen de gestión</i> .....	47.362	48,34	15.795	32,11	4.137	46,23	3.244	42,76	70.538	43,09
Otros ingresos de explotación .....	49	0,05	27	0,05	33	0,37	31	0,41	140	0,09
Gastos personal .....	3.572	3,65	1.631	3,32	1.638	18,31	1.185	15,62	8.026	4,90
Resto gastos explotación .....	4.835	4,93	1.676	3,41	1.613	18,03	880	11,60	9.004	5,50
<i>Margen de explotación</i> .....	39.004	39,81	12.515	25,44	919	10,27	1.210	15,95	53.648	32,77
Resultado neto cartera valores .....	4.804	4,90	2.660	5,41	420	4,69	688	9,07	8.572	5,24
<i>Margen ordinario</i> .....	43.808	44,71	15.175	30,85	1.339	14,96	1.898	25,02	62.220	38,01
Resultados extraordinarios .....	-282	-0,29	53	0,11	5	0,06	-6	-0,08	-230	-0,14
<i>Resultado antes impuestos</i> .....	43.526	44,42	15.228	30,96	1.344	15,02	1.892	24,94	61.990	37,87
Impuestos .....	10.612	10,83	3.978	8,09	439	4,91	440	5,80	15.469	9,45
<i>Resultado neto</i> .....	32.914	33,59	11.250	22,87	905	10,11	1.452	19,14	46.521	28,42
Número de empleados .....	473		243		221		201		1.138	

**Ratios de eficiencia por grupos**

*Productividad personal*

Ingresos comisiones/núm. empleados (M) .....	207,14	202,41	40,49	37,74	143,85
--	--------	--------	-------	-------	--------

*Productividad activos*

Ingresos comisión/activos medios (%) .....	139,54	170,08	131,84	75,61	141,17
--	--------	--------	--------	-------	--------

*Rentabilidad cartera*

Rendimiento neto cartera/cartera media (%) .....	9,20	11,99	9,43	8,68	9,88
--	------	-------	------	------	------

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

#### 4. Análisis de la rentabilidad

La rentabilidad del capital invertido en gestoras de IIC puede analizarse desde diversas perspectivas. Poniendo en relación los beneficios netos obtenidos con el activo necesario para generarlos, con los recursos aportados por sus propietarios o con la suma de éstos más los generados y acumulados en la propia empresa. Alternativamente, puede compararse el patrimonio gestionado con el beneficio neto no como una medida específica de rentabilidad, sino como un indicador de la eficiencia para el conjunto del sistema financiero de la intermediación de patrimonios mediante IIC. Finalmente, desde la óptica de los accionistas de las SGIIC, debe analizarse la rentabilidad por dividendos.

El cuadro núm. 9 refleja el importe de los distintos conceptos de rentabilidad citados para las SGIIC en los años 1992 a 1995. Aunque pueden efectuarse

numerosas matizaciones, la primera impresión de la observación de las magnitudes incluidas en dicho cuadro es la robustez de las cuentas de resultados del sector, pudiéndose calificar las cifras de espectaculares. Efectivamente, las diferentes tasas de rentabilidad que se observan no parecen propias de un segmento de la actividad económica con un nivel de riesgo bastante limitado, como es la gestión de patrimonios ajenos, sino más bien las que se obtienen en negocios con mucho riesgo.

Puesto que todas las *ratios* apuntan en el mismo sentido, no nos extenderemos individualmente sobre cada uno de ellos. Quizá las más significativas sean las relativas a la rentabilidad total de los recursos propios mantenidos, cuyo importe medio para el sector oscila entre el 63 y el 73 por 100. Ciertamente, constituyen tasas de rentabilidad desconocidas e impropias de negocios relativamente estables en términos del riesgo asumido por los

**CUADRO NÚM. 9**  
**RATIOS DE RENTABILIDAD**  
**(En porcentaje)**

		1992	1993	1994	1995
Activo total	Beneficio neto/activo total medio .....	42,84	49,28	47,57	40,12
Recursos propios	Beneficio neto/RP medios .....	66,75	70,83	72,86	62,94
	Dividendos/RP medios .....	51,07	50,95	53,69	51,78
Accionistas	Beneficio neto/capital social medio .....	122,86	159,41	178,49	162,40
	Dividendos/capital social medio .....	94,00	114,67	131,53	133,60
Patrimonio gestionado	Beneficio neto/patrimonio medio .....	0,50	0,50	0,42	0,41

**Por grupos financieros 1995**

		Bancos	Cajas	SAV	Otros	Total
Activo total	Beneficio neto/activo total medio .....	46,88	38,90	13,33	14,47	40,12
Recursos propios	Beneficio neto/RP medios .....	78,21	60,53	17,23	18,16	62,94
	Dividendos/RP medios .....	67,93	49,19	3,62	4,40	51,78
Accionistas	Beneficio neto/capital social medio .....	252,77	133,35	42,63	28,67	162,40
	Dividendos/capital social medio .....	219,54	108,35	8,95	6,95	133,60
Patrimonio gestionado	Beneficio neto/patrimonio medio .....	0,48	0,34	0,17	0,25	0,41

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

aportantes del capital. Probablemente sea necesario efectuar algunas matizaciones de carácter general que podrían relativizar, en alguna medida, las conclusiones derivadas de la observación de las *ratios* ahora comentadas:

a) Debe recordarse el escaso peso del activo fijo en el balance agregado del sector que podría implicar una utilización de medios técnicos de las entidades matrices. Si el coste imputable a ellos no se repercutiera adecuadamente a las SGIIC, resulta evidente que sus cuentas de resultados ofrecerían resultados superiores a los reales. No existe ninguna información que nos permita cuantificar la posible incidencia de esta situación, aunque, como aproximación indirecta a este fenómeno, podemos destacar que sólo una parte marginal de los informes de auditorías de SGIIC aluden a la existencia de relaciones comerciales con empresas del grupo a partir de criterios no estrictamente económicos, por lo que parece que no debería ser una práctica muy extendida.

b) Otra posible matización es la utilización de recursos humanos pertenecientes a otras empresas del grupo. Esta situación también se traduciría en una cifra de beneficios superiores a los reales si no se estuviese pagando el coste proporcional. En este sentido, de la información correspondiente a 1995 se deduce que nueve entidades gestoras declaran no tener empleados en plantilla, veintiuna declaran entre uno o dos y otras doce dicen contar con tres empleados solamente. El patrimonio conjunto administrado por todas ellas asciende a 1,3 billones. Todo ello parece apuntar en el sentido que comentábamos: utilización de personal en nómina de otras empresas del grupo.

En relación a ambos aspectos debe destacarse que, en una encuesta realizada entre participantes del sector por la CNMV, llevada a cabo entre julio y agosto de 1993, el 73,3 por 100 de los encuestados manifestaron que las sociedades gestoras aprovechan los recursos técnicos y humanos del grupo. Sin embargo, aunque en el ámbito del sector la cuantificación de estos fenómenos pudiera disminuir la cifra de rentabilidad, no parece que sus efectos fuesen muy significativos, por lo que la rentabilidad seguiría situándose en niveles elevados. Por otra parte, como más adelante se comenta, también existen indicios que apuntan a que, en algunas entidades, la situación real en cuanto a resultados obtenidos podría ser superior a la reflejada por su cuenta de pérdidas y ganancias.

Cuando se estudian estas *ratios* distinguiendo por grupos financieros (algo que puede hacerse para 1995 con la información del mismo cuadro) se aprecia la importancia del tamaño del patrimonio gestionado en relación a la rentabilidad de los recursos destinados a la actividad. Las tasas de rentabilidad obtenidas por las gestoras de SAV no tienen nada que ver con los bancos y cajas de ahorros. El beneficio neto sobre recursos propios de las primeras (17,23 por 100) se aproxima mucho más a lo que podría considerarse como un nivel de beneficio normal. En cuanto a las diferencias observadas para bancos y cajas en esta *ratio* están originadas por el mayor importe de las comisiones de distribución cedidas por estas últimas, como ya se ha indicado.

Las cosas cambian bastante cuando se analiza la situación a escala individual, pues el espectro de



rentabilidad sobre recursos propios es tremendamente amplio. En el cuadro núm. 10 se presenta información sobre su evolución por tramos. Se aprecia la coexistencia de sociedades gestoras con rentabilidades superiores al 100 por 100; de hecho, en algunos años, algunas entidades han alcanzado el 400 por 100, con otras con rentabilidades negativas o inferiores al 15 por 100. Con un carácter meramente orientativo, podría suponerse una rentabilidad del 15 por 100 anual como el umbral a partir del cual se hace atractiva la presencia en el negocio, esto es, se estaría obteniendo una prima de riesgo adecuada, ya que remuneraciones inferiores podrían obtenerse con inversiones prácticamente sin riesgo. Pues bien, debe resaltarse el elevado porcentaje de SGIIC que cada año estarían obteniendo remuneraciones por debajo de ese mínimo que en algunos casos (años 1992 y 1995) supone prácticamente la mitad del sector en cuanto al número de entidades.

Podría pensarse que no son siempre las mismas gestoras las que obtienen peores rentabilidades, pero ello no parece confirmarse al observar la columna relativa a las rentabilidades medias en el período 1992-1995. La información en ella recogida es la agrupación por tramos de las gestoras en función de sus rentabilidades medias anuales. Sólo se han tenido en cuenta las entidades registradas al final de 1992 que permanecían en el Registro en 1995. En el conjunto de los cuatro años hay 16 entidades que obtienen rentabilidades medias negativas y otras 32 que no alcanzan tasas del 15 por 100 anuales. También resulta interesante destacar que los abandonos de actividad producidos parecen haber afectado únicamente a las entidades menos rentables, puesto que las 20 bajas producidas corresponden a las entidades encuadradas en los tramos inferiores al 15 por 100.

Por otra parte, habría que plantear la cuestión de cuáles son los motivos por los que los grupos que no están obteniendo rentabilidades satisfactorias permanecen en el mercado. Es probable que la respuesta se encuentre en los ingresos que ge-

neran las SGIIC para otras entidades del grupo. Efectivamente, tal y como se verá más adelante, la distribución de fondos en nuestro país se efectúa de manera predominante a través de intermediarios financieros pertenecientes al mismo grupo económico, debiéndose por otra parte recordar (véase nuestro artículo de este número sobre rentabilidades y costes de los fondos) que una parte importante de las comisiones de gestión (aproximadamente el 58 por 100) se ceden a los distribuidores, por lo que en algunos casos las gestoras son una fuente de ingresos por comisiones importantes para otras empresas del grupo de manera adicional a la rentabilidad que obtienen directamente.

La última columna del cuadro núm. 10 intenta reflejar, aunque de una manera imprecisa, este efecto. En ella se agrupan las SGIIC, para 1995, en función del importe que representan los beneficios netos más las comisiones de distribución cedidas sobre los recursos propios medios del ejercicio. Los resultados son bastante significativos. Cincuenta y dos entidades, el 41 por 100 de las activas, superan el 100 por 100. Por otra parte, el número de entidades en tramos inferiores al 15 por 100 se reduce prácticamente a la mitad. Cierto es que en esta *ratio* no se incluye información sobre los costes incurridos por los distribuidores del grupo, que obviamente sería necesario considerar, pero da una idea aproximada de la importancia de la cesión de comisiones.

En esta línea no parece demasiado arriesgado decir que es bastante probable que algunas gestoras estén disminuyendo sus cifras de resultados mediante la cesión de unas comisiones de distribución superiores al precio real del servicio prestado. Esta hipótesis parece confirmarse por el hecho de que existan entidades que ceden más del 80 por 100 de las comisiones de gestión que reciben a intermediarios de su grupo como retribución a su labor de comercialización. El patrimonio a escala global administrado por las gestoras en las que se produce esta circunstancia se aproxima a los 3,76

CUADRO NÚM. 10  
RENTABILIDAD DE LAS SGIIC  
(En porcentaje)

	1992	1993	1994	1995	Media 1992-1995	(Benef. + C. distr.)/RP 1995
> 100 .....	12	14	11	9	8	52
100-50 .....	13	11	19	15	16	23
50-30.....	24	30	20	16	21	12
15-30 .....	22	31	27	27	28	14
0-15 .....	49	43	42	55	32	25
< 0 .....	21	11	15	11	16	7
Total .....	141	140	134	133	121	133

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

billones de pesetas. Esta matización a los resultados de las gestoras es importante porque actúa de manera inversa sobre su cuenta de resultados a las efectuadas anteriormente en relación a la ausencia de medios técnicos y humanos en algunos casos. Pero también, y de manera fundamental, porque, como consecuencia de ello, se ampliarían los márgenes existentes para el descenso de comisiones. En cualquier caso, un análisis más riguroso debería disponer de información fiable sobre los costes reales imputables a la distribución, algo de lo que carecemos.

Una conclusión obvia de todo lo comentado en este punto, en relación a las abultadas rentabilidades obtenidas por las gestoras, es la existencia de márgenes suficientes como para disminuir las comisiones actualmente repercutidas a los inversores por la gestión de sus patrimonios. En el siguiente apartado se analizará esta cuestión y se cuantificará de una manera aproximada el ahorro de comisiones y, en consecuencia, la mejora en la rentabilidad obtenida por los inversores que ello podría implicar. No obstante, también debe destacarse el gran número de entidades con tasas de rentabilidad no tan saneadas y que pudieran tener problemas de viabilidad si se produjese un eventual descenso en las comisiones.

Por otra parte, también podría interpretarse que, dadas las altas tasas de rentabilidad obtenidas por las gestoras, su contribución sobre la mejora de eficiencia del sistema financiero en su conjunto resulta dudosa. Normalmente, entre las ventajas de la inversión colectiva se cita el fomento de la desintermediación financiera, puesto que pone en relación directamente a los ahorradores con los demandantes de financiación, dando por supuesto que tal desintermediación tiene por resultado una financiación más barata para éstos y la obtención de unas mayores tasas de rentabilidad para aquéllos, mejorando en consecuencia el funcionamiento global del mercado.

Pues bien, creemos que estas ventajas sí que se producen a pesar de los elevados márgenes de las SGIIC, pero el aumento en la eficiencia global podría ser mayor si se estableciesen los mecanismos adecuados de fomento de la competencia entre gestoras de manera que obtuviesen tasas de remuneración más acordes con el riesgo asumido. De hecho, volviendo al cuadro núm. 9, puede observarse que el beneficio neto representa unos porcentajes bastante reducidos sobre el patrimonio gestionado. A la misma conclusión, contribución de la inversión colectiva a la mejora en la eficiencia del sistema financiero, llega García-Vaquero (1994) después de comparar la evolución del margen de intermediación de bancos y cajas de ahorros de una parte y del margen conjunto de intermediación y de las comisiones asociadas a los fondos de otra.

#### IV. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

En este apartado se ha tratado de sintetizar diversos aspectos relacionados con la forma en que se desarrolla la competencia dentro del negocio de la gestión de fondos. Concretamente, nos referiremos en él a los mecanismos de distribución, a la existencia de intereses estratégicos con las matrices de las SGIIC y, de manera fundamental, a la identificación de economías de escala y a las posibilidades que éstas plantean para el descenso de comisiones si se establecen mecanismos incentivos de la competencia potenciadores de que, al menos parcialmente, tales economías reviertan sobre los ahorradores.

##### 1. Mecanismos de distribución

Las gestoras no efectúan directamente la venta de sus fondos de inversión, sino que recurren a otros intermediarios para ello. Estos intermediarios pueden ser empresas de su mismo grupo económico o de otros, incluso pueden ser representantes de entidades habilitadas para efectuar la comercialización de IIC. Resulta importante conocer en qué medida la distribución se está haciendo a partir de empresas vinculadas o no. A mayor relación entre las SGIIC y los vendedores de sus fondos puede esperarse que sus relaciones económicas sean más difusas, es decir, que los cobros y pagos entre ellas no respondan en todos los casos al coste efectivo del servicio prestado o recibido. No es que ello deba ser así necesariamente, pero resulta evidente que tales relaciones sólo pueden producirse cuando las dos entidades pertenecen al mismo grupo.

Más arriba se han apuntado algunos aspectos que parecen confirmar que podría estar produciéndose este fenómeno que, recordamos, eran la no repercusión a las SGIIC de los costes de los medios (técnicos o humanos) prestados por otras empresas del grupo y la cesión por parte de las SGIIC de comisiones de distribución superiores al coste efectivo del servicio. Adicionalmente, el esquema en el que el comercializador y el gestor pertenecen al mismo grupo permite el establecimiento de sistemas de comisiones poco transparentes. Un ejemplo claro de ello es la situación que se produce en los fondos españoles en los que los gastos de distribución se repercuten en la comisión de gestión y no en concepto de comisiones de suscripción, como ocurre en gran parte de los países de nuestro entorno.

En el cuadro núm. 11 puede apreciarse claramente que, en el mercado español, la comercialización se efectúa de manera mayoritaria por distribuidores pertenecientes al mismo grupo económico que la matriz. Los datos reflejados hacen referencia al total de comisiones de distribución cedidas y a qué parte de ellas se han pagado a entidades del mismo grupo, observándose algunas diferencias en

**CUADRO NÚM. 11**  
**MECANISMOS DE DISTRIBUCIÓN EN 1995**  
**(Cifras en millones)**

Tipo de grupo	Comisiones colocación	Cedidas al grupo	Porcentaje de comisiones cedidas grupo
Bancos .....	50.615	48.273	95,37
Cajas .....	33.391	26.400	79,06
SAV .....	4.811	3.894	80,94
Otros .....	4.342	3.818	87,93
<b>Total .....</b>	<b>93.159</b>	<b>82.385</b>	<b>88,43</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

función del tipo de grupo. En gestoras de bancos es marginal, de modo relativo, el recurso a comercializadores ajenos a la red propia. En cajas de ahorros y sociedades y agencias de valores, sin llegar a ser muy significativo, sí se aprecia un mayor recurso a distribuidores no pertenecientes al grupo. Sin embargo, las razones que explican esta situación obedecen a distintas motivaciones para ambos grupos. Mientras que las sociedades y agencias de valores se ven obligadas a recurrir a representantes para la venta de fondos debido a la ausencia de una red propia amplia, en el caso de las cajas de ahorros la importancia de las comisiones cedidas a intermediarios que no son del grupo se justifica por la inclusión de una gestora en este grupo, con un volumen importante de patrimonio administrado, que no es una caja de ahorros, aunque gestiona un gran número de fondos promovidos por estas entidades, que a su vez son accionistas indirectos de la gestora.

## 2. Relaciones con otras empresas del grupo

La integración de la gestión de IIC dentro de la estrategia global de los grupos financieros resulta evidente a tenor del interés mostrado por aumentar sus respectivas cuotas de mercado. En general, los fondos suponen una vía para sacar riesgos de balance, pero manteniendo vínculos importantes con el ahorrador, derivados de la imagen de marca que las

entidades aportan a sus fondos y de la «cautividad fiscal» de los partícipes que les orienta hacia la permanencia a largo plazo en la órbita de una misma entidad financiera. Por otra parte, también pueden servir para integrar en el negocio bancario la gestión de patrimonios que estaban al margen (inversión directa de los ahorradores). Finalmente, una parte de los pasivos «desintermediados» se vuelven a integrar en los balances de las entidades de crédito por las inversiones que realizan en éstas las IIC (*repos* e inversión en depósitos o cuentas corrientes). El conjunto de estas relaciones es lo que Contreras (1993) denominó, con una expresión ampliamente aceptada, como «desintermediación vinculada».

El resultado neto de estos factores sobre los estados financieros de las entidades de crédito ha sido objeto de varios análisis hasta la fecha (1). En general, el efecto sobre el balance parece más claro y se traduce en una disminución de su tamaño. Menos evidente resulta su efecto sobre las cuentas de resultados, ya que éste puede diferir sensiblemente entre grupos financieros en función de cuál sea el origen del ahorro aportado a los fondos (pasivos propios o ajenos, pasivos de alta o baja remuneración, etc.). Por ello, la cuantificación del efecto final depende del escenario que se suponga en relación a tales aspectos. En cualquier caso, no parece que el efecto de «canibalización» de la cuenta de resultados sea muy preocupante, pudiendo en algunos casos haber contribuido a su mejora.

Hemos intentado analizar la situación a 31 de diciembre de 1995 en relación con algunos de los aspectos que acaban de destacarse. Para ello nos hemos centrado en el resultado obtenido por las SGIIC del grupo, frente al de las empresas que constituyen la cabecera de su grupo económico, para dar una idea de la importancia real del negocio de gestión de fondos en la estrategia global del grupo. Hay que destacar que se comparan los beneficios de cada SGIIC con los de su principal accionista y no con los del grupo consolidado a que éste pertenezca. En el cuadro núm. 12 se incluye información, desglosada por tramos, relativa al porcentaje que suponen los resultados de la SGIIC en relación con los de la cabecera de su grupo. Tam-

**CUADRO NÚM. 12**  
**RESULTADOS SGIIC VERSUS RESULTADOS MATRIZ**

Número	Media	Rdo. SGIIC/Rdo. matriz (Porcentaje)			C. distribución neta de impuestos/Rdo. matriz (porcentaje)	
		> 100	50-100	20-50		
Bancos .....	39	13,20	9	3	6	13,41
Cajas .....	21	5,22	0	0	1	8,95
SAV .....	22	50,30	8	4	2	180,85
<b>Total .....</b>	<b>82</b>	<b>9,91</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12,17</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AEB, CECA y CNMV.

bién se ha calculado el porcentaje que representan las comisiones cedidas en concepto de distribución (una vez descontado el efecto impositivo) sobre los resultados de la matriz, consiguiendo con esta última *ratio* una aproximación, aunque imperfecta, a la importancia de la comercialización de fondos en el negocio global del grupo financiero. Una *ratio* más exacta hubiese sido la comparación del importe de las comisiones de distribución con el total de ingresos por comisiones del grupo, pero no hemos dispuesto de la información necesaria para ello. Como principales conclusiones al respecto, pueden señalarse las siguientes:

a) Las SAV son los intermediarios financieros en los que el negocio de la gestión de fondos de inversión tiene mayor importancia relativa. En media, los beneficios por este concepto supone un equivalente al 50 por 100 del beneficio derivado por el resto de áreas de actividad, dándose la circunstancia de que en un 36 por 100 de ellas son superiores los resultados originados en sus gestoras que los de la propia SAV. Adicionalmente, los ingresos cedidos en concepto de comisión de distribución parecen ser una parte muy importante de los ingresos de las entidades que comercializan los fondos de inversión.

b) Entre bancos y cajas de ahorros se aprecian importantes diferencias, en cuanto a la relación entre los ingresos de sus gestoras y los de la propia matriz, que ponen de manifiesto la mayor apuesta por el producto de las entidades bancarias. Las discrepancias se mantienen al analizar la importancia de las comisiones cedidas, pues en ambos casos

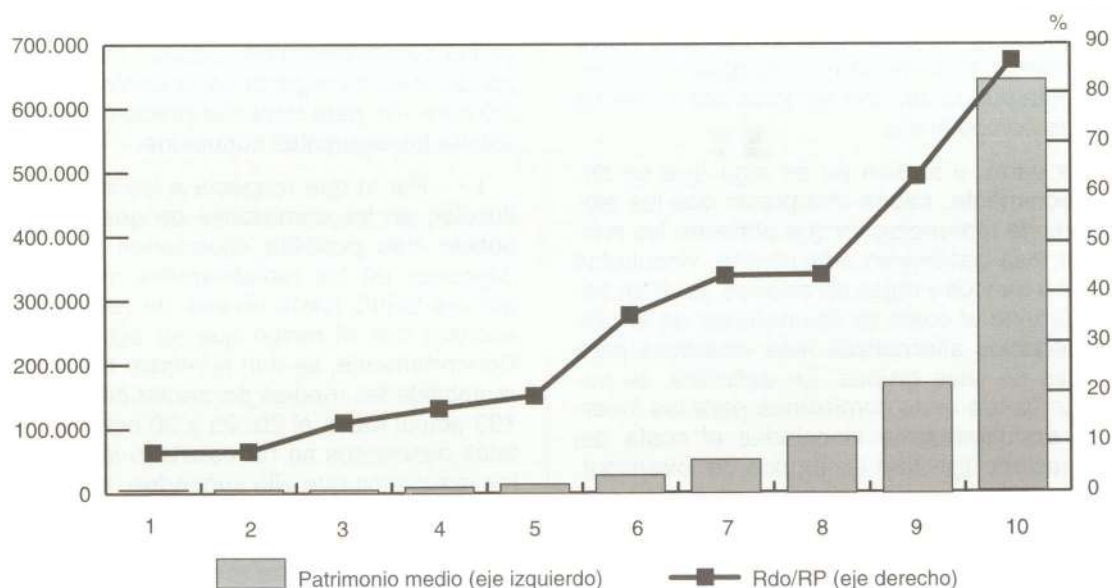
representan a porcentajes dispares. Hay que señalar que en las nueve gestoras pertenecientes a grupos bancarios cuyos ingresos superan a los de sus matrices esta situación se debe bien a la existencia de pérdidas en la matriz (seis casos) o bien a que se trata de bancos de pequeño tamaño con reducidos beneficios durante el pasado ejercicio.

c) Globalmente, la importancia de la gestión y distribución de IIC en el negocio de los intermediarios financieros se constata en que, para el conjunto de las entidades analizadas, los resultados de las gestoras representan casi el 10 por 100 de los de sus respectivas matrices. Lo que demuestra que los fondos son, para algunos grupos financieros, una parte fundamental del negocio.

### 3. Efecto tamaño

La importancia del tamaño del patrimonio administrado sobre el negocio ya se ha apuntado, en cierta medida, cuando se han mostrado las tasas de rentabilidad obtenidas por las gestoras en función de su grupo económico. En este epígrafe abordamos más en detalle esta cuestión. La existencia en la práctica de economías de escala en la gestión queda patente en el gráfico 2, en el cual se muestran las SGIIIC agrupadas en tramos según el patrimonio que administran incluyendo, asimismo, información sobre la rentabilidad media de cada tramo sobre recursos propios. Cada uno de los tramos recoge el 10 por 100 de las gestoras, ordenadas según el volumen de recursos gestionados.

GRÁFICO 2  
ECONOMÍAS DE ESCALA EN LA GESTIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN



La mejora en las tasas de rentabilidad media obtenidas a medida que aumenta el patrimonio administrado resulta evidente y especialmente acentuada para las gestoras de mayor tamaño, en las cuales la rentabilidad se dispara hasta remuneraciones medias cercanas al 90 por 100. Al margen de confirmar la existencia de economías de escala en la gestión de fondos, se constata una segunda hipótesis muy significativa por lo que respecta al análisis de la competencia en el sector: las ventajas del efecto tamaño parecen beneficiar exclusivamente a las entidades gestoras, pues como se demostró en nuestro artículo relativo a la rentabilidad y costes de los fondos de inversión, los inversores no disfrutaban de unas menores comisiones de gestión por invertir en fondos de mayor tamaño o por dirigirse a las gestoras que más patrimonio administran.

Las conclusiones que pueden extraerse desde el punto de vista de la competencia establecida entre los participantes en el mercado serían las siguientes:

a) Parece que las entidades líderes imponen los precios que consideran adecuados a sus intereses y las entidades de menor tamaño se adaptan a tales precios para continuar con su presencia en el mercado.

b) Se confirma la impresión de que, a pesar del elevado número de entidades presentes en el negocio, no parece existir una competencia en precios entre ellas. Entre las causas que podrían explicar el bajo nivel de competencia que se observa en el sector, al margen de las ya comentadas sobre el efecto poco incentivador del régimen fiscal anterior al penalizar a los inversores que reembolsaban sus participaciones en un fondo, tal vez haya que aludir a que los costes de gestión son, en general, una parte marginal de la rentabilidad obtenida por los inversores, por lo que éstos quizá no estén dando una gran importancia al aspecto de los costes repercutidos. El aumento de la transparencia al respecto quizá podría disminuir este fenómeno, aunque no creemos que ésta pueda ser una solución por sí misma a la falta de competencia.

Por otra parte, y si bien no es algo que se deduzca directamente, cabría interpretar que las elevadas tasas de remuneración que obtienen las entidades que más patrimonio administran, vinculadas en general a bancos y cajas de ahorros, podrían estar incorporando el coste de oportunidad de la pérdida de negocios alternativos más atractivos para las matrices de tales grupos. En definitiva, se podrían estar fijando unas comisiones para los inversores no exclusivamente vinculadas al coste del servicio prestado (gestión de fondos de inversión), sino que también se verían influidas, en alguna manera, por el coste de la pérdida de negocio potencial para otras áreas de negocio del grupo.

Al margen de estas conclusiones, otra lectura que

puede hacerse de la información del gráfico 2 es la relativa al tamaño mínimo a partir del cual una SGIC comienza a ser rentable económicamente. Sería algo aproximado al cálculo del punto mínimo de explotación desde una perspectiva empírica. Si, continuando con lo propuesto más arriba, se entendiese con carácter orientativo que el nivel mínimo de remuneración a la actividad de gestión de IIC es el 15 por 100, resultaría que las gestoras que obtienen como media esa rentabilidad gestionan unos recursos, a escala individual, de entre 6.000 a 9.000 millones. A pesar de que esta masa crítica de negocio no es muy elevada, existe un número importante de gestoras que no alcanzan los 6.000 millones (45 a finales de 1995).

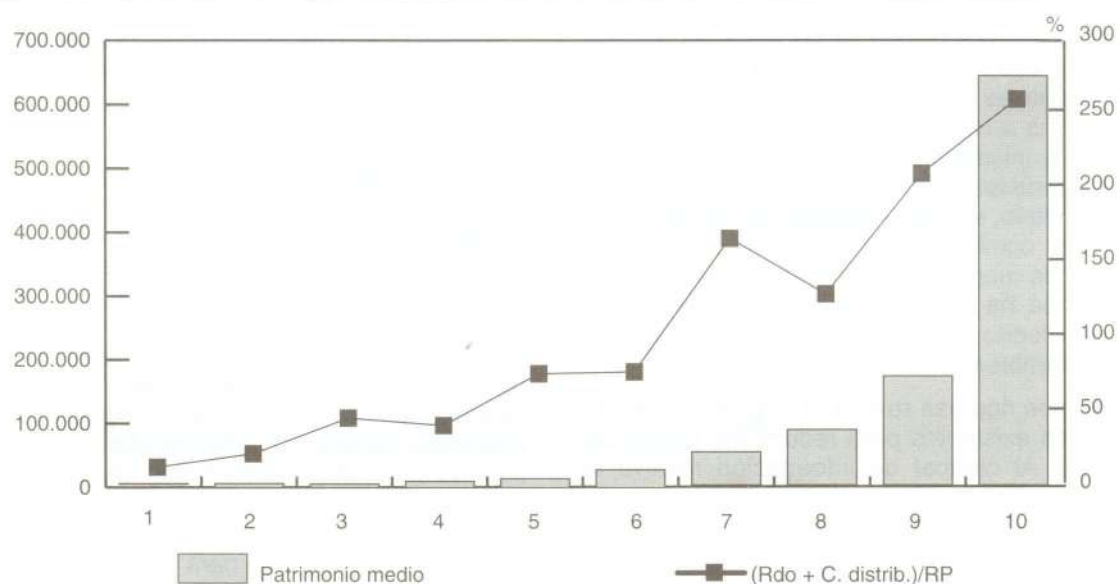
La existencia de economías de escala se confirma también desde la perspectiva de la gestión-distribución. En el gráfico 3 se pone en relación los resultados netos de las SGIC y los ingresos por distribución que aportan a otras entidades del grupo con los recursos propios medios de las SGIC. Nuevamente se pone de relieve cómo a medida que aumenta el volumen de patrimonio gestionado, la *ratio* citada aumenta de manera prácticamente exponencial. Tal vez esta conclusión sería matizable si se introdujesen en la estimación los costes imputables a la comercialización de los fondos de los que, como ya hemos dicho, carecemos.

#### 4. Capacidad de reducir las comisiones

En los epígrafes precedentes ha quedado patente la existencia de tasas de rentabilidad muy elevadas en parte de las gestoras actualmente presentes en el mercado. A partir de esto se puede mantener que, si se diesen las condiciones adecuadas para fomentar la competencia por la captación de cuotas de mercado, existiría un cierto margen para que se desarrollase entre ellas una «guerra de comisiones». Pero ¿hasta dónde podría llegar el estrechamiento de las comisiones repercutidas? Para tratar de responder a esta pregunta se ha confeccionado el cuadro núm. 13, para cuya elaboración se han tenido en cuenta los siguientes supuestos:

1.º Por lo que respecta a los escenarios de reducción en las comisiones de gestión, se han supuesto tres posibles situaciones que implican el descenso de las rentabilidades medias obtenidas por las SGIC hasta niveles de remuneración más acordes con el riesgo que su actividad comporta. Concretamente, se han supuesto descensos en las rentabilidades medias del sector desde el 62,94 por 100 actual hasta el 20, 25 y 30 por 100. A partir de tales descensos se ha estimado la disminución de los resultados que ello supondría, resultando tal importe equivalente al ahorro del que se beneficiarían los inversores. La mejora en la rentabilidad media de los partícipes sería el resultado de dividir la cantidad que se ahorrarían por la repercusión de unas

**GRÁFICO 3**  
**ECONOMÍAS DE ESCALA EN LA GESTIÓN-DISTRIBUCIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN**



**CUADRO NÚM. 13**  
**ESCENARIOS DE REDUCCIÓN DE COMISIONES**  
**(Cifras en millones)**

	<i>Beneficio/Recursos propios</i>			
	62,94 %	30 %	25 %	20 %
Beneficio neto SGIIC .....	46.521	22.175	18.479	14.783
Ahorro estimado comisiones gestión				
— Importe .....	N/A	24.347	28.042	31.738
— Porcentaje patrimonio .....	N/A	0,22	0,25	0,28
Núm. SGIIC con rentabilidad < 15 % .....	66	98	98	100
Núm. SGIIC en pérdidas .....	11	65	68	71
Ahorro estimado anual en distribución (*) .....	N/A	39.957	39.957	39.957
Ganancia total anual partícipes				
— Importe .....	N/A	64.304	67.999	71.695
— Mejora rentabilidad anual (%) .....	N/A	0,57	0,60	0,64

**(\*) Ahorro estimado en distribución**

	<i>Importe</i>	<i>Comisión suscripción supuesta (porcentaje)</i>	<i>Importe comisión</i>
— Patrimonio diario:			
FIAMM .....	6.394.233	1,00	63.942
FIM RF .....	3.806.657	1,50	57.100
Resto FIM .....	1.070.244	2,50	26.756
— Total comisiones .....			147.798
— Comisiones/núm. años media .....			53.165
— Importe actual comisiones .....			93.122
— Ahorro estimado distribución .....			39.957
— Porcentaje patrimonio .....			0,35

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

menores comisiones entre el patrimonio medio diario mantenido durante 1995.

2.º En todos los casos se ha estimado cuántas gestoras entrarían en pérdidas y cuántas tendrían remuneraciones por debajo de las mínimas razonables (15 por 100). Para ello se ha supuesto que todas las entidades presentes en el mercado se verían obligadas a reducir sus comisiones de gestión medias en la misma proporción equivalente al ahorro de los partícipes. Esta hipótesis se justifica porque, en principio, si todas redujesen en idéntico porcentaje sus comisiones mantendrían inalterables sus cuotas de mercado. A partir de las «nuevas comisiones», se ha calculado su cifra de resultados netos suponiendo que el resto de gastos permaneciesen inalterables.

3.º Menos rigurosa resulta la estimación de las posibilidades existentes para reducir los gastos de distribución. Al carecer de información relativa al coste del servicio, se desconocen los márgenes obtenidos, por lo que la forma de estimación no puede ser la misma que hemos seguido respecto a los costes de gestión. Sin embargo, hemos intentado efectuar una aproximación a partir de la información disponible respecto a los costes de distribución repercutidos a los inversores en fondos españoles y los habituales en otros países de nuestro entorno.

Por lo que se refiere al coste de distribución de los fondos españoles, se cobra como parte de la comisión de gestión. Al tener ésta carácter anual, el importe finalmente pagado por el partícipe estará en función del número de años que permanezca en el fondo. Se dispone de información estadística respecto al importe que suponen, para los FIM y FIAMM en conjunto, los gastos de distribución. Por otra parte, puede efectuarse una estimación del número de años que permanecen en media los inversores de los fondos españoles. Teniendo en cuenta ambos elementos, se obtiene una estimación de los costes de distribución soportados a escala global. Tales cálculos se han presentado en nuestro anterior artículo de este mismo número, llegando a un porcentaje del 2,31 por 100 como media del sector.

Nuestra estimación del posible ahorro en comisiones de distribución se ha basado en la hipótesis de que las mismas podrían reducirse hasta los niveles de otros países comunitarios. Según Zurstrassen (1993), en el ámbito europeo existe gran dispersión en las comisiones repercutidas por este concepto en función de los sistemas de distribución e incluso de las relaciones entre la gestora y el vendedor de los fondos. En cualquier caso, señalan las comisiones vigentes en varios países para los diferentes tipos de fondos, y en ellas nos hemos apoyado para la estimación realizada, habiendo calculado el ahorro que tendrían los inversores suponiendo que los gastos de distribución se redujesen hasta los niveles siguientes: FIAMM, 1 por 100; FIM de RF, 1,5 por 100; resto de FIM, 2,5 por 100.

Para cuantificar el ahorro anual para los inversores ha de tenerse en cuenta nuevamente el período medio de permanencia (2,78 por 100) años y distribuirle entre dicho plazo.

Teniendo en cuenta las hipótesis apuntadas, y sin que en ningún caso puedan calificarse las conclusiones como definitivas, a la vista del cuadro núm. 13, cabe indicar que:

a) La mejora en la rentabilidad obtenida por los inversores, que podría suponer un descenso en los márgenes de las entidades gestoras hasta tasas de rentabilidad más normales, oscilaría entre el 0,22 y el 0,28 por 100 anual. Se constata la impresión comentada más arriba en relación con el efecto un tanto marginal que podría tener una «guerra de comisiones» (entiéndase de comisiones de gestión) desde el punto de vista de los partícipes, puesto que ahora se aprecian diferenciales de rentabilidad superiores a esos porcentajes entre fondos con idénticos niveles de riesgo sin que se detecte una clara preferencia de los inversores por los más rentables. Incluso el efecto para el inversor pudiera no alcanzar los porcentajes expresados si se confirmase la existencia de costes no repercutidos actualmente a las SGIIC (uso de medios técnicos y humanos de sus matrices).

b) Muy distintas son las conclusiones en cuanto al efecto que ello podría tener sobre la situación de las SGIIC. El número de entidades en pérdidas se dispararía, en principio, hasta porcentajes de entorno al 50 por 100 del sector. Adicionalmente, alrededor de un 80 por 100 de ellas se situaría con tasas de rentabilidad poco atractivas. Todo ello parece apuntar a que un eventual estrechamiento de sus márgenes pudiera provocar problemas de solvencia en el sector en su conjunto.

Sin embargo, es posible que los problemas de viabilidad no fuesen tan importantes como podría desprenderse de tales cifras, puesto que, como ya se ha apuntado más arriba, un buen número de gestoras están cediendo en la actualidad porcentajes muy elevados de sus ingresos como comisiones de comercialización. Es posible que en los grupos en los que se esté produciendo esta circunstancia, de reducirse las comisiones de gestión, disminuyese asimismo el importe que ceden a sus matrices, por lo que no llegarían a entrar en pérdidas.

No obstante, resulta innegable que esta situación podría expulsar del mercado a una parte de las gestoras actualmente presentes en el negocio, ya que no todas podrían adaptarse, con sus cuotas actuales de mercado, a la nueva estructura de comisiones. De producirse esta situación, las entidades que permaneciesen en el mercado ampliarían su volumen de negocio, lo que podría generar mayores economías de escala y márgenes adicionales para el descenso de comisiones, aunque no parece que tal efecto fuese significativo.

c) Las conclusiones en cuanto al ahorro posible en las comisiones de distribución hay que tomarlas con bastante cautela debido a las carencias de información que obligan a efectuar una aproximación muy indirecta. Su efecto sobre la rentabilidad de los inversores podría ser superior al impacto del descenso de la comisión de gestión, incluso ante los supuestos más restrictivos en cuanto a márgenes de las gestoras. Esta conclusión es lógica si se tiene en cuenta que el peso del coste de la distribución supera al de la gestión en el importe repercutido en concepto de ambas comisiones.

d) El ahorro global por ambos conceptos podría originar una mejora en la rentabilidad anual de los fondos entre el 0,57 y el 0,65 por 100. Evidentemente, esta mejora en la rentabilidad tendría tanto más efecto relativo cuanto menos volátiles sean los distintos fondos. Quizá no fuese decisiva para los fondos de renta variable, pero sí podría decirse que tendría una importancia significativa en el caso de los FIAMM o FIM de RF a corto plazo. La cantidad que podrían «ahorrarse» los inversores (71.695 millones) representa aproximadamente el 40 por 100 de todos los costes que les fueron cargados durante 1995, lo que da una idea de la capacidad existente para reducir las comisiones actualmente repercutidas.

e) Una cuestión que no puede olvidarse es el efecto que una situación como la resultante de estos cálculos podría originar en el resto de entidades del grupo económico de las SGIIC. Verían reducidos sus resultados consolidados por una doble vía. Por una parte, por el descenso en las comisiones de comercialización que actualmente están facturando a sus gestoras; por otra, por la disminución en la rentabilidad de sus inversiones materializadas en acciones de SGIIC.

En el epígrafe dedicado a analizar las relaciones de las SGIIC con sus matrices se han aportado datos de la gran importancia que tiene la gestión de IIC para algunos grupos financieros, los cuales podrían verse seriamente afectados ante un escenario de descenso de comisiones de gestión como el descrito. Es posible que esta situación actuase como un límite al descenso potencial de comisiones. En definitiva, los distintos grupos no llevarían a cabo descensos que pusiesen en peligro sus cuentas de resultados. Hasta qué punto tales límites afectarían a sus cuotas de mercado actuales es algo sumamente difícil de estimar.

Como comentario final ante todas las conclusiones que acaban de apuntarse no puede sino destacarse nuevamente la necesidad de buscar medidas que potencien la competencia interna en el sector, cosa que beneficiaría en última instancia a los inversores en fondos de inversión y que aumentaría la eficiencia del sistema financiero en su conjunto.

## V. CONCLUSIONES

Aunque respecto al asunto que ha sido objeto de análisis hay aspectos que podrían ser matizados u otros en los que existen posibilidades de profundizar, las conclusiones en las que se podría resumir el presente trabajo son las siguientes:

1.<sup>a</sup> Durante el período analizado, el crecimiento del número de SGIIC ha sido mucho menor que el del número de fondos y que el incremento del patrimonio de éstos, lo que parece indicar una cierta consolidación del sector en cuanto intervinientes en el mismo.

2.<sup>a</sup> El fuerte crecimiento de las cifras manejadas por el sector ha podido ser una de las causas por las que no se ha producido una gran competencia de precios entre las distintas SGIIC.

3.<sup>a</sup> Existe una gran concentración tanto en el ámbito de grupos financieros (las SGIIC dependientes de bancos y cajas de ahorros controlan más del 90 por 100 del patrimonio y del número de partícipes) como en el de gestoras, habiendo a la vez un gran número de SGIIC que gestionan muy poco patrimonio.

4.<sup>a</sup> El estudio del balance consolidado indica una gran solidez en todos sus apartados (solventía, liquidez, endeudamiento, etc.), cosa lógica dadas las exigencias que normativamente las SGIIC tienen que cumplir.

5.<sup>a</sup> Analizada la cuenta de resultados, se ve que un porcentaje muy elevado de las comisiones cobradas, alrededor del 50 por 100, se destina a retribuir a los comercializadores, siendo de mucha menor importancia los gastos de explotación. Ese mismo análisis realizado por grupos financieros indica importantes diferencias entre los distintos grupos de entidades.

6.<sup>a</sup> Las cifras de rentabilidad en su conjunto son muy elevadas, tanto si se las compara con las comisiones ingresadas como si se hace esta comparación con los recursos utilizados. Sin embargo, existe un amplio espectro de rentabilidades entre las diferentes SGIIC. En todo caso, es importante la contribución de los resultados de las gestoras a la cifra global de resultados de la entidad matriz.

7.<sup>a</sup> Las tasas de rentabilidad se incrementan más que proporcionalmente a medida que aumenta el volumen de los fondos gestionados, aunque ello no se traduzca en unos menores costes para los partícipes de los fondos de esas SGIIC.

8.<sup>a</sup> La rebaja de dichas tasas hasta niveles considerados normales no supondría un gran beneficio para los partícipes. Esta disminución, caso de producirse, sí que tendría un importante efecto en las cuentas de resultados de las SGIIC, pu-



diendo llegar a quedar fuera del mercado bastantes de ellas.

9.<sup>a</sup> Mayor incidencia en el aumento de la rentabilidad percibida por los partícipes tendría un cambio en el sistema de remuneración de los comercializadores, aunque ello influiría de manera importante en los resultados globales obtenidos por las empresas matrices.

#### NOTAS

(1) Véase CONTRERAS, C. (1993), y GONZÁLEZ MOSQUERA, L. (1995).

#### REFERENCIAS

- CONTRERAS, C. (1993), «Un balance de la guerra de los fondos de inversión», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1994). «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993», *Boletín Económico* del Banco de España, marzo 1994.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L. (1995), «Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito», *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto 1995.
- PORTER, M. (1980), *Estrategia competitiva*, Editorial CECSA.
- ZÜRSTRASSEN, P. (1993), «Quelle politique de prix pour un OPCVM européen?», *ALFI Year Book*, 1993.

# MERCADO COMPETITIVO Y FONDOS DE INVERSIÓN

Francisco Luis de Vera Santana

## I. INTRODUCCIÓN

---

El propósito de este artículo (\*) es contribuir al estudio de la industria de los fondos de inversión y de su mercado desde la óptica del grado de concurrencia existente. Dado que los fondos de inversión constituyen, hoy en día, un producto financiero ampliamente demandado por ahorradores de muy diverso grado de sofisticación en los países desarrollados, las cuestiones ligadas a la protección del inversor y eficaz funcionamiento de la industria son de gran importancia tanto para los ahorradores últimos como para el correcto funcionamiento de los mercados financieros en tanto que asignadores de recursos entre usos alternativos.

En las páginas que siguen, se intenta averiguar si el mercado de los fondos de inversión es un mercado donde reina la competencia perfecta o, al menos, se trata de un mercado contestable. La preocupación por encontrar respuestas a estas preguntas está basada en la idea de que en un mercado financiero abierto al público, competencia, transparencia y regulación forman un trinomio cuya suma es cero: lo que falte de uno para llegar al nivel aceptable lo tendrá que añadir otro para que la sociedad se encuentre protegida según estándares aceptados por los países desarrollados.

La evidencia manejada en este artículo no parece ser concluyente para que se pueda afirmar que existe competencia perfecta en el mercado. Existe un conjunto de magnitudes que pueden hacer pensar que el grado de concurrencia es elevado, pero la rigidez de los precios a la baja, a pesar del permanente aumento del número de fondos que entran en la liza competitiva, ensombrece la imagen de competencia perfecta que, en otro caso, se tendría. De hecho, el análisis brindará datos que hacen pensar que se trata de un mercado emergente en el cual la oferta a duras penas mantiene el mismo ritmo de crecimiento que la demanda, y en el que la competencia vía precios aún ocupa un lugar secundario en las preocupaciones de los oferentes.

Dado que no parece tratarse de un mercado de

competencia perfecta, se ha estudiado si concurren los elementos necesarios para caracterizarlo como contestable. La existencia de algunas barreras de entrada y, sobre todo, de barreras al crecimiento dentro del mercado hace pensar que éste goza de una contestabilidad disminuida. Estas barreras se concretan, sobre todo, en las economías de escala y alcance, y en el papel de las redes comerciales. A esto se añadiría la cautividad fiscal del partícipe.

El artículo comienza con unas consideraciones iniciales sobre las características que debe reunir un mercado competitivo en el caso de productos financieros. A continuación, se pasa revista a algunas magnitudes cuyo comportamiento evidencia el grado de competencia existente en el mercado de fondos de inversión. El siguiente apartado del artículo se dedica a analizar las posibles causas explicativas de la situación del mercado: barreras de entrada y salida, y capacidad de decisión de los inversores. Posteriormente, se describe el comportamiento de las entidades oferentes en el entorno de sus estrategias empresariales. La parte final del artículo se dedica a repasar la regulación existente para evaluar en qué medida dificulta o facilita la competencia en el mercado, y se termina con algunas conclusiones.

## II. COMPETENCIA

---

Normalmente, se dice que en una industria hay competencia perfecta cuando los productos ofrecidos son homogéneos, no existen impedimentos para entrar o salir de la industria, las empresas son de pequeño tamaño en relación con el del mercado y su número es abundante.

Se suele afirmar que en aquellas industrias en las que impera la competencia perfecta no se hace necesaria la intervención de un agente externo para garantizar el interés general: las empresas que forman parte de la industria, por sí mismas, al competir entre ellas, terminarían por producir sus bienes o servicios de la manera más eficiente posible y los ofrecerían a los consumidores o usuarios a unos

precios que les permitieran maximizar su bienestar. Por el contrario, en industrias oligopolistas o monopolistas, sería necesaria la implantación de poderes compensadores que pusieran límite a los excesos que, en detrimento de los consumidores, pudieran cometer los oferentes.

En una primera aproximación a la industria de los fondos de inversión, difícilmente se pueden apreciar síntomas de oligopolio: hay numerosos fondos y sociedades gestoras, existe una fuerte rivalidad entre ellas en la captación de nuevos partícipes, los productos ofrecidos muestran una notable homogeneidad y aparentemente las barreras para entrar y salir de la industria no son insalvables. ¿Estamos, por tanto, ante un ejemplo de competencia perfecta como esta observación simplista de la realidad nos invita a pensar? Si ello fuera así, la industria sería eficiente y competitiva —esto es, sus costes serían mínimos en relación con su producción— y los precios serían tales que su descenso dejaría costes sin cubrir. No parece ser éste el caso de la industria española de fondos de inversión.

Las situaciones de competencia perfecta distan mucho de ser frecuentes en las industrias en las que se producen economías de escala y alcance. En las industrias en las que estas economías tienen lugar, la supervivencia de las empresas de pequeña dimensión se pone en entredicho (su destino será desaparecer, a menos que la ineficiencia del mercado les permita aplicar unos precios superiores a los que necesitan las empresas grandes para retribuir sus costes). En el caso particular de la industria de fondos de inversión, las economías de escala y alcance que tienen carácter relevante son las derivadas de los avances tecnológicos, de las mejoras de los sistemas de organización y control, y del aprovechamiento de las redes de comercialización de productos financieros existentes en el mercado. En el caso español, el peso de estos tres factores se distribuye desigualmente entre unas sociedades gestoras que tienen tamaños diferentes, que disfrutan de implantaciones comerciales variopintas y que, cuando no son independientes, guardan relaciones de afiliación con grupos financieros de distinto tamaño.

Este fenómeno, que no es privativo de los fondos de inversión, ha llevado a la literatura que se ocupa de los servicios financieros a arrinconar el modelo de competencia perfecta como patrón con el que medir la eficiencia de la industria para sustituirlo por el concepto de contestabilidad o contienda perfecta (*perfect contestability*). En condiciones de contestabilidad perfecta, se admite que las empresas puedan ser de distinto tamaño, pero debe existir libertad para que nuevas empresas puedan entrar en el mercado y para que las establecidas lo puedan abandonar sin que en ninguno de los dos casos tengan que incurrir en costes que no puedan recuperar (*sunk costs*). Esto es, una firma que deseara abandonar el mercado no tendría que incurrir en perjui-

cios económicos de importancia, bien porque no haya tenido que inmovilizar recursos cuando accedió a él, bien porque pueda liquidarlos sin coste o pueda adaptarlos a otros usos alternativos. La existencia de condiciones de contestabilidad en un mercado garantiza, cuando la rentabilidad lo justifica, la entrada de nuevas empresas competidoras de las existentes en precio y calidad, contribuyendo a elevar el grado de eficiencia de la industria.

Para que el usuario aproveche plenamente las ventajas del mercado, se hace también necesario que se den ciertas condiciones que le permitan elegir libremente entre las opciones ofertadas. En particular, parece necesario que el usuario deba estar informado suficientemente de las opciones disponibles, que no exista impedimento para entrar o salir de alguna de las opciones y que no incurra, tampoco, en costes irre recuperables para salir de alguna de las opciones o del mercado. Si todo lo anterior no se cumple, surgirá algún tipo de ineficiencia de la que alguien sacará provecho y por la que algún otro se verá perjudicado. La ineficiencia nunca es neutral.

Corolario de lo anterior sería que la necesidad de regulación de una industria marchara en sentido inverso de su grado de eficiencia. Cuanto más alejada esté una industria del modelo de competición que se estime socialmente adecuado, mayor será la demanda de regulación; en sentido inverso, cuanto más eficiente sea una industria, menor necesidad tendrá de ser regulada, y la preocupación del regulador por la protección del usuario no irá más allá de garantizar la disponibilidad de una información homogénea y puntual que facilite la comparación entre las ofertas del mercado.

### III. SÍNTOMAS DE LA COMPETENCIA

En un mercado con fuerte competencia, cabría pensar que las sociedades gestoras tratarían de apurar sus ventajas competitivas. Ello les induciría a diseñar estrategias de especialización en su actividad, bien ofreciendo amplias gamas diversificadas de fondos que cubrieran todas las preferencias de los inversores (compitiendo, por tanto, en diversificación, servicio integrado, imagen de marca y precio), bien centrándose en fondos especializados, orientados a nichos del mercado en los que cuenten con especial capacitación por conocimiento o economía de escala (compitiendo en rentabilidad, exotismo o precio).

De esa competencia el mercado debería ver surgir una oferta diversificada de fondos —diversidad que sus comercializadores se ocuparían de acentuar en toda su actividad publicitaria y promocional—, una mejora relativa de la rentabilidad de los fondos y una tendencia a la baja de las comisiones. En particular, las comisiones tenderían a caer con la

aparición de nuevas sociedades gestoras y fondos competidores, y con las mejoras de la eficiencia de las gestoras, gracias a sus estrategias competitivas de crecimiento por volumen o especialización, que habrían de manifestarse, en último término, en reducción de costes unitarios. No sería aventurado pensar que en un entorno competitivo las sociedades gestoras cuyos fondos perdieran rentabilidad en términos comparativos se apresuraran a compensar a sus clientes y comercializadores con reducciones en las comisiones de gestión.

En un mercado competitivo, también cabría pensar que las sociedades gestoras ofrecieran sus fondos a todos los comercializadores (intermediarios financieros) existentes en el mercado —como ocurre con cualquier otro valor mobiliario— y que éstos, a su vez, compitieran por comercializar entre sus clientes aquellos fondos más rentables dentro de cada categoría de fondos, que les permitieran ampliar su clientela, y rechazaran la distribución de los menos competitivos. Con ello, la función de asesoramiento de su clientela se vería mejorada. Paralelamente, la competencia entre comercializadores por los mejores fondos les llevaría a cobrar a las sociedades gestoras comisiones de comercialización más baratas, contribuyendo con ello a la eficiencia de estas últimas y abaratando los costes totales.

Consecuencia de todo ello sería que los comercializadores venderían habitualmente fondos de sociedades gestoras diferentes, que los inversores disfrutarían previsiblemente de un asesoramiento más independiente y selectivo, que sus costes de transacción (comisiones de comercialización) serían menores, que la rentabilidad de su inversión sería mayor y que gozarían de una mayor libertad de decisión. Previsiblemente, los beneficios de las sociedades gestoras, en su conjunto, tenderían a caer, y sólo obtendrían beneficios excepcionales aquellas

que destacaran por el valor añadido a sus clientes. La caída de beneficios debería ir pareja al aumento del número de fondos ofrecidos y del número de sociedades gestoras presentes en el mercado. Los beneficios de las sociedades gestoras tenderían a ser semejantes a las de otras entidades financieras que ofrecieran a sus clientes rentabilidades parecidas, o, de lo contrario, se produciría la paradoja de que los clientes estarían retribuyendo de distinta manera valores idénticos aportados por oferentes de productos financieros distintos.

Una aproximación elemental al grado de competencia existente en la industria de los fondos de inversión en España requiere evaluar la magnitud de la evolución de algunas variables relevantes. El número de oferentes (sociedades gestoras) y de productos ofrecidos es el obligado punto de partida. A continuación, la observación de la concentración de la industria o, dicho en otros términos, la cuota de mercado de cada oferente ayudará a matizar la información que aporta la mera cuantificación de los oferentes. En tercer lugar, la evolución de los precios pagados (comisiones) mostrará si de la concurrencia de muchos oferentes se derivan ventajas para el partícipe. Por último, la rentabilidad de las sociedades gestoras señalará, en su caso, si la competencia ha llevado a la industria a marcar unos precios que se limitan a retribuir sus recursos productivos o, por el contrario, queda margen excedentario (1).

## 1. Fondos y gestoras

El número de fondos de inversión ofrecidos en el mercado, sus partícipes y su patrimonio ha aumentado espectacularmente en los últimos años (cuadros núms. 1, 2 y 3). En general, estos crecimientos han mostrado una cierta regularidad; casi se podría

CUADRO NÚM. 1  
NÚMERO DE FONDOS

	1991	1992	1993	1994	1995
FIM .....	285	371	441	528	585
FIAM .....	88	106	130	138	151
Total.....	373	477	571	666	736

Fuente: CNMV.

CUADRO NÚM. 2  
NÚMERO DE PARTÍCIPES

	1991	1992	1993	1994	1995
FIM .....	663,1	900,4	1.446,9	1.440,9	1.334,3
FIAM .....	482,0	776,8	1.101,4	1.356,0	1.611,1
Total.....	1.145,1	1.677,2	2.548,3	2.796,9	2.945,4

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 3**  
**PATRIMONIO (millones de pesetas)**

	1991	1992	1993	1994	1995
FIM.....	1.905.972	2.992.555	5.557.837	5.287.287	5.199.893
FIAM.....	1.964.087	3.287.810	4.736.734	5.962.282	6.993.227
Total.....	3.870.059	6.280.365	10.294.571	11.249.569	12.193.120

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 4**  
**EVOLUCIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS**

	1991	1992	1993	1994	1995
Número de SGIIC .....	134	143	144	136	136
Patrimonio gestionado por gestora (millones de pesetas) .....	28.881,0	43.918,6	71.490,1	82.717,4	89.655,3
Número de fondos gestionados por gestora .....	2,8	3,3	4,0	4,9	5,6

Fuente: CNMV.

decir que los fondos han ido apareciendo en el mercado a medida que han sido demandados por los ahorradores, y no tanto como instrumentos de competición empleados por este o aquel grupo financiero contra sus rivales. Nótese que, mientras el tamaño del mercado se triplica en términos de patrimonio y de partícipes, el número de oferentes (sociedades gestoras) permanece prácticamente constante (cuadro núm. 4). La aparición de nuevas sociedades gestoras no es fenómeno frecuente —tres o cuatro al año— y sus efectos positivos sobre el número total se ven más que compensados por la desaparición de las existentes, generalmente como consecuencia de reestructuraciones habidas en el seno de grupos financieros.

Todo ello da un cuadro que se caracteriza por: un mercado creciente; un número de oferentes numeroso, pero constante en el tiempo; y una concentración media del negocio en manos de las sociedades gestoras en aumento, tanto en términos de patrimonio, como en número de instituciones gestionadas. Conviene subrayar que la magnitud de las tasas de crecimiento puede estar evidenciando el carácter emergente del mercado; esto es, que los oferentes parecen estar más ocupados en satisfacer una demanda en aumento que en competir entre ellos.

## 2. Concentración del mercado

Al objeto de apreciar el grado de concentración existente en la industria se muestran en los cuadros números 5 y 6 las cuotas de mercado de los diez grupos financieros más importantes en términos de patrimonios gestionados por sus gestoras, distinguiendo fondos de inversión mobiliaria (FIM) y fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM).

De la observación de los cuadros se desprende que se ha producido un proceso de concentración del negocio a lo largo del tiempo. De esta concentración se han beneficiado sobre todo los grupos liderados por bancos y cajas de ahorros (2), como pone en evidencia el hecho que sólo un grupo financiero no vinculado a entidades de crédito (Asesores Bursátiles) ocupe un puesto entre los diez mayores gestores de fondos de inversión mobiliaria. La concentración ha sido mayor en el caso de los fondos de inversión en activos del mercado monetario. Conviene recordar en este punto que, normalmente, los fondos de inversión gestionados por las sociedades gestoras de un grupo vinculado a entidad de crédito utilizan a la entidad crediticia como su depositario y se comercializan mayoritariamente a través de su red de sucursales.

Para precisar con mayor rigor la concentración en términos de cuota de mercado, se utiliza a continuación el índice Herfindahl-Hirshman (HHI), calculado mediante la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las sociedades gestoras (cuadro núm. 7). Cuanto más alto es el índice, mayor es la concentración (3).

Los resultados obtenidos para España ponen de relieve que, de acuerdo con los criterios establecidos para juzgarlos, la industria no puede catalogarse como concentrada; si bien la evolución temporal del índice en el caso de los fondos de inversión mobiliaria define una tendencia hacia la concentración (4).

## 3. Comisiones

A pesar de la homogeneidad que presentan los productos, de la existencia de economías de escala

**CUADRO NÚM. 5  
GRUPOS MÁS IMPORTANTES FIAMM**

	1995		1991	
	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)
Banco Santander .....	1.365.059	19,52	308.901	15,73
Banco Bilbao Vizcaya .....	749.656	10,72	202.447	10,31
Ahorro Corporación .....	512.751	7,33	163.119	8,31
Bankinter .....	511.383	7,31	257.034	13,09
Argentaria .....	487.782	6,98	11.525	0,59
Caja Madrid .....	370.370	5,30	146.582	7,46
Banco Popular .....	354.776	5,07	45.217	2,30
Banco Central Hispano .....	260.774	3,73	1.927	0,10
Ibercaja .....	244.680	3,50	67.244	3,42
Caja Guipúzcoa San Sebastián .....	176.523	2,52	n/a	n/a
<b>Total .....</b>	<b>5.033.754</b>	<b>71,98</b>	<b>1.203.996</b>	<b>61,30</b>
<b>Total FIAMM .....</b>	<b>6.993.227</b>	<b>100,00</b>	<b>1.964.087</b>	<b>100,00</b>

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 6  
GRUPOS MÁS IMPORTANTES FIM**

	1995		1991	
	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)
La Caixa .....	877.583	16,88	249.161	13,07
Banco Bilbao Vizcaya .....	753.605	14,49	307.359	16,13
Banco Santander .....	483.628	9,30	206.122	10,81
Banco Central Hispano .....	343.452	6,60	11.014	0,58
Ahorro Corporación .....	236.263	4,54	79.348	4,16
Argentaria .....	213.369	4,10	9.586	0,50
Banco Sabadell .....	161.020	3,10	55.702	2,92
Asesores Bursátiles .....	154.831	2,98	48.988	2,57
March .....	105.808	2,03	37.717	1,98
Bankinter .....	103.666	1,99	10.428	0,55
<b>Total .....</b>	<b>3.433.225</b>	<b>66,02</b>	<b>1.015.425</b>	<b>53,28</b>
<b>Total FIM .....</b>	<b>5.199.893</b>	<b>100,00</b>	<b>1.905.972</b>	<b>100,00</b>

En 1991, el Grupo Argentaria estaba integrado únicamente por CBE (excluido Caja Postal), y el Grupo BCH, por el Banco Central.

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 7  
HHI**

	1995	1991
FIM .....	718,82	660,52
FIAMM .....	771,73	778,35

en la industria y del elevado número de oferentes en el mercado, la rivalidad entre los grupos financieros por captar nuevos partícipes o por retener a los existentes no parece haberse desarrollado con intensidad en el terreno de la competencia en precios (5).

En los fondos españoles predominan las comisiones únicas, que tratan a todos los partícipes de un fondo por igual, cualquiera que sea el volumen de su inversión o el tiempo de permanencia en el fondo. Sin embargo, hay que mencionar que, progresivamente, se han ido introduciendo fórmulas tarifarias más sofisticadas. Un primer ejemplo es el caso de la implantación de comisiones que discriminan por cuantía de la inversión: fondos de idéntica cartera pero distinta comisión de gestión según la cuantía invertida. O bien el caso de la implantación de comisiones de suscripción y/o reembolso, que vieron su aparición en nuestro mercado como mecanismos de defensa de los fondos en momentos de alta volatilidad, con el objetivo de desalentar suscripciones o

reembolsos de naturaleza especulativa, y que actualmente se emplean corrientemente en los fondos garantizados para desalentar los reembolsos en momentos inconvenientes para la gestión temporal de la cartera del fondo.

Los niveles generales de las comisiones han permanecido sin apenas modificación a lo largo del período de tiempo analizado. En este sentido, González Mosquera (1995) observa dos hechos significativos en relación con el cobro de comisiones en el período 1991-1994: el primero, que existe un número significativamente importante de fondos que aplican las comisiones máximas autorizadas, y el segundo, que el número de fondos que han elevado sus comisiones en ese período es sustancialmente superior al de los que las han reducido. Por otra parte, este mismo autor muestra que las comisiones más bajas corresponden a los fondos con carteras más diversificadas —y, por tanto, más difíciles de gestionar— gestionadas por instituciones no vinculadas a entidades de crédito.

Como puede apreciarse en los cuadros núms. 8 y 9, el año 1995 ha conocido una ligera reducción del nivel de las comisiones medias y un pequeño aumento de sus desviaciones típicas. Ello podría estar confirmando un comportamiento menos homogéneo entre los competidores en cuanto a sus políticas de precios, tal como se han descrito. Por otra parte, el que, a pesar de la ausencia de concentración en el mercado, no se produzcan reducciones importantes de precios parece indicar que se está ante un mercado no maduro, que cuenta con una demanda creciente, aún insensible en cierta medida al coste del producto, pero condicionada parcialmente por las consecuencias fiscales de los reembolsos, como se verá más adelante.

Un hecho llamativo, en cuanto a las comisiones medias cobradas, es la ausencia de competencia en comisión de gestión por parte de las sociedades gestoras independientes y de grupos no bancarios frente a las aplicadas por sus rivales «bancarias». En este caso, quizá la justificación pudiera encontrarse, entre otros motivos, en los mayores costes de comercialización en que puedan estar incurriendo aquellas sociedades gestoras que carecen de red de oficinas o la insuficiencia de economías de escala.

Otro fenómeno que pone de manifiesto los cuadros núms. 8 y 9 en lo referido a las comisiones de los depositarios es el distinto tratamiento que cajas y bancos otorgan a los distintos fondos cuando actúan como depositarios: las comisiones cargadas a los fondos del propio grupo son, en general, ligeramente mayores que las ofrecidas a la competencia. Recuérdese que la práctica totalidad de los fondos están depositados en entidades de crédito.

Por último, para Álvarez Cobelas (1994), las comisiones cobradas por los fondos de renta fija no

parecen adecuarse a la rentabilidad obtenida por el inversor. En contra de lo predicado por la hipótesis de la eficacia informativa de los mercados, que establece que la información que se paga debe producir un incremento de la rentabilidad, los fondos que cobran mayores comisiones, según este autor, son los menos rentables, y viceversa.

#### **4. Rentabilidad de los fondos de inversión**

Si se descartan los efectos fiscales que pueda tener para el partícipe la inversión en fondos, los estudiosos que se han ocupado de la rentabilidad de los fondos parecen concluir que su comportamiento en términos generales no ha sido particularmente brillante comparado con otras alternativas de inversión. La justificación al uso es que el inversor en fondos es altamente conservador y sensible a la fiscalidad, y prefiere (se conforma con) rentabilidades menores y de menos riesgo que le permitan aprovechar los beneficios fiscales (6).

Al estudiar la rentabilidad acumulada de los fondos de inversión mobiliaria y de los fondos de inversión en activos del mercado monetario en el período 1991-1994, González Mosquera (1995) concluye que es similar a la que se hubiera obtenido invirtiendo en depósitos a plazo e inferior a la de las letras del Tesoro. Ello le lleva a concluir que las diferencias observadas no son muy elevadas, pero cuestionan las ventajas que teóricamente tienen los fondos para el pequeño inversor si se hace abstracción de los beneficios fiscales.

En un sentido similar se pronuncia Álvarez Cobelas (1994) en su análisis de la rentabilidad semanal sobre una muestra suficientemente amplia de fondos de renta fija en el período mayo 1991-diciembre 1993, concluyendo que la mayoría de ellos presenta un comportamiento pobre.

#### **5. Rentabilidad de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva**

En una industria como la de los fondos de inversión españoles, que ha conocido un desarrollo espectacular de sus ventas, que disfruta de economías de escala y que mantiene sus precios relativamente inalterados, no resulta sorprendente que sus balances y cuentas de resultados agregadas muestren unos parámetros excepcionalmente buenos. En el balance agregado del cuadro número 10, por ejemplo, se puede observar que el inmovilizado de las sociedades gestoras les consume sólo el 5 por 100 de sus recursos propios, mientras que el resto, en colaboración con la financiación que les aportan sus proveedores, se destina a financiar su cartera de valores. La cuenta de resultados (cuadro núm. 11), por su parte, muestra cómo los 162 millardos de pesetas ingre-

CUADRO NÚM. 8

COMISIONES DE GESTIÓN DICIEMBRE 1994

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica
RF .....	1,55	0,48	1,64	0,43	1,63	0,44	1,44	0,34	1,23	0,49	1,40	0,17	1,53	0,48	1,455	0,48
RFM .....	1,58	0,53	1,85	0,42	1,44	0,54	1,80	0,24	0,98	0,52	1,75	0,45	1,70	0,49	1,60	0,55
RVM .....	1,79	0,55	2,18	0,31	1,82	0,44	1,92	0,45	1,68	0,49	2,25	0,00	1,72	0,57	1,87	0,51
RV .....	2,12	0,44	2,14	0,44	2,29	0,37	2,00	0,50	N/A	N/A	2,50	0,00	1,73	0,44	2,12	0,45
Total FIM .....	1,68	0,54	1,78	0,47	1,80	0,53	1,67	0,43	1,24	0,54	1,74	0,47	1,63	0,50	1,69	0,53
FIAMM .....	1,28	0,27	1,37	0,21	1,27	0,22	1,22	0,21	1,24	0,31	1,45	0,07	1,05	0,15	1,30	0,25

COMISIONES DE DEPOSITARIO DICIEMBRE 1994

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica
RF .....	0,17	0,14	0,27	0,13	0,19	0,09	0,17	0,05	0,15	0,09	0,30	0,17	0,24	0,09	0,20	0,13
RFM .....	0,19	0,12	0,29	0,12	0,14	0,04	0,19	0,04	0,15	0,04	0,32	0,10	0,22	0,09	0,21	0,12
RVM .....	0,17	0,12	0,27	0,13	0,22	0,10	0,19	0,03	0,20	0,06	0,40	0,00	0,28	0,08	0,21	0,12
RV .....	0,24	0,16	0,27	0,15	0,20	0,08	0,20	0,01	N/A	N/A	0,40	0,00	0,26	0,08	0,24	0,14
Total FIM .....	0,19	0,14	0,27	0,13	0,19	0,09	0,18	0,05	0,16	0,08	0,33	0,13	0,24	0,09	0,21	0,13
FIAMM .....	0,12	0,05	0,12	0,05	0,11	0,03	0,10	0,04	0,12	0,02	0,10	0,07	0,09	0,04	0,12	0,05

NÚMERO DE FONDOS DICIEMBRE 1994

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
RF .....	111	70	30	12	15	4	22	264								
RFM .....	53	17	10	5	6	5	15	111								
RVM .....	36	16	12	6	4	1	6	81								
RV .....	37	7	17	2	0	1	8	72								
Total FIM .....	237	110	69	25	25	11	51	528								
FIAMM .....	68	44	13	3	4	3	3	138								

RF: Fondos de renta fija: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera del 100 por 100 al final del primer trimestre.

RFM: Fondos de renta fija mixta: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 75 y el 100 por 100 al final del primer trimestre.

RVM: Fondos de renta variable mixta: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 30 y el 75 por 100 al final del primer trimestre.

RV: Fondos de renta variable: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera inferior al 30 por 100 al final del primer trimestre.

Fuente: CNMV.



## CUADRO NÚM. 9

## COMISIONES DE GESTIÓN DICIEMBRE 1995

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica
RF .....	1,46	0,46	1,64	0,41	1,50	0,53	1,34	0,39	1,12	0,41	1,34	0,16	1,66	0,43	1,50	0,47
RFM .....	1,54	0,56	1,66	0,41	1,46	0,45	1,62	0,34	1,27	0,58	1,40	0,12	1,61	0,35	1,51	0,52
RVM .....	1,80	0,57	2,15	0,35	2,05	0,44	1,75	0,38	2,00	0,50	2,08	0,12	1,98	0,51	1,94	0,51
RV .....	2,06	0,44	2,16	0,37	2,16	0,54	2,10	0,37	1,45	0,00	2,25	0,25	1,87	0,51	2,08	0,46
Total FIM .....	1,62	0,54	1,76	0,45	1,71	0,59	1,57	0,47	1,25	0,53	1,58	0,39	1,74	0,46	1,64	0,54
FIAMM .....	1,24	0,26	1,37	0,21	1,23	0,27	1,22	0,21	1,06	0,45	1,34	0,22	1,05	0,15	1,27	0,26

## COMISIONES DE DEPOSITARIO DICIEMBRE 1995

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica
RF .....	0,17	0,13	0,26	0,13	0,17	0,09	0,18	0,08	0,16	0,09	0,21	0,16	0,22	0,09	0,20	0,13
RFM .....	0,17	0,11	0,19	0,10	0,16	0,04	0,18	0,05	0,14	0,05	0,24	0,14	0,24	0,11	0,18	0,10
RVM .....	0,22	0,15	0,28	0,13	0,22	0,09	0,18	0,03	0,25	0,00	0,40	0,00	0,21	0,08	0,24	0,13
RV .....	0,23	0,14	0,25	0,14	0,20	0,08	0,24	0,08	0,18	0,00	0,40	0,00	0,22	0,08	0,23	0,13
Total FIM .....	0,19	0,14	0,26	0,13	0,18	0,08	0,19	0,07	0,16	0,08	0,27	0,15	0,22	0,09	0,21	0,13
FIAMM .....	0,12	0,05	0,12	0,04	0,10	0,05	0,10	0,04	0,10	0,04	0,12	0,06	0,12	0,05	0,12	0,05

## NÚMERO DE FONDOS DICIEMBRE 1995

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica
RF .....	144		86		40		17		14		8		17		326	
RFM .....	52		9		14		5		9		5		12		106	
RVM .....	35		17		10		6		2		3		9		82	
RV .....	46		11		18		5		1		2		5		88	
Total FIM .....	277		123		82		33		26		18		43		602	
FIAMM .....	78		47		12		3		5		6		3		154	

RF: Fondos de renta fija; FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera del 100 por 100 al final del primer trimestre.

RFM: Fondos de renta fija mixta; FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 75 y el 100 por 100 al final del primer trimestre.

RVM: Fondos de renta variable mixta; FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 30 y el 75 por 100 al final del primer trimestre.

RV: Fondos de renta variable; FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera inferior al 30 por 100 al final del primer trimestre.

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 10**  
**BALANCE CONSOLIDADO DE LAS SOCIEDADES**  
**GESTORAS DE IIC A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

Activo	Importe	Porcentaje sobre total
A) Accionistas por desembolsos no exigidos .....	87	0,07
B) Inmovilizado .....	4.263	3,57
C) Gastos a distribuir en varios ejercicios .....	16	0,01
D) Activo circulante .....	115.136	96,35
D.1. Deudores .....	16.147	13,51
D.2. Cartera de valores .....	88.350	73,93
1. Fondos públicos .....	73.113	61,18
2. Valores cotizados .....	11.860	9,92
3. Otros valores .....	2.716	2,27
4. Intereses .....	1.121	0,94
5. Provisiones .....	- 460	- 0,38
D.3. Acciones propias .....	0	0,00
D.4. Tesorería .....	10.459	8,75
D.5. Ajustes por periodificación .....	180	0,15
<b>Total activo .....</b>	<b>119.502</b>	<b>100,00</b>
<b>Pasivo</b>	<b>Importe</b>	<b>Porcentaje sobre total</b>
A) Fondos propios .....	83.925	70,23
A.1. Capital suscrito .....	28.510	23,86
A.2. Reservas .....	33.992	28,44
A.3. Resultados de ejercicios anteriores .....	209	0,17
A.4. Resultado del período .....	45.769	38,30
A.5. Dividendo a cuenta .....	- 24.555	- 20,55
B) Ingresos a distribuir en varios ejercicios .....	9	0,01
C) Provisiones para riesgos y gastos .....	3.638	3,04
D) Acreedores a largo plazo .....	323	0,27
E) Acreedores a corto plazo .....	31.607	26,45

Fuente: CNMV.

sados en concepto de comisiones de gestión se destinan a retribuir al personal (8 millardos de pesetas), a pagar el coste de la comercialización de las participaciones (93 millardos de pesetas) y a obtener 61 millardos de pesetas de beneficios antes de impuestos.

La feliz consecuencia de lo anterior aparece en el cuadro núm. 12, que muestra las elevadas rentabilidades sobre recursos propios obtenidas por el conjunto de sociedades gestoras, sin duda la actividad mejor retribuida dentro del mundo financiero. Estas altas tasas de rentabilidad, así como su naturaleza un tanto volátil, contribuyen a afirmar que el mercado de fondos de inversión goza más de atributos propios de mercado emergente que de mercado maduro —como ya se anticipaba antes, al observar el crecimiento de las cifras de patrimonio y participes— y, como tal, tiene un potencial de desarrollo todavía por recorrer.

Conviene mencionar que el descenso de rentabilidad media entre 1994 y 1995, consecuencia de una reducción de ingresos por comisiones de más

**CUADRO NÚM. 11**  
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**  
**CONSOLIDADA DE LAS SOCIEDADES GESTORAS**  
**DE IIC A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

Debe	Importe	Porcentaje sobre gastos
A) Gastos .....	125.597	100,00
1. Gastos de personal .....	8.011	6,38
2. Dotación para amortización inmovilizado .....	939	0,75
3. Variación de provisiones .....	200	0,16
4. Otros gastos de explotación .....	100.756	80,22
4.1. Servicios exteriores .....	4.863	3,87
4.2. Tributos .....	473	0,38
4.3. Otros gastos de gestión corriente .....	95.420	75,97
4.3.1. Comisión comercialización fondos .....	92.912	73,98
4.3.2. Otros .....	2.508	2,00
I. <i>Beneficio de explotación</i> .....	52.980	
5. Gastos financieros .....	- 378	- 0,30
6. Pérdida en ventas y amortización de AF .....	628	0,50
II. <i>Resultados financieros positivos</i> .....	8.559	
III. <i>Beneficios actividades ordinarias</i> .....	61.209	
7. Resultados extraordinarios .....	379	0,30
IV. <i>Resultados extraordinarios positivos</i> .....	92	
V. <i>Beneficios antes de impuestos</i> .....	60.920	
8. Impuesto sobre sociedades .....	15.030	11,97
9. Otros impuestos .....	32	0,03
VI. <i>Resultado del ejercicio (beneficios)</i> .....	45.853	
<b>Haber</b>	<b>Importe</b>	<b>Porcentaje sobre ingresos</b>
B) Ingresos .....	171.366	100,00
1. Prestación de servicios .....	162.334	94,73
1.1. Comisión de gestión de IIC .....	160.323	93,56
1.2. Comisión de suscrip./reembolso de IIC .....	1.796	1,05
1.3. Servicios de asesoramiento .....	215	0,13
2. Otros ingresos de explotación .....	140	0,08
I. <i>Pérdidas de explotación</i> .....	412	
3. Ingresos financieros .....	7.882	4,60
4. Beneficios en ventas y amort. de AF .....	868	0,51
II. <i>Resultados financieros negativos</i> .....	59	
III. <i>Pérdidas actividades ordinarias</i> .....	141	
5. Resultados extraordinarios .....	142	0,08
IV. <i>Resultados extraordinarios negativos</i> .....	329	
V. <i>Pérdidas antes de impuestos</i> .....	89	
VI. <i>Resultados del ejercicio (pérdidas)</i> .....	84	

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 12  
DISTRIBUCIÓN DE LAS SGIIC SEGÚN RENTABILIDAD**

	1992		1993		1994		1995	
Media (Porcentaje)	66,75		70,69		72,83		64,43	
	Núm. de SGIIC (unidades)	Porcentaje sobre total SGIIC	Núm. de SGIIC (unidades)	Porcentaje sobre total SGIIC	Núm. de SGIIC (unidades)	Porcentaje sobre total SGIIC	Núm. de SGIIC (unidades)	Porcentaje sobre total SGIIC
400-150 .....	7	4,96	5	3,52	6	4,51	3	2,26
150-Media .....	12	8,51	12	9,45	12	9,02	13	9,77
Media-30 .....	30	21,28	38	26,76	32	24,06	23	17,29
30-15 .....	21	14,89	30	21,13	27	20,30	27	20,30
15-0 .....	50	35,46	49	34,51	42	31,58	56	42,11
Negativa .....	21	14,89	8	5,63	14	10,53	11	8,27
Total .....	141	100	142	100	133	100	133	100

Fuente: CNMV.

de 13 millardos de pesetas, encuentra su principal explicación en la reducción del patrimonio medio diario de los fondos durante los primeros meses de 1995. Otra causa de esta disminución, si bien de menor entidad que la anterior, fue el trasvase de inversiones desde los fondos de inversión mobiliaria a los fondos de inversión en activos del mercado monetario, fondos estos últimos que cobran comisiones menores.

Por último, el cuadro núm. 13 recoge las rentabilidades de las sociedades gestoras de aquellos grupos financieros que administran más de 100 millardos de pesetas en patrimonio; varios de estos grupos cuentan con más de una gestora, observándose diferencias de rentabilidad entre ellas. Nótese que, en 1995, de las dieciséis sociedades gestoras que, según los datos del cuadro núm. 12, obtienen rentabilidades superiores a la media de la industria, ocho pertenecen a grupos financieros relacionados en el cuadro núm. 13.

#### **IV. ELEMENTOS QUE INCIDEN EN EL GRADO DE COMPETENCIA**

Puesto que ni el comportamiento de los precios en el mercado ni las rentabilidades de los oferentes coinciden plenamente con los que cabría esperar de una situación de contestabilidad o competencia perfecta —a pesar de la homogeneidad del producto y de la abundancia de sociedades gestoras rivales—, parece conveniente repasar otros elementos que inciden en el nivel de competencia que tiene lugar en el mercado: particularmente, las barreras de entrada y salida al mercado para los oferentes potenciales o reales, y la libertad de que dispone el ahorrador para invertir y desinvertir en los diferentes fondos de inversión (medida en términos de costes en los que ha de incurrir para hacerla efectiva).

#### **1. Barreras de entrada**

##### *1.1. Limitaciones administrativas*

Toda iniciativa empresarial encaminada a constituir una sociedad gestora de fondos de inversión (sociedades gestoras), a crear un fondo de inversión, o comercializar en España un fondo constituido en el extranjero, necesita la intervención de las autoridades supervisoras. Ello comporta una cierta inversión de tiempo, recursos y esfuerzo que sólo estarán dispuestos a acometer aquellas iniciativas que prevean alcanzar un razonable éxito en el mercado; y, por el contrario, actuará de forma disuasoria para aquellas otras menos prometedoras desde una perspectiva comercial.

Dicho esto, sin embargo, hay que subrayar que existen razones para pensar que los trámites administrativos no pueden catalogarse como una barrera de entrada significativa. La legislación española que regula la constitución y registro de fondos de inversión y sociedades gestoras se caracteriza por su claridad y consistencia, sin que existan requisitos de importancia de posible apreciación discrecional por el regulador. Su contenido está homologado con la normativa aplicable en el resto de los países de la Unión Europea a través de la directiva comunitaria que las armoniza con base en principios de libertad de mercado. La documentación acreditativa que exige la Comisión Nacional del Mercado de Valores para proceder a la autorización está cifrada, su contenido está normalizado, las tasas que se han de abonar son bajas y los recursos propios requeridos para la constitución de una sociedad gestora son relativamente modestos. En definitiva, si se contempla el número de fondos de inversión que se registran cada año, o la cifra de sociedades gestoras existentes, difícilmente se puede afirmar que exista una barrera administrativa operando en el mercado de fondos de inversión.

Para el caso de los fondos de inversión extranje-

**CUADRO NÚM. 13**  
**RENTABILIDAD DE SGIIC POR GRUPOS FINANCIEROS QUE ADMINISTRAN PATRIMONIO**  
**SUPERIORES A 100.000 MILLONES DE PESETAS EN FONDOS DE INVERSIÓN (1995)**

<i>Grupo financiero</i>	<i>Sociedad Gestora</i>	<i>Rdos/RP (porcentaje) (*)</i>
Ahorro Corporación.....	Gesinca Inversiones .....	53,37
Argentaria .....	Gespostal .....	114,20
	BEX Gestión .....	65,87
Asesores Bursátiles .....	AB Gestión Fondos .....	23,56
Banco Central Hispano .....	Central Hispano Gestión .....	32,07
	Banif Gestión .....	17,05
	Dinvergestión .....	13,04
Banco Popular .....	Sogeval .....	21,82
Banco Sabadell .....	Bansabadell Inversión .....	45,28
Banco Santander .....	Gesbansander .....	48,12
	BSN Gestión .....	32,69
	Banesto Fondos .....	11,15
	Bandesco Gestión .....	0,00
Bancaja .....	Sogeva .....	78,44
Bankinter .....	Gesbankinter .....	87,04
BBV .....	BBV Gestinova .....	184,14
	Privanza .....	138,64
	Gescatalana .....	111,67
Caja Guipúzkoa y San Sebastián .....	Kutxagest .....	98,09
Caja Madrid .....	Gesmadrid .....	58,83
Caja Navarra .....	Gesnavarra .....	34,44
Deutsche Bank .....	DB Gestión .....	8,35
Ibercaja .....	Ibercaja Gestión .....	48,57
	Gescazar .....	42,40
La Caixa .....	Gescaixa I .....	58,87
	Herrero Gestión .....	35,96
	Caixabank Gestión .....	3,85
	Investing Gestión .....	3,64
Mapfre .....	Mapfre Inversión Dos .....	19,22
March .....	Gestemar Gestión .....	26,55

(\*) Los recursos propios (RP) que se utilizan como denominador de la *ratio* son los que presenta la gestora a 31 de diciembre de 1995, e incluyen la cifra de resultados del ejercicio (Rdos.).

Fuente: CNMV.

ros sometidos a la normativa comunitaria, hay que recordar que con su registro por la autoridad supervisora en un país de la Unión obtienen el pasaporte comunitario que les permite su comercialización en cualquier otro país miembro. Para ello sólo tienen que registrar en el país de acogida copia traducida de los documentos registrados en el de origen, acompañada de la autorización recibida, y una memoria explicativa del plan de comercialización. Un caso diferente, no obstante, es el de fondos extranjeros no acogidos a la normativa comunitaria; en este caso, la ley española exige que la Comisión Nacional del Mercado de Valores sólo autorice su comercialización en España si el grado en que se encuentran protegidos los intereses de sus partici-

pes es idéntico al que gozan los partícipes de fondos nacionales según los criterios marcados por la legislación española.

### 1.2. Barreras tecnológicas y humanas

Los recursos materiales, técnicos y humanos que precisan las sociedades gestoras para operar se encuentran disponibles en el mercado a precios competitivos y en cantidades suficientes. Los procedimientos de producción y comercialización de fondos de inversión no están sometidos a la propiedad intelectual ni existen patentes registradas. De hecho, son procedimientos sencillos y bien conocidos

por los profesionales del sector financiero. Las inversiones a realizar por las sociedades gestoras en equipo informático y sistemas, si observamos las cifras que figuran en sus balances, no suponen consumos importantes de sus recursos propios. Por todo ello, no parece que se pueda afirmar que existan barreras de naturaleza tecnológica o material a la entrada en el mercado de fondos de inversión.

### 1.3. *Inversiones iniciales*

Los gastos en que hay que incurrir para poner una sociedad gestora o un fondo de inversión en el mercado son de pequeña cuantía en comparación con el volumen de negocio que pueden generar. Los requisitos de fondos propios de gestoras (7) exigidos por la legislación difícilmente pueden disuadir ninguna iniciativa empresarial. Las inversiones a realizar en equipos son ligeras (8). Igual podría decirse de los gastos de formación específica del personal.

La exigencia normativa impuesta a los fondos de inversión en materia de patrimonio y número de partícipes mínimos (9) implica, en cuanto al patrimonio, que el promotor del fondo «adelante» la cuantía establecida suscribiendo participaciones en tanto va captando partícipes. Esto es tanto como establecer la necesidad de contar con una cierta capacidad financiera que pueda ser inmovilizada temporalmente. Por su parte, la exigencia de número de partícipes mínimo implica desalentar iniciativas que no puedan superar ese listón de naturaleza comercial. No obstante lo anterior, dadas las bajas cifras mínimas relativas que se exigen y los plazos establecidos para alcanzarlas, no parece que actúen como barreras a la entrada en el mercado, aunque sí pueden estar actuando en detrimento de iniciativas de fondos considerados exóticos para los gustos dominantes en nuestro mercado.

### 1.4. *Redes comerciales*

Ligado al punto anterior se encuentra el tema de las redes comerciales necesarias para colocar con éxito un fondo de inversión. Una industria como la que estamos considerando, que vende un producto que se asemeja a uno típicamente de consumo, requiere de una red comercial potente que llegue a los posibles clientes incurriendo en bajos costes unitarios (10). Se trata de un producto en el que es necesario el contacto personal entre vendedor y comprador, un cierto grado de asesoramiento ofrecido por el vendedor y una elevada accesibilidad del comprador al punto de venta para que el usuario pueda beneficiarse eficazmente de la elevada liquidez del producto. Por otra parte, los productos sustitutos con los que han de competir los fondos son productos que se venden en un mercado detallista, y es, por tanto, en este tipo de mercado donde se

tendrá que introducir el fondo de inversión para lograr hacerse con una parte de él.

En un mercado financiero como el español, dominado por la banca universal, en donde hay numerosas sucursales de entidades de crédito ofreciendo sus productos por todo el país, la disponibilidad de una red de distribución extensa parece ser condición necesaria para lanzar con éxito un fondo al mercado (11). Sin embargo, la legislación actual no contempla la posibilidad de que una sociedad gestora cree su propia red de comercialización para sus fondos de inversión. La LMV, en sus artículos 71 y 76, establece que la gestión de suscripciones y reembolsos de participaciones en fondos de inversión por cuenta de su emisor queda reservada a las sociedades y agencias de valores, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Esta limitación a la operativa de las sociedades gestoras ha jugado en favor, sobre todo, de las entidades crediticias que disponen de mayor número de sucursales. En igual sentido actúa la exigencia de que la función de depositario sea ejercida por alguna de las entidades mencionadas; en la práctica, la coincidencia de depositario y comercializador de un fondo facilita su administración, fenómeno que puede incidir en los costes unitarios soportados y en la calidad del servicio ofrecido al inversor en términos de accesibilidad.

### 1.5. *Economías de escala y alcance*

En el negocio de los fondos de inversión pueden aparecer economías de escala y alcance derivadas de las tres funciones que han de desarrollarse: gestión de la cartera del fondo, administración de la institución y comercialización de las participaciones (12). Para apreciar la incidencia de las economías de escala y alcance, en cuanto que barreras de entrada al mercado, conviene comparar las sociedades gestoras independientes con las sociedades gestoras que pertenezcan a un grupo financiero que preste múltiples servicios a sus clientes, disponga de una pluralidad de sucursales y efectúe las funciones de depositario empleando alguna de sus entidades.

Con referencia a las economías de escala, y en el caso de la función de gestión de cartera, cabe pensar que una sociedad gestora independiente verá aparecer economías de escala cuanto mayor sea el patrimonio de cada uno de sus fondos y cuantos más fondos de inversión de cartera similar gestione (caso de sociedad gestora que gestiona fondos de inversión para comercializadores-promotores distintos). Por su parte, la sociedad gestora de grupo financiero (léase el grupo en su conjunto) verá que a las economías mencionadas se le añaden aquellas que deriven del asesoramiento que le preste la unidad del grupo especializada en la actuación, por cuenta propia o ajena, en los mercados de valores.

En el caso de la función de administración de las instituciones, la sociedad gestora independiente la realizará de manera más eficiente —verá aparecer economías de escala— cuanto mayor sea el patrimonio administrado y cuanto mayor sea el número de fondos de inversión administrados. Por su parte, el grupo financiero, en la medida en que realice dentro de él la labor de depositario y comercialice las participaciones de los fondos de inversión —tareas que a las sociedades gestoras independientes les está vedado ejecutar—, estará en condiciones de alcanzar mayores economías de escala al sumar esta carga de trabajo a sistemas administrativos implantados con otros propósitos.

Por último, en lo que se refiere a la función de comercialización, a menos que la sociedad gestora independiente obtenga de sus comercializadores descuentos en las comisiones de comercialización pagadas por volúmenes comercializados, los incrementos del patrimonio gestionado no redundarán en economías de escala por este motivo. El grupo financiero, sin embargo, en la medida en que puede usar su red de oficinas para vender las participaciones de sus fondos, obtendrá economías de escala al ver aumentar sus patrimonios.

En cuanto a las economías de alcance, a la sociedad gestora independiente un aumento del número de fondos de inversión le permitirá reducir costes unitarios en la realización de las funciones de gestión de carteras y administración de instituciones, mientras que el grupo financiero sumará a lo anterior las economías de alcance que se deriven de su producción de productos sustitutivos de fondos de inversión y de su operativa por cuenta propia en los mercados de valores.

Por último, en cuanto a la función de comercialización, la sociedad gestora independiente no deberá esperar economías de alcance al ampliar su número de fondos gestionados, mientras que el grupo financiero podrá ver aparecer este tipo de economías al ampliar con nuevos fondos de inversión los productos financieros ofertados por su red de oficinas.

Como conclusión de todo lo anterior, cabe pensar que en el ámbito del aprovechamiento de las economías de escala y alcance que pueden generarse en la realización de las funciones de gestión de cartera, administración y comercialización, un grupo financiero se encuentra mejor posicionado competitivamente que una sociedad gestora independiente; por tanto, este fenómeno puede jugar un papel de barrera de entrada al mercado en algún momento de su desarrollo o en algunas áreas del mismo. El hecho de que la participación media sea mayor en las sociedades gestoras independientes y en las de sociedades y agencias de valores que en las de entidades crediticias (cuadros núms. 14 y 15) podría estar poniendo en evidencia que, ante la dificultad de acceder al ahorrador modesto, tanto desde un

punto de vista material como por razones de coste, las sociedades gestoras mencionadas dirigen sus esfuerzos hacia un público más acomodado, cuyos mayores patrimonios permiten optimizar la gestión de las sociedades gestoras en términos de coste.

### 1.6. Imagen de marca

Aunque difícil de evaluar cuantitativamente, la importancia de la imagen de marca, entendida como imagen del grupo financiero que comercializa un fondo, parece que juega un papel importante para el inversor a la hora de elegir entre los fondos disponibles en el mercado. Factores tales como tamaño del grupo —medido por el de su balance— capitalización bursátil, visibilidad en el mercado al por menor y gastos en publicidad genérica o específica sobre fondos de inversión, contribuyen a crear confianza en el inversor. La idea «demasiado grande para quebrar» que actúa en la mente de los depositantes cuando proceden a elegir banco también parece ju-

**CUADRO NÚM. 14**  
**PARTICIPACIÓN MEDIA DE LOS FIM AGRUPADOS**  
**POR GRUPOS FINANCIEROS**  
**A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

<i>Grupo</i>	<i>Participación media</i>
Cajas .....	4,19
Bancos .....	3,39
Sociedad de valores .....	6,43
Agencia de valores .....	8,53
Compañías de seguros .....	7,25
Cooperativas de crédito .....	2,87
Otros .....	9,26
<b>Total FIM .....</b>	<b>3,90</b>

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 15**  
**PARTICIPACIÓN MEDIA DE LOS FIAMM**  
**AGRUPADOS POR GRUPOS FINANCIEROS**  
**A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

<i>Grupo</i>	<i>Participación media</i>
Cajas .....	3,51
Bancos .....	5,01
Sociedad de valores .....	4,47
Agencia de valores .....	5,53
Compañías de seguros .....	4,16
Cooperativas de crédito .....	1,99
Otros .....	10,66
<b>Total FIAMM .....</b>	<b>4,34</b>

Fuente: CNMV.

gar su papel en los partícipes de los fondos de inversión, aunque se trate de instituciones con lógicas financieras distintas por lo que hace a las garantías de los inversores.

Junto a lo anterior, también podría mencionarse el fenómeno de lealtad al grupo financiero de sus clientes, que parecen mostrarse proclives a invertir en fondos ofrecidos por las entidades que les prestan otros servicios. La otra cara de la moneda de este mismo fenómeno son las estrategias bancarias orientadas a fidelizar a su clientela mediante el ofrecimiento de servicios que cumplan tal objetivo, como podrían ser el préstamo hipotecario, la domiciliación de la nómina y la suscripción de fondos de inversión y de pensiones.

## 2. Barreras de salida

La existencia de barreras de salida tiene un doble efecto negativo sobre el nivel de competencia de la industria. En primer lugar, su existencia, en tanto que implican un coste en el que, directa o indirectamente, se habrá de incurrir al abandonar la industria, desincentiva la entrada de potenciales competidores al elevar su nivel de riesgo. En segundo lugar, al retener operativas aquellas unidades marginales que trabajan cargando comisiones elevadas a sus partícipes o retribuyendo su inversión pobremente, contribuyen a mantener elevadas comisiones de gestión por parte del conjunto de la industria y a rebajar los niveles de exigencia de rentabilidades por parte de los inversores.

### 2.1. Gastos iniciales no recuperables

Los gastos iniciales no recuperables (*sunk assets*) son considerados la más común barrera de salida que puede presentar un mercado. Su efecto disuasorio de la competencia viene cifrado por el tiempo y/o el volumen de actividad necesarios para amortizarlos. En el caso español, dada la escasa cuantía de los gastos de constitución y lanzamiento de sociedades gestoras y de fondos de inversión, no parece que jueguen como elementos significativamente relevantes en la disminución del grado de competencia existente. Sólo en aquellas ocasiones en las que se acometan actividades de promoción especialmente onerosas o se retribuya a la red comercial con comisiones de captación de clientes que requieran su amortización en varios años se podría hablar de la aparición de barreras de salida de esta naturaleza, si bien que con vigencias temporales limitadas.

En el caso de los partícipes de fondos de inversión, existirán barreras de salida cuando tengan que abonar comisiones de suscripción —que requieren ser absorbidas con la rentabilidad de varios años— y de reembolso o bien cuando, habiendo invertido

en un fondo garantizado, el reembolso de su participación antes de la fecha de ejercicio preestablecida le suponga renunciar al valor implícito de la garantía. Con un impacto similar a lo anterior, se encuentra el coste fiscal que significa el reembolso de participaciones cuando su propósito es su reinversión en otro fondo.

### 2.2. Rigidez de las entidades

El hecho de que tanto las sociedades gestoras como los fondos de inversión tengan por exigencia de la ley objeto social o institucional exclusivo, y su actividad expresamente reglada, les impide modificar su dedicación empresarial ante cambios sustanciales y permanentes de las condiciones del mercado.

Esto introduce una rigidez notable con respecto a otras unidades económicas que, a diferencia de las anteriores, pueden buscar nichos del mercado donde explotar sus ventajas competitivas sin tener que incurrir previamente en los costes de su transformación legal o liquidación.

### 2.3. «Liquidación» de fondos y gestoras

Si bien la regulación que afecta a las sociedades gestoras no les impone especiales condicionamientos en lo relativo a potenciales situaciones de crisis —liquidación, quiebra, etc.—, no puede decirse lo mismo con respecto a los fondos que se demuestran ineficientes y llamados a desaparecer. A los efectos fiscales adversos sobre los partícipes que vieran reembolsadas involuntariamente sus participaciones, como consecuencia de la liquidación de un fondo, se añade una regulación compleja que ofrece no pocas zonas de sombra. Una manera de obviar las consecuencias indeseadas de la liquidación de un fondo podría ser la fusión del fondo ineficiente con otro ya existente. En este caso, surgen problemas de vacío legal y de dificultad de diseño de fórmulas coherentes para la determinación y aceptación de la ecuación de canje entre las participaciones de los dos fondos.

## 3. Capacidad de decisión del partícipe

En un mercado como el que se está analizando, en el que existe un número elevado de fondos de inversión ofertados, que goza de una gran transparencia informativa y donde los procesos de inversión y desinversión son muy ágiles, cabría suponer que la libertad de decisión del partícipe es enorme. La observación de la realidad, sin embargo, invita a ser algo menos triunfalista a este respecto.

La información que ha de ser suministrada al partícipe en el momento de tomar la decisión de inver-

tir (folleto, memoria, cuentas anuales auditadas), unido al conocimiento diario de la evolución del valor de la participación, capacita suficientemente al inversor para hacer la elección que le parezca más oportuna. De igual forma, a lo largo de su permanencia en el fondo, el partícipe recibirá trimestralmente datos sobre la rentabilidad y composición de la cartera del fondo, diariamente podrá conocer el valor de su participación y sus gestores son responsables de hacer público todo hecho que sea relevante para la marcha de la institución. Tomando todo esto en consideración, se puede concluir que la transparencia de un fondo es muy superior a la de cualquier otro valor cotizado en Bolsa. Otro tanto ocurre por lo que hace a la liquidez de una participación; los fondos tienen valoración diaria y los partícipes tienen el derecho de reembolsar su inversión en todo momento, la regulación se lo reconoce y el coeficiente de liquidez del fondo lo hace posible.

No obstante, esta posibilidad de abandonar el fondo no es gratuita, como ya se tuvo ocasión de ver. Por una parte, están las comisiones de reembolso y suscripción que puedan regir en el fondo, y que puedan trocar en antieconómica la decisión de desinvertir. Por otra parte, está el coste fiscal que el partícipe deberá asumir por incurrir, en su caso, en la realización de ganancias de capital, coste que será especialmente perverso si el propósito del inversor es el de reinvertir su patrimonio en otro fondo.

En este último caso, el partícipe pierde parte de su beneficio fiscal y se obliga a aflorar plusvalías en un momento en el que puede no resultarle fiscalmente oportuno. Este hecho es especialmente importante, toda vez que, como concluye García-Vaquero (1995), al analizar la fiscalidad de distintos instrumentos financieros, suponiendo rentabilidades financieras equivalentes, las participaciones de fondos de inversión presentan una rentabilidad después de impuestos superior a la del resto de sus activos competidores.

El tratamiento fiscal de las ganancias de capital, que tributan al ser realizadas, es el origen de lo que la literatura económica conoce como efecto cierre (*lock-in*), que desincentiva reembolsar participaciones con plusvalías latentes. Este efecto parece estar teniendo lugar en España y, a juicio de Contreras y Fernández (1995), distorsiona la gestión de la cartera de activos de los inversores individuales y contribuye a generar ineficiencia en las sociedades gestoras.

Este aspecto de la reglamentación fiscal —que contrasta con el otorgado a los fondos de pensiones— favorece la cautividad del partícipe en fondos con los que no está satisfecho, bien porque no le ofrecen la rentabilidad que espera, bien porque han modificado sus políticas de inversión originales o bien porque no se adaptan a sus nuevas necesidades o a su apreciación del riesgo. Ello podría estar

contribuyendo no sólo a deteriorar el nivel de competitividad de las sociedades gestoras, sino a «enturbiar» la apreciación por los mercados financieros de las preferencias de los ahorradores últimos en términos de rentabilidad, riesgo y horizontes temporales.

Por último, todo este conjunto de prácticas puede tener un efecto indeseado que atenta contra la eficiencia económica en su conjunto desde la perspectiva más amplia de la asignación de recursos. La combinación de la cautividad fiscal y las prácticas restrictivas de la competencia apoyadas en ella limitan la movilidad de los recursos financieros procedentes de los ahorradores que los invierten en fondos, impidiendo que éstos sirvan para financiar las actividades productivas más rentables en cada momento.

De todo lo visto hasta aquí, la cautividad del partícipe aparece como una de las causas más evidentes del deterioro de la competencia, favoreciendo situaciones de *statu quo* y deprimiendo el interés de las sociedades gestoras que tengan una amplia cuota de mercado en abaratar sus comisiones y mejorar la gestión de las carteras de sus fondos de inversión.

Otro aspecto en el que la capacidad de decisión del partícipe se encuentra disminuida es lo relativo a los cambios en la política de inversión seguida por las sociedades gestoras. En general, la política de inversión definida para un fondo en su folleto informativo deja un amplio margen de maniobra en manos de la sociedad gestora con objeto de permitirle reaccionar ante los movimientos del mercado. Este hecho, que sin duda encuentra su justificación en la mejor defensa de los intereses del partícipe, puede conducir a prácticas que alejen la cartera del fondo de los objetivos de inversión de aquellos que lo suscribieron en su día. Piénsese, por ejemplo, el caso de un fondo de renta fija que procede a reducir la duración de su cartera en un momento adverso del mercado con el propósito de ponerse a cubierto de un incremento de la volatilidad; el riesgo de mercado del fondo se verá disminuido (13), pero, al mismo tiempo, es posible que se haya incurrido en la realización de pérdidas de capital indeseadas por los partícipes y que se haya posicionado al fondo de inversión en un horizonte temporal que no coincide con el que el partícipe eligió al tomar la decisión de suscribirlo. El partícipe recibirá cumplida información de la labor de los gestores con la siguiente información trimestral que le remitan, pero esta información *ex post* no le resultará de utilidad a los efectos que nos ocupan. Puesto que el patrimonio del fondo se valora diariamente a precios de mercado, seguramente el partícipe hubiese preferido ser él quien decidiera si realizaba o no las pérdidas de capital del fondo, reembolsando, en su caso, su participación, y que el fondo mantuviera consistentemente la política de inversión que venía llevando. En este caso, si el partícipe hubiese deci-



dido permanecer en el fondo, se beneficiaría plenamente de las ganancias de capital cuando el mercado cambiara de signo.

## V. CONSECUENCIAS PARA LAS ESTRATEGIAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Si todos los fondos invirtieran sus patrimonios en letras del Tesoro y *repos*, las necesidades de liquidez de los partícipes fueran tales que no estuvieran dispuestos a pagar el coste fiscal de obtener esa liquidez con reembolsos y, además, no se produjera ninguna tormenta en los mercados, los beneficios de las gestoras seguirían creciendo año tras año al ritmo establecido por el tipo de interés, aunque no captaran una sola peseta en nuevas suscripciones ni modificaran un ápice el diseño de su cartera. Este hecho, que puede parecer sobrecogedor a muchos empresarios industriales, podría no distar mucho de ser una realidad en aquellos casos de gestoras con mecanismos suficientemente potentes de lealtad de su clientela. La ausencia de competencia puede facilitar el diseño de estrategias de grupos financieros y prácticas en la gestión de los fondos que alejan a la industria de un funcionamiento eficiente.

Como consecuencia del desarrollo de los mercados de valores y de una mayor propensión de los demandantes de recursos financieros a acudir directamente a los ahorradores últimos mediante la emisión de valores negociables, las entidades crediticias han visto peligrar su negocio como prestamistas en términos de margen de intermediación y volumen intermediado.

La promoción de fondos de inversión por las entidades crediticias se inscribe dentro de la estrategia bancaria que se conoce como desintermediación vinculada (véase, por ejemplo, Lerena, 1993, y Contreras, 1993). Esta estrategia es una de las respuestas de las entidades de crédito al proceso de desintermediación bancaria que viven los mercados de capitales españoles. El objetivo fundamental de esta estrategia es compensar los efectos negativos que la desintermediación representa para los balances y cuentas de resultados de las entidades crediticias. Para conseguir tal objetivo, las entidades de crédito procurarán participar, normalmente a través de una filial, en el negocio de la desintermediación; en el caso que nos ocupa, lo harán mediante la creación de sociedades gestoras y la promoción y venta de fondos de inversión. La observación del uso que de esta estrategia hacen las entidades de crédito permite formular algunas consideraciones en relación con su lógica interna y con las consecuencias que de ella se derivan.

En primer lugar, por lo que se refiere a la oferta de fondos prestables, parece lógico pensar que un grupo financiero que pretenda optimizar la gestión

de las distintas entidades que lo componen procure potenciar la especialización de éstas en función de sus ventajas competitivas. Ello le llevará a diseñar estrategias que desalienten la competencia entre las entidades que componen el grupo en sus ofertas de fondos prestables. Esta consideración general, aplicada al mercado español, implica que los fondos de inversión promovidos por bancos y cajas de ahorros no deberán tener como objetivo prioritario competir con la función de prestamista al sector empresarial realizada por la matriz y, por tanto, en sus carteras deberá tener un mayor peso la deuda emitida por las administraciones públicas que los valores originados por las empresas (cuadro núm. 16).

En opinión de González Mosquera (1995), el que exista un porcentaje tan bajo de valores privados en el patrimonio de los fondos vinculados a entidades crediticias plantea la sospecha de que este hecho sea consecuencia de esa vinculación. Esto es, se estaría evitando que los fondos se convirtieran en competidores de los bancos y cajas en la oferta de recursos financieros al sector empresarial; si bien conviene tener presente que la ausencia de un mercado de deuda privada de mayores dimensiones también contribuiría a explicar el fenómeno.

En el mismo orden de cosas, cabe destacar la notable preferencia que los fondos de inversión muestran por los *repos* frente a la compra en firme de los subyacentes de deuda pública. Ello podría venir explicado, entre otras razones, por las ventajas que tal práctica proporciona a la matriz: margen de intermediación como contrapartida del *repo* y agrandamiento del tamaño de su balance (14).

En segundo lugar, por lo que se refiere a la labor de captación del ahorro de sus clientes, cabe pensar que las entidades crediticias optimizarán su oferta de productos financieros en la medida en que transformen en participaciones en fondos de inversión los pasivos más caros de su balance. En otras palabras, sustituir «supercuentas» por fondos de inversión puede ser una buena estrategia si la demanda de préstamos no es suficientemente retributiva (15). Por el contrario, si la entidad cuenta con una clientela poco exigente en términos de retribución de sus ahorros y preferencias de liquidez, deseará no ser muy agresiva en la comercialización de fondos de inversión. Estas consideraciones podrían ayudar a explicar que el patrimonio de los fondos de inversión promovidos por bancos supere al de los promovidos por las cajas de ahorros, instituciones estas últimas que colocan cédulas hipotecarias e impositivas a plazo con éxito entre su clientela (cuadro núm. 17).

En este orden de cosas, cuanto más se usen los fondos de inversión como un instrumento de la política que en materia de balances sigan las entidades crediticias, o cuanto más se asemeje un fondo de inversión a un depósito bancario, menos estará justificado un tratamiento fiscal diferente del que reciben los productos bancarios.

**CUADRO NÚM. 16**  
**CARTERA FIM POR TIPO DE GRUPO Y CLASE DE FONDO A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

Tipo grupo	Clase fondo	Patrimonio	Liquidaz	Saldo neto	Acciones	Porcentaje s/P <sup>a</sup>	Fondos públicos	Porcentaje s/P <sup>a</sup>	Act. monet. privados	Porcentaje s/P <sup>a</sup>	Ot. valores RF	Porcentaje s/P <sup>a</sup>	Opciones	Ad. temp. activos	Porcentaje s/P <sup>a</sup>	Cartera exterior	Porcentaje s/P <sup>a</sup>
Bancos	RF	2.111.212	164.651	22.151	0	0,00	640.931	39,83	20.918	0,99	197.721	9,37	9	810.090	38,37	54.741	2,59
	RFM	442.890	32.839	3.524	13.315	44,75	198.204	44,75	3.452	0,78	48.686	10,99	187	135.581	30,61	7.102	1,60
	RV	160.715	4.708	1.329	119.996	74,66	4.145	0	0	0,00	502	0,31	33	12.026	7,48	17.976	11,19
	RVM	116.674	6.183	2.266	47.357	40,59	26.199	22,45	0	0,00	6.288	5,39	35	20.752	17,79	7.594	6,51
Bancos	RF	2.831.491	208.381	29.270	180.668	6,38	1.069.479	37,77	24.370	0,86	253.197	8,94	264	978.449	34,56	87.413	3,09
	RFM	1.461.060	36.985	8.152	0	0,00	309.923	21,21	1.006	0,07	53.251	3,64	26	1.038.545	71,08	13.172	0,90
	RV	35.199	2.250	1.096	1.047	2,97	8.016	22,77	98	0,28	5.103	14,50	23	15.803	44,90	1.763	5,01
	RVM	15.934	592	358	11.950	75,00	76	0,48	0	0,00	52	0,33	12	2.894	18,16	0	0,00
Cajas	RF	1.543.389	40.967	10.179	26.206	1,70	325.155	21,07	1.104	0,07	58.713	3,80	134	1.065.898	69,06	15.033	0,97
	RFM	217.505	7.410	1.233	0	0,00	97.118	44,65	0	0,00	4.445	2,04	0	52.963	24,35	54.336	24,98
	RV	32.545	969	166	27.431	84,29	235	0,72	0	0,00	57	0,18	0	1.904	5,85	1.783	5,48
	RVM	25.265	733	404	9.381	37,13	7.415	29,35	0	0,00	271	1,07	0	4.254	16,84	2.807	11,11
SV	RF	299.044	9.798	2.306	41.485	13,87	113.197	37,85	0	0,00	7.861	2,63	0	64.711	21,64	59.686	19,96
	RFM	46.592	1.984	1.055	0	0,00	12.315	26,43	49	0,11	5.381	11,55	0	24.483	52,55	1.325	2,84
	RV	15.095	406	405	8.523	56,46	0	0,00	0	0,00	22	0,15	0	757	5,01	4.982	33,00
	RVM	5.019	144	125	1.880	37,46	87	1,73	0	0,00	37	0,74	0	1.554	30,96	1.192	23,75
AV	RF	76.469	2.817	1.753	10.594	13,85	14.652	19,16	49	0,06	5.994	7,84	0	32.185	42,09	8.425	11,02
	RFM	195.382	9.800	2.510	0	0,00	84.074	43,03	0	0,00	24.358	12,47	0	44.894	22,98	29.746	15,22
	RV	3.338	56	41	2.827	84,69	164	4,91	0	0,00	18.064	19,85	6	14.699	16,15	445	0,49
	RVM	13.174	149	-60	5.713	43,37	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	250	7,49	0	0,00
Seguros	RF	302.895	13.714	3.555	13.412	4,43	131.774	43,50	606	0,20	42.422	14,01	6	64.612	21,33	32.794	10,83
	RFM	54.708	1.419	45	0	0,00	48.846	89,28	0	0,00	25	0,05	0	4.373	7,99	0	0,00
	RV	16.411	1.352	616	584	3,56	7.028	42,82	0	0,00	966	5,89	0	5.865	35,74	0	0,00
	RVM	1.209	86	-8	928	76,76	160	13,23	0	0,00	0	0,00	0	43	3,56	0	0,00
Cooperativas	RF	2.095	134	10	980	46,78	374	17,85	0	0,00	0	0,00	0	597	28,50	0	0,00
	RFM	74.423	2.991	663	2.492	3,35	56.408	75,79	0	0,00	991	1,33	0	10.878	14,62	0	0,00
	RV	19.154	623	352	0	0,00	5.951	31,07	97	0,51	2.711	14,15	3	7.797	40,71	1.620	8,46
	RVM	42.140	1.987	317	2.577	6,12	15.741	37,35	0	0,00	2.415	5,73	27	19.024	45,14	52	0,12
Otros	RF	2.678	150	-37	2.160	80,66	121	4,52	0	0,00	4	0,15	0	256	9,56	24	0,90
	RFM	8.210	543	98	2.510	30,57	702	8,55	0	0,00	928	11,30	2	3.325	40,50	102	1,24
	RV	72.182	3.303	730	7.247	10,04	22.515	31,19	97	0,13	6.058	8,39	32	30.402	42,12	1.798	2,49
	RVM	5.199.893	281.971	48.456	282.104	5,43	1.733.180	33,33	26.226	0,50	375.236	7,22	436	2.247.135	43,22	205.149	3,95

Fuente: CNMV.

CUADRO NÚM. 17

	Porcentaje s/total patrimonio		Porcentaje s/total partícipes	
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM
Cajas .....	29,68	28,64	27,57	35,47
Bancos .....	54,45	65,97	62,61	57,20
Sociedades y agencias de valores .....	7,22	2,60	4,16	2,44
Otros .....	8,65	2,79	5,66	4,89
Total .....	100	100	100	100

Fuente: CNMV, 1995.

En tercer lugar, los fondos de inversión proporcionan un conjunto de ventajas complementarias—externalidades— a las entidades de crédito, entre las que se pueden citar: 1) juegan un papel activo como mecanismo para fidelizar a la clientela, que puede tener unos efectos similares a la concesión de un préstamo hipotecario, la domiciliación de la nómina y las facturas o la concesión de una tarjeta de crédito; 2) contribuyen a aprovechar mejor la capacidad instalada en la red de oficinas al convertirla en red comercial de los fondos de inversión; 3) aumentan el volumen de valores intermediados por sus mesas de negociación; 4) rentabilizan sus departamentos administrativos al realizar la función de depositario.

El que los fondos sean instrumentos útiles y coherentes con la estrategia de reintermediación de las entidades crediticias no implica necesariamente ninguna connotación negativa. Sin embargo, dadas las múltiples posibilidades de incidencia que la entidad crediticia puede tener sobre el diseño, comportamiento y administración del fondo, bastaría que el nivel de competencia en el mercado se deteriorara para que aparecieran síntomas de ineficiencia en la industria y los partícipes vieran disminuido el valor añadido que le proporcionan sus sociedades gestoras (16). Serían posibles, entonces, fenómenos como un asesoramiento sesgado de la red comercial a sus clientes, un patrimonio invertido con restricciones a su optimización, o un sobre coste por los servicios prestados por la matriz. En este sentido, el enorme apetito que algunas sociedades gestoras muestran por los *repos* emitidos por su matriz podría poner en cuestión su independencia.

## VI. REGULACIÓN

Las actividades que tienen importancia notable para el funcionamiento de la economía en su conjunto suelen estar reguladas por los poderes públicos en todos los países desarrollados. El sentido e intensidad de la regulación depende, en buena medida, de las características de la actividad y, en particular, de las posibilidades de aparición de situaciones monopolistas u oligopolistas. Los merca-

dos financieros, a pesar de la corriente liberalizadora que ha dictado la política de los gobiernos en los últimos años, se encuentran fuertemente regulados en todo aquello que se refiere a la actuación de las entidades que en ellos participan, tanto en lo relacionado con su situación de liquidez y solvencia como en lo referente a sus prácticas con la clientela.

Hay que recordar que, en un mercado, competencia, transparencia y regulación son un trinomio de suma cero, y todo lo que reste uno de sus elementos lo tendrá que compensar otro. De manera que cuanto más alejado se encuentre un mercado de la competencia perfecta, mayores serán los riesgos de prácticas colusorias o de conflictos de intereses y mayores serán, por tanto, las necesidades de transparencia y regulación.

La regulación española de la industria de fondos de inversión reproduce minuciosamente las normas establecidas por la directiva europea sobre la materia y es coherente con los principios establecidos por el International Organization of Securities Commissions para su regulación. Es una regulación que está orientada a garantizar la solvencia y liquidez de las instituciones, a que ofrezcan una valoración homogénea de sus patrimonios, a evitar los conflictos de intereses en la administración de los fondos y a que exista transparencia en su gestión.

### 1. Inversión del patrimonio

La regulación sobre inversiones del patrimonio de los fondos no contiene limitaciones que afecten a su diseño, siempre que den origen a fondos invertidos en valores mobiliarios negociados en mercados regulados de contado o de derivados, nacionales o extranjeros; quedan excluidas las operaciones OTC (*over the counter*) y el apalancamiento del fondo por medio de la toma de préstamos (el endeudamiento sólo puede ser transitorio y limitado en cuantía).

La normativa sobre inversiones establece, asimismo, criterios orientados a evitar la concentración del riesgo, a mantener liquidez suficiente para poder atender los reembolsos de los partícipes y a impedir conflictos de intereses con la entidad depositaria,

con la matriz o con los administradores de la sociedad gestora.

## 2. Independencia de la gestión

La gestión del patrimonio por las sociedades gestoras es una función indelegable. Esta exigencia normativa se complementa con las referidas a las «murallas chinas», que deben aislar a la gestora de su matriz y al régimen de incompatibilidades para sus socios y administradores.

Paralelamente, también la normativa exige la independencia de la labor de custodia del patrimonio. La existencia de un depositario de los bienes del fondo que, por orden de las sociedades gestoras, atiende suscripciones y reembolsos, custodia los valores y comprueba la exactitud de la información producida por la sociedades gestoras es una garantía del buen hacer de éstas.

## 3. Valoración del patrimonio

La exigencia de calcular y publicar diariamente el valor liquidativo del fondo no sólo garantiza un tratamiento justo de reembolsos y suscripciones, sino que facilita un seguimiento estrecho de la evolución de aquél. Las normas contables que obligan a valorar el patrimonio a precios de mercado sirven para homogeneizar la información pública aportada por los fondos y permiten su comparabilidad.

## 4. Transparencia

Además del valor liquidativo diario, el inversor cuenta con un folleto informativo de entrega obligatoria en el momento de realizar su suscripción inicial y con información financiera trimestral y anual (esta última auditada). Las sociedades gestoras tienen también la obligación de remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores información reservada mensual para que ésta compruebe el efectivo cumplimiento de la normativa por los fondos que administran.

## 5. Comisiones

Las comisiones de gestión y depósito tienen límites legales máximos, y los partícipes tienen el derecho de abandonar el fondo sin pagar comisiones de reembolso, en su caso, cuando el régimen de comisiones de un fondo resulte alterado.

## 6. Supervisión

La supervisión de los fondos la realiza la Comisión Nacional del Mercado de Valores: informa so-

bre la idoneidad en el momento de la creación, controla el cumplimiento de la regulación a partir de la información aportada por los fondos y comprueba la veracidad de la información y las prácticas seguidas por las gestoras con las visitas de inspección a los centros operativos de éstas y a los depositarios, en su caso (17). Paralelamente, el servicio de reclamaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores facilita que los partícipes pongan en su conocimiento aquellas actuaciones que entiendan anómalas, y que darán origen, en su caso, a las investigaciones que procedan.

La regulación de los fondos de inversión en España es minuciosa y extensa, está bien aceptada por el sector, que la utiliza legítimamente como reclamo comercial, y se ha mostrado eficaz en la salvaguardia de los patrimonios de los inversores bajo circunstancias de crisis. La transparencia impuesta por la regulación supera en contenido y frecuencia la información pública y reservada exigida en países más desarrollados financieramente. Sin embargo, al tratarse de una regulación enfocada hacia la transparencia y defensa de derechos mínimos del partícipe, no se observan en ella elementos patentes de estímulo de la competencia ni limitadores de procesos de concentración empresarial. Abunda, en este sentido, el tratamiento fiscal de las participaciones, como ya se tuvo ocasión de ver (18).

## VII. CONCLUSIONES

1. El crecimiento que ha experimentado el mercado de fondos de inversión en términos de patrimonio y número de partícipes, en el que la continua aparición de nuevos fondos parece responder más a un intento de atender una demanda permanentemente insatisfecha que a restar cuota de mercado a sus competidores, parece indicar que el mercado aún se encuentra lejos de la madurez.

2. En el mercado convive un grupo numeroso de gestoras, y éstas disfrutan de cuotas de mercado de muy diferente tamaño. Las mayores cuotas las ostentan los grandes conglomerados financieros, que aprovechan sus redes de oficinas como fuerza de venta. El grado de concentración parece ir en aumento, si bien existe espacio vital para todos los oferentes en el mercado.

3. Las comisiones cobradas no muestran signos inequívocos de tender a la baja, y puesto que existen economías de escala y alcance en la industria, las tasas de rentabilidad media de las sociedades gestoras son altas.

4. No se observan barreras de entrada al mercado —en el sentido más restrictivo del término— significativas. Sí parecen existir, por el contrario, barreras a la expansión dentro del mercado. En particular, la disponibilidad de una red comercial amplia es condición necesaria para acceder al ahorrador fi-

nal y aprovechar las economías de escala y alcance que existen en la industria. Las entidades más capacitadas para ello son los bancos y cajas de ahorros.

5. Una barrera de salida del mercado que, en este caso, juega en contra del inversor es el coste fiscal de cambiar de fondo de inversión o de desinvertir en favor de otro activo. De esta barrera de salida se benefician los oferentes. Esta barrera atenúa la capacidad de decisión del partícipe de un fondo y disminuye la libertad que le atribuye la regulación que le protege. Como consecuencia de ello, la función canalizadora de recursos hacia las opciones más rentables se podría estar poniendo en entredicho.

6. La utilización de los fondos de inversión por los conglomerados financieros parece responder a la estrategia de «desintermediación vinculada», que persigue compensar los efectos negativos que, sobre sus balances y cuentas de resultados, tiene el proceso de desintermediación bancaria. Tal estrategia, llevada a su extremo, puede poner en peligro la independencia que ha de tener la gestión de los fondos, condicionar la composición de sus carteras y sus rentabilidades y convertir los fondos en productos bancarios *de facto*, que invitarían a ser tratados fiscalmente como tales.

7. La regulación actual pone todo su acento en la seguridad, la transparencia y la eficiencia operativa. Sin embargo, dado que es una normativa pre-ocupada por la protección del partícipe, no contiene elementos potenciadores de la competencia en el mercado.

8. En relación con lo visto en este trabajo, podrían existir áreas en las cuales una revisión de su regulación contribuiría a fomentar la competencia en el mercado:

a) Exigencia de información más detallada sobre las políticas inversoras de los fondos, con una mayor concreción de los objetivos y duraciones de las carteras y el compromiso de su respeto por la sociedad gestora.

b) Regulación de fondos especializados, ajenos a la regulación general armonizada con la directiva europea, que permita el uso de instrumentos financieros no contemplados en la normativa actual.

c) Autorización a las sociedades gestoras para crear redes comerciales propias que les permitan aumentar su grado de independencia y les faciliten competir con aquellas que son filiales de grupos financieros.

d) Autorización al partícipe para trasladar su inversión de un fondo a otro sin incurrir en coste fiscal.

## NOTAS

(\*) Juan Antonio Mayorga Sánchez ha realizado comentarios a este artículo y ha coordinado su contenido con el de los restantes de este número. Nieves García Santos leyó con meticu-

losidad una versión previa del artículo, y realizó numerosos y sabios comentarios. Con Carmen Giménez Alvear tuvo ocasión de discutir en el curso de unos trabajos realizados por ella en 1994 en la Comisión Nacional del Mercado de Valores diversos asuntos relacionados con las barreras de entrada al mercado. Para todos ellos mi agradecimiento. Para el autor, la responsabilidad de lo que aquí se contiene.

(1) Un análisis más detallado de estas variables puede encontrarse en el artículo de JUAN ANTONIO MAYORGA SÁNCHEZ y JOSÉ M.ª MARCOS BERMEJO, «Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», que aparece en este mismo número.

(2) GUAL (1995), al estudiar el fenómeno de la concentración, subraya que la que tiene lugar para los fondos supera a la observada en las entidades crediticias en la captación de pasivos.

(3) El HHI puede fluctuar entre 0 y 10.000. El Department of Justice Merger Guideline (EE. UU.) establece que un índice superior a 1.800 indica un mercado altamente concentrado, mientras que si está por debajo de 1.000 se considera no concentrado; entre 1.800 y 1.000, moderadamente concentrado.

(4) En EE. UU., el índice pasó de 475 en 1982 a 301 en 1987, según BAUMOL (1990).

(5) A juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en su *Informe Anual 1994*, pág. 219, las comisiones de gestión cobradas son sensiblemente superiores a las aplicadas en otros países, incluso si se descuenta la parte correspondiente a los gastos de comercialización.

(6) Refiriéndose al período 1993-95, el *Informe Anual 1995* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su capítulo 6, muestra la menor volatilidad de las rentabilidades trimestrales de los fondos de inversión mobiliaria de renta fija en comparación con la del índice de rendimiento de la deuda del Estado a cambio de obtener unos resultados peores en términos de rentabilidad para la mayor parte del período.

(7) El capital social mínimo es de 50 millones de pesetas, que se incrementará en el 5 por 1.000 del patrimonio administrado, en tanto éste no supere los 10.000 millones de pesetas, para hacerlo en el 3 por 1.000 a partir de esa cifra.

(8) En 1995, el inmovilizado de las sociedades gestoras representaba el 3,57 por 100 del activo total

(9) Los fondos de inversión mobiliaria tendrán un patrimonio mínimo de 500 millones de pesetas y los fondos de inversión en activos del mercado monetario de 1.500 millones de pesetas; en ambos casos, el número mínimo de partícipes será de 100, si bien disponen de un año para alcanzar dicha cifra.

(10) Para GUAL (1995), la red de distribución disponible se muestra más relevante que la rentabilidad financiera alcanzada a la hora de determinar la posición competitiva de los oferentes de fondos.

(11) Véase el papel jugado por las redes de oficinas de entidades crediticias en el análisis que, a este respecto, realiza el *Informe Anual 1994*, capítulo 6, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Para la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el «efecto red» actúa como una barrera de entrada en el mercado.

(12) La evidencia empírica de la existencia de las economías de escala se pone de manifiesto en el artículo de este mismo número «Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva».

(13) Una explicación complementaria a la aquí ofrecida puede encontrarse en el capítulo 6 del *Informe Anual 1995* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Allí se ponen en relación las políticas de reducción de riesgo de las carteras de los fondos de inversión mobiliaria, iniciadas en 1994 como consecuencia de la inestabilidad en los mercados de deuda pública, con el comportamiento de las emisiones de deuda pública, la

evolución de los tipos de interés y el tratamiento contable de la cartera de los fondos de inversión.

El desplazamiento de las emisiones del Estado hacia plazos más largos deprimiendo la oferta de letras del Tesoro, el aumento del tipo de interés de los *repos* reduciendo el diferencial de tipos con la deuda a largo y unas normas de contabilización de los *repos* a corto plazo que les ponen a cubierto de la volatilidad de mercado del subyacente podrían estar explicando las políticas citadas.

(14) A juicio de GUAL (1994), el desarrollo de los fondos ha supuesto una canalización indirecta de parte del ahorro de las familias hacia las entidades de depósito por la vía de los *repos*, por lo que no toda la expansión de los fondos puede catalogarse como desintermediación bancaria.

(15) Véase, en este sentido, GONZÁLEZ MOSQUERA (1995)

(16) GONZÁLEZ MOSQUERA (1995) sostiene que la desintermediación vinculada comporta un riesgo para el partícipe al incentivar a los gestores del fondo a no desarrollar la gestión óptima para éstos, sino aquella que, satisfaciendo a los partícipes, deje el mayor beneficio para la gestora o para otras entidades del grupo económico.

(17) Para una exposición reciente de las prácticas supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en esta materia, véase su *Informe Anual 1995*, capítulo 7, en donde se describen sintéticamente los distintos controles que se llevan a cabo, el grado de cumplimiento de las obligaciones legales por parte de las sociedades gestoras e IIC y el juicio que le merece al supervisor la situación actual de la industria en cuanto al nivel de protección de los inversores.

(18) Sobre el efecto que tendría acabar con la cautividad fiscal sobre los ingresos de las sociedades gestoras hay que observar que la mayor movilidad de partícipes entre fondos posiblemente provocaría aumento de la competencia en términos de comisiones, reduciendo los ingresos de aquéllas en su conjunto. Pero al abaratare el coste de inversión en fondos, este producto se haría más competitivo respecto a otros productos financieros, atrayendo para sí nuevos patrimonios anteriormente invertidos en sus competidores, con un efecto positivo sobre los ingresos de las sociedades gestoras. Saldrían beneficiadas de este proceso las entidades y grupos financieros que tuvieran un mayor porcentaje de su actividad concentrada en fondos de inversión, mientras que aquellas en donde los productos competitivos de fondos de inversión fueran dominantes podrían verse perjudicadas.

## REFERENCIAS

- ÁLVAREZ COBELAS, JOSÉ (1994), «Análisis de los fondos de inversión en renta fija en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9.422, Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- BAUMOL, WILLIAM J.; GOLDFELD, STEPHEN M.; GORDON, LILLI A., y KAEHN, MICHAEL F. (1990), *The economics of mutual funds markets: competition versus regulation*, Kluwer Academic Publisher, Boston, segunda edición en 1993.
- BENGOECHEA, JUAN, y PIZARRO, JESÚS (1993), «Las nuevas fronteras del negocio bancario», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual* (varios años).
- CONTRERAS, CARLOS (1993), «Un balance de la guerra de los fondos de inversión», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- y FERNÁNDEZ, JOSÉ MARÍA (1995), *Análisis del efecto de «cierre fiscal»: El caso de la inversión colectiva en España*, Fundación BBV, Documenta.
- GARCÍA VAQUERO, VÍCTOR (1991), «Los fondos de inversión en España», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.
- (1995), «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.
- y MAZO, LUIS ÁNGEL (1994), «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión 1991-1993», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, LUIS MANUEL (1995), «Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto.
- GUAL, JORDI (1994), *La racionalización del sector bancario en España*, Fundación BBV, Documenta.
- LERENA, LUIS A. (1993), «Las reestructuraciones bancarias. Una perspectiva microeconómica», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- SIRRI, ERIK R., y TRUFANO, PETER (1993), «Buying and selling mutual funds: flows, performance, fees, and services», *Working Paper*, Harvard Business School.

# RENTABILIDAD Y COSTES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Juan Antonio Mayorga Sánchez  
José María Marcos Bermejo

## I. INTRODUCCIÓN

En poco más de cuatro años, los fondos de inversión han pasado de ser un producto financiero semidesconocido a estar en boca del gran público, de apenas ser citado en la prensa económica a ocupar páginas enteras, de ser objeto de conversación sólo entre profesionales a ser motivo de referencia en los programas electorales de los principales partidos políticos. Las causas de su éxito (transparencia y sencillez operativa, gestión profesionalizada, seguridad y liquidez, buen tratamiento fiscal, decidida comercialización por parte de las entidades financieras, etc.) han sido ya sobradamente estudiadas, y de la magnitud de su expansión dan fe las cifras que, si bien no van a ser objeto de análisis, se pueden observar en el cuadro núm. 1.

Pues bien, el objetivo del presente trabajo es el análisis de dos aspectos bastante concretos e interrelacionados de los fondos de inversión: la rentabilidad que obtienen sus partícipes y los costes que deben soportar por invertir a través de ellos. El estudio de las rentabilidades ocupa todo el segundo apartado, donde se aborda este aspecto desde diversas perspectivas. En primer lugar, se detalla la evolución de dicha variable durante los años en los que se ha producido la eclosión de los fondos, utilizando para ello dos conceptos alternativos de rentabilidad. Posteriormente, se efectúan algunas aproximaciones, desde diversas perspectivas, para tratar de evaluar la razonabilidad de las rentabilidades que obtienen en relación a los riesgos que asumen en sus inversiones, tratando después de identificar aspectos explicativos de los diferenciales de rentabilidad entre fondos con políticas de inversión similares. También se estudia la persistencia de las rentabilidades obtenidas y su incidencia en las decisiones de los ahorradores a la hora de elegir un fondo concreto en el que invertir, habiéndose dejado para el final el análisis de la incidencia de la fiscalidad.

El tema de los costes que supone para el ahorrador invertir en fondos de inversión se desarrolla de manera amplia en el tercer apartado del artículo. Se

comienza por una aproximación conceptual en la que se identifican los servicios prestados y se reflexiona sobre las diversas alternativas existentes para trasladar el coste de tales servicios a los inversores. Posteriormente, se efectúa una estimación de la estructura de costes en el mercado español y se analiza la evolución de las comisiones de gestión, principal componente del precio por invertir en fondos, durante los últimos ejercicios. La parte final de este apartado se destina a analizar si las economías de escala existentes en la gestión de fondos, como consecuencia del incremento de su patrimonio, reverterían de alguna forma a los partícipes.

## II. ANÁLISIS DE LAS RENTABILIDADES

Al analizar las rentabilidades de los fondos de inversión, lo primero que debe destacarse es la importancia de analizar series lo más amplias posible a la hora de evaluar la gestión realizada por las entidades correspondientes, puesto que, a medida que se reduce el período de análisis, aumenta la probabilidad de que una determinada rentabilidad sea fruto de factores coyunturales. Pero también es necesario indicar que no es suficiente con realizar un estudio puramente numérico, sino que conviene reflexionar sobre otra serie de aspectos. Por ejemplo: ¿son razonables las rentabilidades obtenidas?, ¿cómo influyen determinadas variables sobre dichas rentabilidades?, ¿hasta qué punto son éstas persistentes a lo largo del tiempo?, ¿cómo inciden los rendimientos obtenidos en las decisiones de los partícipes?, ¿qué influencia tienen los aspectos fiscales? A tratar de responder todas estas preguntas van destinados los siguientes epígrafes.

### 1. Rentabilidades obtenidas

Para un inversor, la rentabilidad que obtiene a través de un fondo es equivalente a la evolución porcentual del valor liquidativo entre el día en que compra sus participaciones y el día en que se desprende de ellas (teniendo en consideración los eventuales

**CUADRO NÚM. 1**  
**EXPANSIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**  
**(Miles de millones)**

	PIB (Pesetas corrientes)	Patrimonio FIM + FIAMM	Porcentaje PIB	Depósitos	Porcentaje depósitos
1989 .....	45.043,9	870	1,93	27.150,6	3,20
1990 .....	50.145,1	1.163	2,32	31.053,6	3,74
1991 .....	54.900,8	3.870	7,05	35.089,3	11,03
1992 .....	59.002,0	6.280	10,64	37.344,4	16,82
1993 .....	60.904,3	10.295	16,90	41.106,5	25,04
1994 .....	64.673,0	11.250	17,39	44.059,7	25,53
1995 .....	69.800,0	12.193	17,47	45.573,4	26,75

Depósitos de residentes en entidades de depósito a octubre de 1995.

Datos PIB 1995 estimados.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y Estadísticas CNMV.

dividendos distribuidos, aunque ésta es una práctica marginal por sus negativas implicaciones fiscales). Sin embargo, existe otra posibilidad de aproximación a la rentabilidad obtenida por el gestor al patrimonio que administra. Concretamente, puede obtenerse como el resultado de dividir los rendimientos totales netos obtenidos en el período por el fondo entre el patrimonio medio en dicho período. Esta segunda aproximación tiene la ventaja de que la rentabilidad no se ve distorsionada en función del patrimonio existente en el momento en que se han obtenido los rendimientos, permitiendo identificar el origen de las rentabilidades obtenidas (intereses, variaciones de precios, etc.). Por contra, es un cálculo teórico que no coincide exactamente con lo que hubiera ganado o perdido un inversor hipotético que entrase en el fondo al inicio del período de referencia y reembol-

sase al final del mismo. A continuación, se va a tratar de analizar la evolución de cada uno de estos dos conceptos de rentabilidad para los fondos de inversión en los últimos años.

#### A) Evolución y origen de los rendimientos

A partir de la información estadística disponible en la CNMV, puede diferenciarse, dentro de la variación del patrimonio de los fondos en un determinado período, cuál es la parte que tiene su origen en las suscripciones y reembolsos solicitados por los inversores y cuál es la derivada de los rendimientos generados a partir de la gestión de su patrimonio. Los cuadros núms. 2 y 3 recogen esta información para los FIM y FIAMM, respectivamente, durante el período 1992-1995.

**CUADRO NÚM. 2**  
**EVOLUCIÓN Y ORIGEN DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS FIM**

	Año 1992		Año 1993		Año 1994		Año 1995	
	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario
Variación patrimonio .....	1.086.583		2.565.282		- 270.550		- 87.394	
- Suscripciones/reembolsos (neto) .....	860.778		2.011.230		- 244.479		- 543.304	
- Rendimientos .....	225.805	7,89	554.052	14,70	- 26.071	- 0,42	455.910	9,35
- Total rendimientos gestión .....	277.572	9,70	625.658	16,60	94.706	1,51	546.355	11,21
- Intereses renta fija .....	287.462	10,05	357.371	9,48	466.499	7,44	390.889	8,02
- Intereses bancarios .....	11.683	0,41	15.766	0,42	14.930	0,24	19.708	0,40
- Total variaciones de precios RF (realizadas o no) .....	- 11.923	- 0,42	204.616	5,43	- 323.469	- 5,16	95.356	1,96
- Total variaciones de precios RV (realizadas o no) .....	- 12.404	- 0,43	49.526	1,31	- 60.923	- 0,97	34.544	0,71
- Dividendos .....	4.708	0,16	3.603	0,10	11.921	0,19	11.727	0,24
- Resultado en derivados .....	608	0,02	- 3.131	- 0,08	- 11.317	- 0,18	- 1.462	- 0,03
- Resto rendimientos .....	- 2.562	- 0,09	- 2.093	- 0,06	- 2.935	- 0,05	- 4.407	- 0,09
- Total gastos repercutidos .....	- 51.767	- 1,81	- 71.606	- 1,90	- 120.777	- 1,93	- 90.445	- 1,85
- Comisión gestión .....	- 46.233	- 1,62	- 61.130	- 1,62	- 104.098	- 1,66	- 78.741	- 1,61
- Comisión depositario .....	- 3.245	- 0,11	- 6.847	- 0,18	- 11.382	- 0,18	- 8.990	- 0,18
- Resto gastos explotación .....	- 2.289	- 0,08	- 3.629	- 0,10	- 5.297	- 0,08	- 2.714	- 0,06

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



**CUADRO NÚM. 3**  
**EVOLUCIÓN Y ORIGEN DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS FIAMM**

	Año 1992		Año 1993		Año 1994		Año 1995	
	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario
Variación patrimonio .....	1.323.723		1.448.924		1.225.552		1.030.945	
- Suscripciones/reembolsos (neto) .....	1.042.021		1.026.726		878.885		536.520	
- Rendimientos .....	281.702	10,37	422.198	10,50	346.667	6,43	494.425	7,73
- Total rendimientos gestión .....	321.085	11,82	480.284	11,94	423.502	7,86	583.380	9,12
- Intereses renta fija .....	269.986	9,44	435.067	11,54	419.265	6,69	542.672	11,13
- Intereses bancarios .....	9.967	0,35	18.099	0,48	15.106	0,24	24.965	0,51
- Total variaciones de precios (realizadas o no) .....	44.100	1,62	31.126	0,77	-7.104	-0,13	20.157	0,32
- Resultado en derivados .....	133	0,00	-152	0,00	-411	-0,01	-42	0,00
- Resto rendimientos .....	-3.101	-0,11	-3.856	-0,10	-3.354	-0,06	-4.372	-0,07
- Total gastos repercutidos .....	-39.383	-1,45	-58.086	-1,44	-76.835	-1,43	-88.955	-1,39
- Comisión gestión .....	-35.536	-1,31	-51.708	-1,29	-69.090	-1,28	-80.869	-1,26
- Comisión depositario .....	-2.447	-0,09	-3.863	-0,10	-5.716	-0,09	-6.523	-0,13
- Resto gastos explotación .....	-1.373	-0,05	-2.515	-0,07	-2.029	-0,03	-1.563	-0,03

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

Los rendimientos de ambos tipos de instituciones se han agrupado en dos grandes conceptos: resultados brutos obtenidos por la gestión y gastos de explotación repercutidos al fondo, desglosando cada uno de ellos en las principales partidas que lo componen, pero sin pretender que ese desglose sea exhaustivo. Junto a cada uno de los rendimientos se refleja el porcentaje que representa sobre el patrimonio medio diario del período, suponiendo esta *ratio* su contribución a la rentabilidad de la institución. Por su parte, el porcentaje suma de todos los rendimientos sería la rentabilidad obtenida por el gestor del fondo, a la que más arriba aludíamos como medida alternativa a la fluctuación del valor liquidativo.

Como principales conclusiones del análisis de la información comentada podríamos destacar, por lo que respecta a los FIM, las siguientes:

a) La evolución de la rentabilidad obtenida por los gestores de los FIM sobre el patrimonio medio administrado ha experimentado unas oscilaciones muy significativas a lo largo de estos años que coincide para cada período con la evolución de los mercados, fundamentalmente con los de renta fija, puesto que son éstas sus principales inversiones.

b) El componente más estable en los rendimientos de los FIM es, lógicamente, el que refleja los intereses correspondientes a sus activos de renta fija. A lo largo del período analizado, su peso relativo ha ido disminuyendo progresivamente como consecuencia del descenso de tipos producido en nuestro país. Debe recordarse que las normas contables que afectan a las instituciones obligan al devengo de los intereses a la tasa interna de rentabilidad de la inversión, por lo que esta *ratio* recoge de manera aproximada la TIR media, neta de comisiones de inter-

mediación, a la que se hicieron las inversiones de renta fija. Decimos aproximada porque la *ratio* no se calcula sobre los activos de renta fija exclusivamente, sino que se incluye en el denominador todo el patrimonio de las instituciones, alguno de cuyos componentes (renta variable, activos no remunerados, tales como saldos deudores con Hacienda, etc.) no generan una remuneración vía intereses, como es de sobra conocido. Más interesante sería el análisis de la relación entre intereses de los activos de renta fija y el importe de ésta, pero tal cálculo no es posible por carecer de datos estadísticos sobre los saldos diarios de activos de renta fija.

c) Las rentabilidades de todos los ejercicios están condicionadas, de manera determinante, por las fluctuaciones de precios de los activos, principalmente de renta fija, pero también de renta variable. Así, en 1992 la rentabilidad anual (7,89 por 100) recoge las pérdidas que se produjeron en la renta fija a medio y largo plazo como consecuencia del comportamiento de los mercados ante el resultado del referéndum danés sobre Maastricht. El ejercicio 1993 refleja un resultado (14,7 por 100) explicado en gran medida por las revalorizaciones de las carteras originadas por el descenso de tipos en dicho año. Por su parte, los efectos de la crisis en los mercados de renta fija como consecuencia de las tormentas monetarias del ejercicio 1994 quedan patentes en la cifra de pérdidas por fluctuaciones de precios de tales activos (-323.469 millones), que supusieron una merma del 5,16 por 100 en los resultados del año.

Similares comentarios podrían realizarse respecto al comportamiento de las fluctuaciones de precios de la renta variable. Obviamente, el efecto global en este caso es inferior. No obstante, debe

destacarse la circunstancia de que las acciones, a pesar de representar una parte bastante marginal del patrimonio de los FIM (entre el 2 y el 5,82 por 100 en el período analizado), condicionan los rendimientos obtenidos en mayor medida debido a su superior volatilidad.

d) Puede señalarse el escaso importe de los resultados con productos derivados a nivel del sector. Debe destacarse al respecto que, excepto en el ejercicio 1992, los FIM (en conjunto) siempre han tenido pérdidas en esta operativa. Para 1994, tal situación (pérdidas con productos derivados) coincide con la existencia de pérdidas en las carteras de contado, lo que podría indicar que se siguió una estrategia de especulación con futuros y opciones. Por contra, para 1993 y 1995, al producirse ganancias en el contado, podría suponerse una finalidad mayoritaria de cobertura en esta operativa.

e) En relación con los gastos repercutidos a los FIM, resulta destacable la estabilidad de las comisiones de gestión. Este hecho permite descartar, al menos a nivel global y hasta la fecha, la hipótesis sostenida en ocasiones de que una vez captado un patrimonio significativo, y teniendo en cuenta la cautividad fiscal del partícipe derivada del sistema tributario vigente durante los años a que se refiere el análisis, las gestoras incrementen las comisiones de gestión. Por otra parte, entendemos que dicha estrategia habría tenido efectos negativos para las gestoras que la realizasen en términos de pérdida del negocio potencial originado por los futuros ahorros de los inversores que se hubiesen visto perjudicados por esta práctica.

Por lo que respecta a la información correspondiente a los FIAMM, podrían señalarse los aspectos que citamos a continuación:

a) Los ingresos obtenidos en la periodificación de intereses son los que explican, en su práctica totalidad, los rendimientos derivados de la gestión de activos. Su evolución es coincidente con las fluctuaciones de los tipos de interés a corto. Debe apuntarse al efecto cierto desfase explicado porque el re-

flejo contable de este concepto se produce en el período siguiente a la realización de la inversión.

b) El escaso efecto de las diferencias de precio en los valores que integran su patrimonio es totalmente lógico si se tiene en cuenta la reducida duración media de sus carteras. Hay que recordar que los fondos de inversión no recogen en su patrimonio las alteraciones de valor de sus activos a los que resten menos de seis meses para su vencimiento.

c) Al igual que se ha comentado para el caso de los FIM, no se identifica, a nivel global, ningún tipo de práctica tendente a incrementar las comisiones de gestión una vez que se hayan alcanzado patrimonios gestionados importantes. Antes al contrario, tanto el porcentaje que representan estas comisiones como el resto de gastos de explotación repercutidos a los FIAMM han disminuido ligeramente durante los años de referencia.

Para finalizar este epígrafe, realizaremos algunas observaciones derivadas del análisis comparado de la información contenida en dos cuadros de referencia. En primer lugar, hay que precisar que el porcentaje correspondiente a intereses suele ser menor en los FIM que en los FIAMM no porque aquéllos realicen adquisiciones a tasas internas de rentabilidad inferiores, sino porque integran en su patrimonio activos que no devengan intereses (renta variable) y porque la cartera exterior (generalmente remunerada a tasas inferiores) supone un mayor porcentaje. En segundo lugar, por el lado de los costes, debe destacarse la existencia de unas mayores comisiones de gestión para los FIM, posiblemente fundadas en la mayor dificultad que entraña la gestión de activos de renta variable o de renta fija a más largo plazo, al margen del componente ya citado de cartera exterior. Por lo que respecta al mayor peso del resto de gastos de explotación en los FIM que en los FIAMM, las motivaciones hay que buscarlas en su menor tamaño medio, ya que gran parte de estos costes (auditoría, publicación del valor liquidativo en Bolsa) son fijos, por lo que su efecto en rentabilidad se diluye a medida que aumenta el tamaño.

CUADRO NÚM. 4  
RENTABILIDADES ANUALES POR CLASE DE FONDO (\*)

	1991 Porcentaje	1992 Porcentaje	1993 Porcentaje	1994 Porcentaje	1995 Porcentaje	Media porcentaje	Volatilidad (1991-95)
RF .....	13,61	9,06	15,33	1,58	9,67	9,85	4,76
RFM .....	13,21	7,93	17,16	- 0,03	9,74	9,60	5,76
RVM .....	8,86	- 0,76	30,48	- 5,39	11,60	8,96	12,41
RV .....	6,56	- 2,98	44,64	- 8,34	12,32	10,44	18,55
<b>Total FIM .....</b>	<b>13,33</b>	<b>8,61</b>	<b>16,77</b>	<b>0,44</b>	<b>9,87</b>	<b>9,80</b>	<b>5,48</b>
<b>Total FIAMM .....</b>	<b>12,27</b>	<b>10,79</b>	<b>11,20</b>	<b>6,70</b>	<b>8,01</b>	<b>9,80</b>	<b>2,09</b>

(\*) Ponderadas por patrimonio a fin de año.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

## B) Rentabilidades históricas

Tal como se ha comentado, el análisis de las rentabilidades de los fondos de inversión debe realizarse para períodos amplios de tiempo, pues de lo contrario podrían obtenerse conclusiones poco acertadas. El cuadro núm. 4 recoge, desde esta perspectiva, la evolución de las rentabilidades anuales de los fondos durante los últimos cinco años, así como la media para dicho plazo, distinguiendo en función de la política de inversión. Para cada clase de fondo (1) se ha incluido una columna que refleja la volatilidad (2) de la rentabilidad obtenida durante los años para los que se aportan datos.

Cabe destacar el paralelismo entre las rentabilidades medias ponderadas incluidas en dicho cuadro y la *ratio* de rendimientos sobre patrimonio medio comentada en el epígrafe anterior. No obstante, en todos los casos este segundo es ligeramente inferior. Debe recordarse que en su cálculo no se consideraba el patrimonio existente en el momento concreto en que se habían generado los rendimientos, mientras que la rentabilidad calculada como fluctuación del valor liquidativo sí se encuentra afectada por esta variable. Así pues, la circunstancia señalada podría ser, en alguna medida, indicativa de que, históricamente, las aportaciones de los participantes a los fondos se han realizado después de que se hayan obtenido unas rentabilidades superiores a las que se han logrado con posterioridad a sus suscripciones. Efectivamente, si después de la obtención de una rentabilidad elevada se produce la entrada adicional de patrimonio en un fondo, y éste no vuelve a alcanzar idéntica rentabilidad, la calculada a partir de la evolución de su valor liquidativo superará la *ratio* de rendimientos sobre patrimonio medio.

A nivel global, puede destacarse la mayor volatilidad de los rendimientos obtenidos por los FIM frente a la mayor estabilidad de los FIAMM, dándose la circunstancia de que, para el período en su conjunto, la media de las rentabilidades de ambos tipos de fondos coinciden. Si se tienen en cuenta sus diferencias en cuanto a la política de inversión que siguen, no creemos que esta coincidencia tenga una explicación distinta de la mera casualidad.

Por tipos de FIM también se aprecia un aumento de la volatilidad en las rentabilidades anuales a medida que aumenta el componente de renta variable en sus carteras. Los más rentables para estos cinco años han sido los de renta variable (10,44 por 100 de media anual), por lo que resulta llamativo que los fondos con estrategias mixtas sean los de menores rentabilidades (8,96 por 100 de media anual para los de RVM y 9,60 por 100 para los de RFM), mientras que los de renta fija pura se sitúan como los segundos más rentables (9,85 por 100). No obstante, hay que destacar que la clasificación en estos cuatro grupos (RF, RFM, RV y RVM) es útil, por su fácil

comprensión, para la agrupación estadística de los fondos, pero incorpora algunas simplificaciones que impiden realizar un análisis detallado sobre las rentabilidades obtenidas. Concretamente, no aporta información sobre una serie de factores con gran incidencia sobre la rentabilidad, tales como duraciones de las carteras de renta fija, porcentajes de inversión en divisas y operativa con derivados realizada por los fondos. Más adelante se efectuará una aproximación que considera algunos de estos aspectos.

La situación de los FIAMM es un tanto distinta, puesto que la dispersión de sus políticas de inversión es mucho menor (durante 1995, sus duraciones medias no han superado los 0,29 años, siendo muy reducido el número de FIAMM que al final de cada mes tienen duraciones superiores a seis meses). Para los años 1991 a 1995, la media de sus rentabilidades anuales ha sido del 9,8 por 100, siendo su evolución anual paralela a la de los tipos de interés a corto plazo.

## 2. Razonabilidad de las rentabilidades

En ocasiones, se plantea una cuestión sumamente compleja de responder, que es la relativa a si son o no son razonables las rentabilidades que a lo largo del tiempo alcanzan los fondos de inversión. La cuestión parte de la idea de que las entidades promotoras de fondos podrían no estar especialmente interesadas en realizar la mejor gestión posible, puesto que el inversor estaría dispuesto a perder parte de la rentabilidad potencial que obtendría a partir de una gestión eficiente de su cartera a cambio de acceder al régimen tributario previsto para los rendimientos en fondos de inversión. Algunos elementos que podrían avalar la hipótesis de cierta pasividad en la gestión serían el elevado porcentaje de *repos* en cartera de estas instituciones y la posible generación de comisiones de intermediación para empresas del grupo.

En este epígrafe abordaremos la cuestión de la razonabilidad de los rendimientos obtenidos por los fondos desde diversos puntos de vista, pero lo cierto es que su respuesta probablemente se encuentre en qué se entiende por rentabilidad razonable para un fondo. Evidentemente, si se estima que resulta exigible a los gestores la sistemática superación del rendimiento del mercado, será bastante probable que la conclusión sea que los rendimientos de los fondos no son razonables. Por el contrario, si se entiende que lo razonable es que el gestor invierta con rentabilidades de mercado y que cobre un precio adecuado en relación al servicio que presta, quizá la conclusión sea diferente. Nos ocuparemos a continuación del aspecto relativo a si los gestores obtienen en sus inversiones rentabilidades de mercado, dejando para más adelante el relativo al precio que cobran por sus servicios.

### A) Evaluación de la gestión de carteras

No existe una medida estadística que permita afirmar con rotundidad si los resultados de la gestión de una determinada cartera resultan o no razonables (3). Para tratar de analizar si las comisiones cobradas por un gestor están justificadas, en general, se comprueba si la cartera por él gestionada ha superado a un determinado índice del mercado o se comparan los resultados de dicha cartera con los obtenidos en media por el resto de gestores. Implícitamente, se están introduciendo algunas hipótesis que pueden no ser del todo ciertas en la práctica. Al comparar los rendimientos de una cartera con los del mercado se da por supuesto que un inversor individual podría igualar al mercado, lo cual es difícil de aceptar, aunque sólo sea por las comisiones de intermediación que deberá soportar al realizar sus inversiones. Adicionalmente, se estaría suponiendo que el inversor individual tiene acceso a toda la información existente en el mercado y capacidad para interpretarla adecuadamente, asumiéndose también que el tiempo que habría de dedicar a la gestión de su cartera carece de coste para él.

Por otra parte, la comparación de los resultados de un gestor con los de la media supone, en la práctica, primar a los que adquieren mayores niveles de riesgo. Esta idea engarza con la dificultad de considerar la concreta vocación inversora de los propietarios de una cartera, que puede no estar vinculada a los índices de mercado utilizados en la comparación o a la del resto de carteras con las que se compara. Debe destacarse que no todos los fondos tienen idénticos objetivos de inversión, por lo que resulta difícil incorporar los objetivos concretos de cada fondo en modelos globales de evaluación de los resultados obtenidos.

Tampoco puede decirse que exista unanimidad respecto a qué resulta exigible al gestor de una cartera. Un estudio realizado para determinados fondos estadounidenses (Treynory y Mazuy, 1992) concluye que no existe ninguna evidencia de la capacidad de los gestores para anticipar los movimientos del mercado (lo que les permitiría superar su rentabilidad), por lo que el inversor no les debería responsabilizar por no haber anticipado los cambios del mismo.

En el caso español, se han realizado algunos estudios específicos para fondos de inversión de renta fija (Álvarez Cobelas, 1994), llegando a conclusiones bastante desalentadoras por lo que se refiere al papel de sus gestores: «A la vista de los resultados se puede concluir el pobre comportamiento que los fondos tienen durante el período de análisis (puesto que en general) obtienen rentabilidades que no compensan los niveles de riesgo asumidos por sus gestores y las comisiones cobradas al inversor individual.» No obstante, tal conclusión pudiera estar condicionada por las carencias de la información en el momento en que se efectuó el análisis, puesto

que el mismo se refiere al período 1991-93, para el cual no estaba disponible el dato de las duraciones de las carteras de los fondos.

El cuadro núm. 5 recoge la duración media de la cartera de contado de los FIM de renta fija al final de cada uno de los trimestres de 1995 junto con la duración a dicha fecha del índice de una cartera de deuda del Estado del Banco de España. Puede apreciarse claramente la menor duración media en todos los trimestres para los fondos de inversión, lo que implica que asumen un menor riesgo de tipo de interés, por lo que la comparación de ambas rentabilidades podría conducir a conclusiones poco acertadas. Teniendo en cuenta el dato de las duraciones medias de las carteras de renta fija de los fondos, puede afirmarse que los FIM de renta fija asumen niveles de riesgo (de tipo de interés) muy por debajo de los índices habituales de referencia.

### B) Comparación con índices de referencia

Decíamos antes que al gestor se le debería exigir que en sus inversiones obtenga remuneraciones de mercado, es decir, que la rentabilidad derivada de su gestión sea coherente con los riesgos asumidos por ésta. Para tratar de comprobar si los fondos obtienen habitualmente las tasas de mercado en sus inversiones, compararemos grupos con políticas de inversión lo más homogéneas posible con indicadores de los activos de referencia. Nos centraremos en los FIAMM, FIM de renta variable y FIM de renta fija, distinguiendo dentro de éstos en función de sus duraciones.

En primer lugar, surge la cuestión de si, para evaluar la gestión, deben compararse las rentabilidades netas (descontadas las comisiones) de los fondos o si, por el contrario, debe prescindirse del efecto de las comisiones. Entendemos que ambos datos son significativos. De una parte, la rentabilidad bruta (esto es, sin considerar los gastos repercutidos al fondo) permite comprobar para la renta fija, de manera global, si las inversiones se realizan obteniendo remuneraciones de mercado. De otra, cuando se comparen las rentabilidades netas de gastos con los mercados de referencia, se obtiene una idea de hasta qué punto es adecuado el coste repercutido por la gestión, aunque, como se verá más ade-

CUADRO NÚM. 5  
DURACIONES MEDIAS. AÑO 1995

	D - Media FIM - RF	D - Media IRDE
Marzo .....	1,27	3,37
Junio .....	1,23	3,50
Septiembre .....	1,33	3,70
Diciembre .....	1,47	3,87

IRDE: Índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado.  
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y estadísticas CNMV.

lante, no todo el importe cobrado como comisión de gestión es imputable a dicho concepto, sino que incorpora también el coste de otros servicios (principalmente el de distribución) En cualquier caso, el disponer de ambos datos permitirá conocer la causa de eventuales rendimientos inferiores a los que cabría esperar, puesto que éstos podrían estar originados por una gestión poco eficiente (inversión a precios por debajo de mercado) o en unos costes repercutidos excesivos.

Teniendo en cuenta que nuestro objetivo en este apartado es tratar de analizar si las inversiones de los fondos se realizan a precios de mercado, utilizaremos en las comparaciones su rentabilidad bruta, tratando más adelante la cuestión de si los costes repercutidos pueden considerarse razonables o no. Para calcular las rentabilidades brutas supondremos que los gastos totales de los fondos (identificados en los cuadros núms. 2 y 3) se devengan linealmente durante el ejercicio y que los impuestos equivalen durante cada período al 1 por 100 de los rendimientos. Para descontar el efecto de los gastos repercutidos, se ha supuesto un 1,78 por 100 anual para los FIM de RF, un 2,39 por 100 para los de RV y un 1,39 por 100 para los FIAMM, siendo estos importes los repercutidos sobre el patrimonio medio diario durante 1995 para cada tipo de fondo.

Hay que destacar que no puede obtenerse información relativa a los costes de intermediación soportados, ya que las normas contables y de valoración obligan a considerar dichos gastos como un mayor coste de adquisición de los respectivos activos. Esta matización es importante, toda vez que los índices de referencia de los respectivos mercados no siempre recogen este efecto, por lo que, incluso cuando los gestores de fondos invirtiesen a los precios medios del mercado, podría esperarse que sus rentabilidades brutas fuesen ligeramente inferiores a éstas. Según la información de la CNMV relativa a las sociedades y agencias de valores, los corretajes medios de intermediación en renta variable supusieron, en media, un 1,58 por 1.000 durante 1995. No disponemos del dato equivalente para otros mercados, principalmente de renta fija, en los que realizan sus operaciones mayoritariamente los fondos.

A efectos de poder comparar políticas de inversión lo más homogéneas posible, hemos analizado los siguientes casos: FIAMM, FIM de RF con duración inferior a 0,5 años, FIM de RF con duración superior a 3 años y FIM de RV. En todos los casos, teniendo en cuenta que los índices de referencia en las comparaciones se refieren a mercados españoles, hemos excluido de cada grupo de fondos aquellos cuyo porcentaje de activos denominados en divisas distintas de la peseta superaba el 50 por 100.

Para cada grupo hemos tratado de identificar un índice de referencia que represente un nivel de riesgo lo más próximo posible a los fondos en él in-

cluidos. En el caso de los FIAMM, se ha comparado su rentabilidad mensual con la de los *repos* a tres meses sobre letras del Tesoro, entendiendo que es una referencia razonable, máxime si se tiene en cuenta que su duración se ha situado durante el año entre 0,25 y 0,29 años, y que en cada mes sólo un número residual de FIAMM tiene una duración media superior a 6 meses. Idéntica referencia se ha tomado para los FIM de RF con duración inferior a 0,5 años. Las rentabilidades mensuales medias del grupo de FIM con duración superior a 3 años se han comparado con la evolución del índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado, elaborado por el Banco de España. Finalmente, la rentabilidad de los FIM de RV se ha comparado con la del IBEX-35.

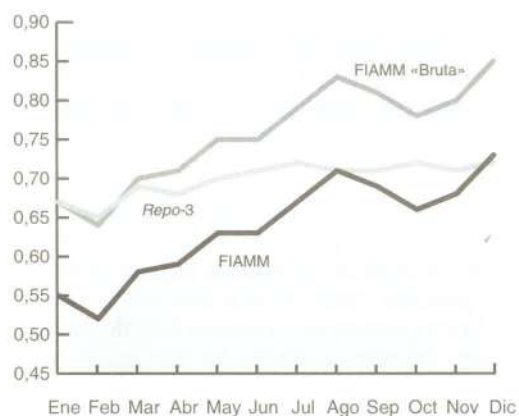
El gráfico 1 recoge, para cada uno de los grupos de fondos analizados, la evolución mensual de su rentabilidad neta y bruta durante 1995 junto con el índice de referencia. Como principales comentarios a sus contenidos, podemos destacar los siguientes:

a) La rentabilidad neta de los FIAMM se sitúa, en general, por debajo de la obtenida por los *repos* a tres meses. No obstante, a partir de agosto se estrechan sensiblemente los diferenciales entre ambas *ratios*. Teniendo en cuenta las duraciones medias aludidas para las carteras de los FIAMM (no alcanzan los cuatro meses en ningún momento), debemos recordar que sus normas contables y de valoración les obligan a periodificar los rendimientos de los activos de renta fija cuyo plazo residual de amortización sea inferior a seis meses (de hecho, no es descartable que estas reducidas duraciones tengan su explicación precisamente en la voluntad de eliminar volatilidad a las fluctuaciones del valor liquidativo por la aplicación del citado criterio de valoración), por lo que no cabe esperar una fluctuación totalmente en paralelo entre la rentabilidad de los FIAMM y la obtenida por los *repos* a tres meses, sino que los FIAMM tenderían a reflejar en sus rentabilidades los rendimientos medios obtenidos por los *repos* a esos plazos en los últimos tres meses (suponiendo que sus carteras se renuevan cada tres meses). Esta circunstancia podría explicar la brecha producida en los primeros meses del año, puesto que la remuneración a estos plazos era inferior al finalizar el ejercicio 1994. Por contra, la rentabilidad bruta de gastos siempre se sitúa en niveles superiores al índice de referencia. Ello parece indicar que no puede hablarse, en términos generales, para los FIAMM de una gestión subóptima por lo que se refiere a las decisiones de inversión sin que ello suponga un pronunciamiento sobre el coste soportado por dicha gestión.

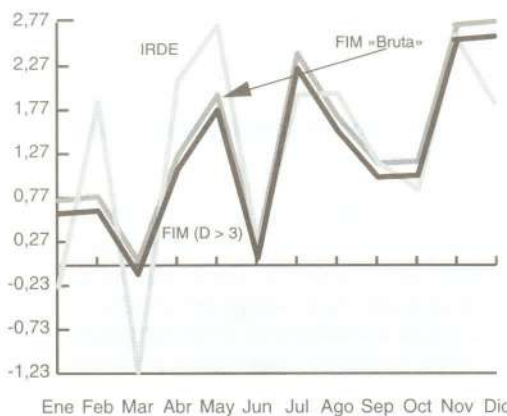
b) Para los FIM de RF con duración inferior a seis meses, la situación es bastante similar a la apuntada para los FIAMM, aunque presenta algunas diferencias. Así, se observa en este caso una mayor volatilidad que la del índice de referencia, quizá justificada porque el hecho de que en este

**GRÁFICO 1**  
**EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA RENTABILIDAD. 1995**  
 (En porcentaje)

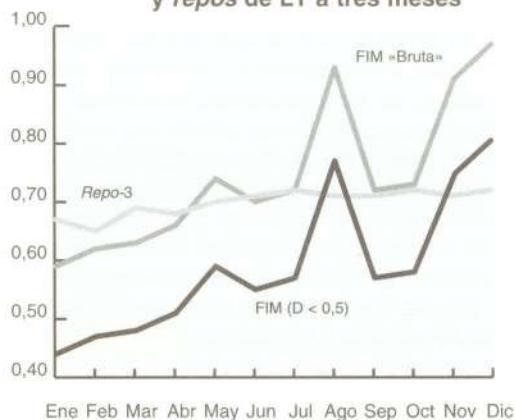
**FIAMM repos de LT a tres meses**



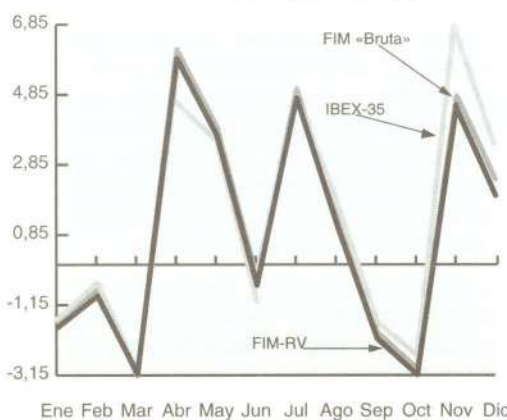
**FIM de duración superior a tres años e IRDE**



**FIM de duración inferior a 0,5 años y repos de LT a tres meses**



**FIM de RV y del IBEX-35**



grupo tiene más efecto la distorsión introducida por los fondos que materializan parcialmente sus carteras en divisas. Hasta el mes de abril, la rentabilidad bruta se situó en niveles ligeramente inferiores a la alcanzada por los *repos* a tres meses (con diferenciales que no superan en ningún caso los 7 puntos básicos mensuales), y a partir de esa fecha, siempre han superado al índice (con una práctica coincidencia para los meses de junio y julio) En general, tampoco parece que para este grupo puedan apreciarse, a nivel global, indicios de una gestión poco eficiente.

c) Antes de comentar el caso de los FIM de RF cuya duración supera los tres años, hemos de matizar que el número de fondos integrados en este grupo ha oscilado entre 17 y 33 a lo largo del año, por lo que quizá sus resultados no sean tan representativos como en los dos grupos anteriores. En cualquier caso, puede destacarse que hasta junio se aprecia una menor oscilación en las rentabilidades

mensuales (tanto en las positivas como en las negativas) de los FIM encuadrados en este grupo que en la del índice de deuda pública. A partir de dicha fecha, se observa una coincidencia prácticamente total. La discrepancia observada en su evolución durante los primeros meses del ejercicio podría estar motivada porque durante ese período algunas gestoras hubiesen acertado las duraciones de las carteras de los fondos mediante operaciones de cobertura (hemos de aclarar que las duraciones manejadas en la clasificación se refieren exclusivamente a las de las carteras de contado).

d) Por lo que se refiere al grupo de renta variable, no cabe sino constatar el total paralelismo entre la evolución de su rentabilidad y la del IBEX-35 durante todo el ejercicio.

A nivel global, para los cuatro grupos analizados, pueden extraerse dos conclusiones. Primera, que la incidencia de los gastos repercutidos a los fondos, como variable explicativa de las diferencias de ren-

tabilidad con el índice comparado en cada caso, se reduce a medida que aumenta el nivel de riesgo asumido (para los FIM de RF a largo y de RV no influyen en gran medida sobre el diferencial de rentabilidad). Segunda, y más importante, no parece constatar la existencia de prácticas de gestión que pudieran perjudicar, a nivel global, a los fondos mediante la realización de operaciones a precios fuera de mercado.

### 3. Factores que condicionan los diferenciales de rentabilidad entre fondos

El principal factor que incide en la rentabilidad de un fondo es el de la política de inversión que haya seguido en el período de referencia. Dado que este aspecto ya se ha analizado, nos centraremos ahora en otras variables cuya contribución a la rentabilidad es sin duda más marginal, pero que podrían servir para explicar los diferenciales de rentabilidad producidos entre los fondos que hayan seguido una política de inversión similar a lo largo de un período. Para ello, hemos analizado los FIAMM durante 1995, pues la dispersión en sus políticas de inversión es muy reducida. Las variables que podrían explicar las discrepancias observadas en las rentabilidades de los FIAMM son: los gastos totales repercutidos al fondo, el porcentaje de *repos* en cartera, el patrimonio total (siempre se alude a la existencia de economías de escala en la gestión, que deberían repercutir al fondo por la vía de una mayor rentabilidad) y el patrimonio medio por partícipe.

Para todas las variables aludidas, hemos calculado su coeficiente de correlación lineal con el diferencial entre la rentabilidad media y la obtenida por cada FIAMM. En ningún caso hemos obtenido una correlación significativa, esto es, ninguna de tales variables tiene capacidad por sí misma para explicar (bajo un modelo de dependencia lineal) las discrepancias observadas en las rentabilidades de los FIAMM. Podemos destacar que, de todas las variables analizadas, la de menor capacidad explicativa resulta ser el porcentaje de *repos* en cartera de la institución (coeficiente de correlación 0,091). Por contra, la que tiene un mayor coeficiente de correlación lineal (en valor absoluto) es el porcentaje de gastos totales repercutidos al fondo, con un  $-0,498$ , lo que indica, como era de esperar, una dependencia negativa. Una lectura de lo anterior que no nos parece desacertada es que los diferenciales de rentabilidad que se observan entre los FIAMM, al margen de los diferentes niveles de gastos repercutidos, resultan imputables a la distinta capacidad de gestión de sus gestores.

### 4. Persistencia de los resultados.

Un elemento indispensable en el análisis de rentabilidades es, como ya se ha destacado, la obser-

vación desde una perspectiva temporal amplia. Por otra parte, acabamos de citar que probablemente una parte de los diferenciales de rentabilidad obtenidos por fondos de inversión que siguen la misma política de inversión —esto es, que asumen niveles equiparables de riesgo— tienen su origen en la distinta capacidad de sus gestores. Ahora vamos a tratar de comprobar si, en términos generales, los gestores que obtienen mejores resultados en un período son los mismos que se sitúan en las primeras posiciones del *ranking* en el período siguiente. En definitiva, si existe persistencia en los resultados de gestión.

El análisis se ha realizado para los FIAMM y los FIM de RV (excluyendo en éstos aquellos cuyo porcentaje de activos en divisas supere el 30 por 100) en el período 1991-95 por ser estos grupos bastante homogéneos en cuanto a los niveles de riesgo asumido. Nuestro ejercicio ha consistido en calcular la rentabilidad teórica que habría obtenido al finalizar 1995 un inversor que al principio de cada año reestructura su inversión reinvertiendo, en cantidades iguales, en los cinco fondos más rentables del ejercicio precedente comparando su rentabilidad al final del período con la que habría obtenido un inversor que distribuyese su inversión entre todo el mercado y, en consecuencia, obtuviese las rentabilidades medias (4). En un intento de contrastar si los gestores que obtienen las rentabilidades más bajas son sistemáticamente los mismos, se ha realizado el mismo ejercicio para los cinco últimos clasificados de cada grupo. Hay que señalar que existirían numerosos factores que podrían explicar la no persistencia de las rentabilidades, como, por ejemplo, los cambios en las comisiones.

El cuadro núm. 6 refleja los resultados del cálculo que acabamos de comentar. En los FIAMM se aprecia que los que se sitúan en las primeras posiciones del *ranking* al final de un año superan a la media, en general, durante el período siguiente (para los años analizados se han revalorizado un 43,67 por 100 frente al 41,57 por 100 del resto de FIAMM). En sentido inverso, los FIAMM que peor rentabilidad ofrecen al final de un año no suelen igualar la rentabilidad media al año siguiente (revalorización del 38,97 por 100 frente al 41,57 por 100 de media). Ambas conclusiones parecen indicar cierta persistencia en los resultados de gestión para estas instituciones.

CUADRO NÚM. 6  
RENTABILIDAD ACUMULADA DESDE DICIEMBRE  
DE 1991 HASTA DICIEMBRE DE 1995  
(En porcentaje)

	5 primeros	Media	5 últimos
FIAMM .....	43,67	41,57	38,97
FIM RV .....	30,02	33,70	23,51

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

Las conclusiones no son equivalentes cuando se analiza el grupo de renta variable. En este caso, la obtención de un resultado brillante durante un ejercicio no se consolida mediante la superación del índice medio al período siguiente. Por contra, se confirma también para los FIM de RV que los que obtienen peores rentabilidades al final de un año no alcanzan los resultados medios al año siguiente.

## 5. Incidencia de la rentabilidad en las decisiones de los inversores

Un aspecto que no puede dejar de citarse al analizar las rentabilidades de los fondos de inversión es su efecto sobre las decisiones de inversión de los ahorradores, es decir, hasta qué punto la elección de un determinado fondo de inversión a la hora de realizar aportaciones está condicionada por la rentabilidad obtenida por éste en períodos precedentes. En una primera aproximación, puede afirmarse que los partícipes españoles han demostrado ser bastante sensibles a las rentabilidades obtenidas a corto plazo. Basta con observar el cuadro núm. 2 para comprobar que períodos de rentabilidades bajas o negativas han originado salidas netas de patrimonio, en tanto que las suscripciones importantes se han producido históricamente ante rentabilidades elevadas. Este fenómeno quizá tenga una explicación en el desconocimiento por parte de los partícipes de la naturaleza de los fondos de inversión (posibilidad de obtener rentabilidades negativas en fondos de RF) junto con una, en ocasiones, deficiente comercialización basada en rentabilidades históricas.

Para tratar de contrastar hasta qué punto los fondos que han obtenido rentabilidades superiores a la media son los que más aportaciones de patrimonio tienen en el período siguiente, seguiremos un modelo similar al utilizado por Sirri y Tufano (1993), consistente en agrupar en tramos del 10 por 100 el total de los fondos ordenados según su rentabilidad en un año y estimar el porcentaje de aportaciones netas al patrimonio de cada tramo en el año siguiente (los tramos son del 20 por 100 en el caso de FIM de RVM y RV debido al menor número de fondos que siguen estas estrategias de inversión). A estos efectos, hemos considerado como aportaciones netas al patrimonio de un fondo las cifras obtenidas con la siguiente fórmula:

$$\text{Aportaciones} = \frac{\text{PAT}_t - \text{PAT}_{t-1} \cdot (1 + \text{Rent}_t)}{\text{PAT}_{t-1}}$$

siendo: *PAT* = Patrimonio; *t* = año; *Rent* = Rentabilidad.

Por último, se ha calculado la media de las aportaciones anuales, en términos porcentuales, para cada uno de los tramos durante el período de análisis.

Se han efectuado los cálculos para el período entre el 31 de diciembre de 1991 y el 31 de diciembre de 1995, tanto para FIAMM como para FIM, distinguiendo en este caso por tipo de fondo. Los resultados de dichos cálculos aparecen recogidos en el gráfico 2.

Para los FIM de RF y RFM se constata, en términos generales, que los fondos con mejores resultados en un ejercicio son los que tienen un mayor crecimiento de su patrimonio por aportaciones en el ejercicio siguiente. No obstante, este fenómeno sólo se aprecia con cierta intensidad para el último decil (los dos últimos en el caso de los de RFM) mientras que en el resto de tramos no se observa una captación de patrimonio por los fondos creciente en función de la rentabilidad obtenida en el ejercicio precedente. Así pues, podría concluirse que las aportaciones de los inversores no parecen estar especialmente vinculadas a las rentabilidades históricas obtenidas por los fondos, excepto para aquellos que se han situado entre los más rentables, en los cuales se aprecia mayor correlación entre ambas variables.

Sin embargo, una circunstancia a nuestro juicio destacable es la penalización, mediante la realización de reembolsos netos, a los fondos menos rentables de los incluidos en la categoría de RFM. Este hecho es significativo por cuanto las desinversiones conllevan un coste en términos fiscales, excepto en los supuestos en que no existan plusvalías.

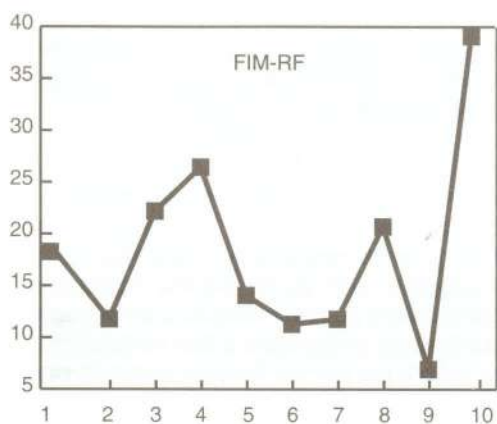
En el caso de los fondos en los que la renta variable tiene un mayor peso (RVM y RV), la ausencia de vinculación entre ambas variables resulta palpable, pues en ambos casos el crecimiento por aportaciones de los fondos incluidos en el tramo más rentable resulta ser sensiblemente inferior al del tramo inmediatamente precedente. En cualquier caso, es posible que, debido al reducido número de fondos incluidos en estos grupos, las conclusiones no sean representativas.

Por lo que se refiere a los FIAMM, no cabe sino destacar nuevamente la aparente desvinculación entre la rentabilidad obtenida en el pasado por los fondos y los flujos de patrimonio posteriores hacia ellos. Los situados en los tramos relativamente menos rentables, tercer y cuarto deciles, experimentan aportaciones por parte de los inversores similares a los más rentables.

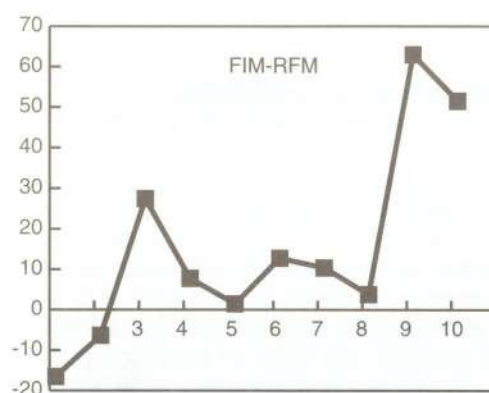
Hemos incluido el gráfico que refleja la captación de patrimonio durante 1995 de los FIM de RF según su rentabilidad en 1994, porque sus resultados contrastan, en cierto modo, con las conclusiones generales de ausencia de correlación entre ambas variables. En este caso se aprecia cómo los fondos más rentables en 1994 son los que sufrieron en menor medida retiradas de patrimonio en 1995, mientras que los inversores fueron especialmente sensibles a la obtención de rentabilidades negativas y reaccionaron realizando reembolsos. En definitiva, po-



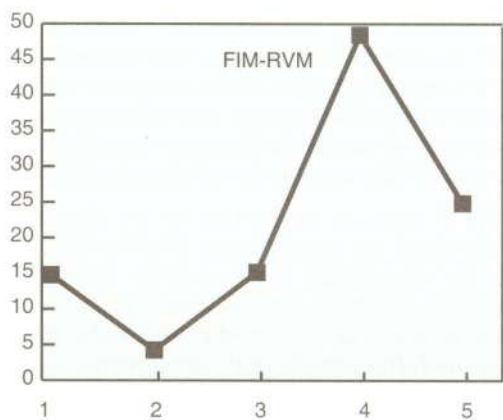
**GRÁFICO 2**  
**INCREMENTO DE PATRIMONIO POR APORTACIONES**  
**(Diciembre 1991 a diciembre 1995) (Porcentajes)**



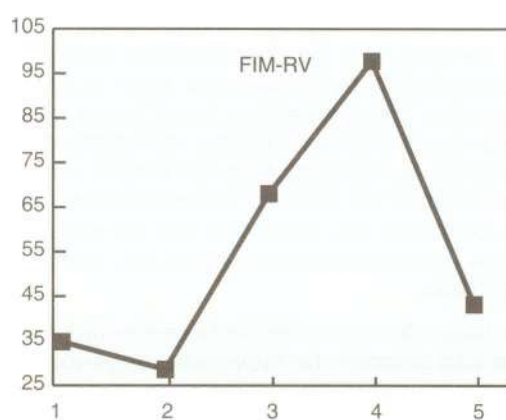
1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables



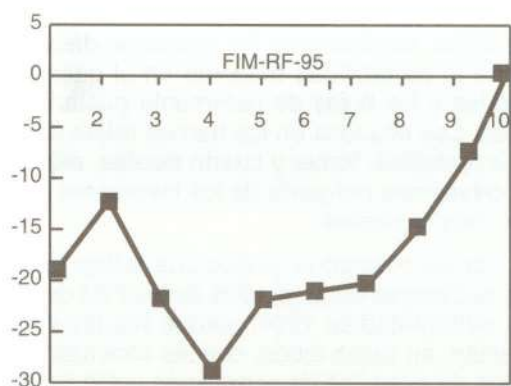
1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables



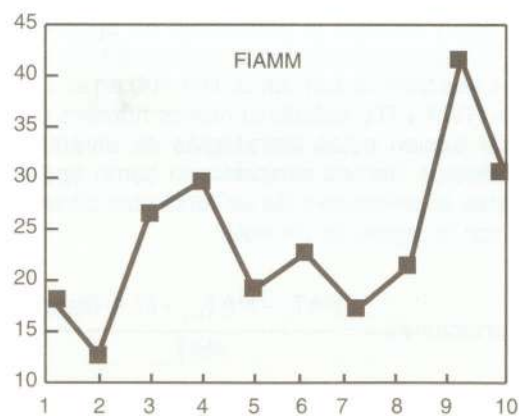
1 = Fondos menos rentables / 5 = Fondos más rentables



1 = Fondos menos rentables / 5 = Fondos más rentables



1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables



1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables

dría destacarse una mayor sensibilidad hacia las rentabilidades negativas de la apreciada cuando los resultados son positivos. Este hecho, y lo apuntado para los FIM de RFM con peores rentabilidades, podría indicar que, cuando no existen condicionantes fiscales al cambio de fondo, los inversores reaccionan en mayor medida a las rentabilidades ofrecidas. En este sentido, el menor coste fiscal por el cambio de fondo con el nuevo sistema de tributación podría originar un incremento en la movilidad de los inversores hacia los fondos con mejores rentabilidades.

En definitiva, excepto para los FIM situados en el extremo superior de rentabilidades de los grupos de RF y RFM, puede destacarse la ausencia de correlación entre los flujos de aportaciones y las rentabilidades pasadas. Sin embargo, la sensibilidad es mayor cuando las rentabilidades son negativas. Es posible que esta circunstancia esté en parte justificada porque durante los años analizados (1991 a 1995) el crecimiento del sector ha sido muy pronunciado con el lanzamiento de numerosos fondos y la realización de campañas publicitarias masivas del producto.

Hay que señalar que, tal y como se ha planteado el análisis, sus resultados no se ven influenciados por consideraciones fiscales. Efectivamente, la cautividad fiscal del inversor con el anterior régimen de los incrementos de patrimonio sólo alcanzaba a sus inversiones ya materializadas, pero no a las que eventualmente pudiera efectuar (ésta es la variable que hemos considerado en nuestro análisis), por lo que quien realizaba la elección de un fondo no tenía ningún condicionante de tipo fiscal en su decisión, pudiendo elegir entre todos los existentes en el mercado.

Para explicar la reducida sensibilidad de los partícipes a la rentabilidad hay que recurrir, por lo tanto, a argumentos distintos a los fiscales, utilizados con demasiada frecuencia. Por el contrario, lo que pone de relieve es la influencia de otras variables en la elección de un fondo. Cabría destacar al respecto la imagen de marca y la amplitud de la red de venta del comercializador del fondo. Generalmente, se destaca el hecho de que los fondos contribuyen a fidelizar al cliente a la entidad comercializadora, pero también resulta evidente que el futuro inversor, en la elección de un fondo, tendrá en cuenta la fiabilidad que le merezca la entidad promotora, por lo que podría estar dispuesto a invertir en un fondo comparativamente menos rentable que otro de similares características siempre que tenga una percepción más favorable del grupo económico que lo promueva. La facilidad de acceso al vendedor del fondo también podría ser una variable explicativa de la elección por los partícipes, ya que disminuye los costes (en términos de tiempo) asociados a la inversión. También podrían citarse otros factores, tales como los servicios asociados al fondo de inversión o el trato personalizado, que no se reflejan en la rentabilidad, pero con influencia en la elección del fondo concreto por parte del inversor.

Teniendo en cuenta los factores que acabamos de citar, podría resultar significativo analizar si, para una misma entidad gestora, los inversores se dirigen hacia los fondos más rentables. Cabría esperar que, para una misma marca y red de distribución, los partícipes eligiesen en mayor medida los fondos con rentabilidades superiores siempre que los niveles de riesgo asumidos por tales fondos fuesen equivalentes. La situación contraria no parecería estar muy justificada. Sólo la ausencia de transparencia en la comercialización o un comportamiento irracional del inversor explicarían, en principio, tal situación. Hemos tratado de confirmar la existencia de dicho comportamiento en los inversores de algunas de las más importantes gestoras para fondos de similares políticas de inversión. No hemos obtenido evidencias que nos permitan realizar afirmaciones categóricas, por lo que hemos optado por no presentar los resultados del análisis.

## 6. Análisis de la rentabilidad financiero-fiscal

Es evidente que los ahorradores tienen en cuenta el régimen fiscal de los diferentes activos financieros como una variable fundamental en sus decisiones de inversión. Desde este punto de vista, trataremos de analizar ahora los efectos del régimen tributario vigente actualmente para los fondos de inversión. No pretendemos abordar el aspecto con gran amplitud, puesto que dentro de este mismo número se incluye un artículo específicamente dedicado a esta cuestión. Nuestro interés se circunscribe a poner de manifiesto sus consecuencias sobre la rentabilidad final obtenida por el inversor, de una parte, y a tratar de analizar hasta qué punto constituye una variable fundamental en la elección de la inversión en fondos, frente a productos sustitutivos, de otra.

Los efectos del régimen fiscal sobre la rentabilidad de un activo financiero están en función de la naturaleza del inversor (persona física o jurídica) y de la situación concreta de cada ahorrador. Nuestro análisis distinguirá, por lo tanto, entre ambos tipos de inversores. Por lo que respecta a la incidencia de la situación concreta de cada inversor, un elemento que debe destacarse es la imposibilidad de realizar análisis comparativos de validez general. Sin embargo, pueden efectuarse hipótesis muy generales, que además de permitir realizar comparaciones, recogen en términos globales la situación de la mayoría de los inversores.

### A) *Inversores personas físicas*

El régimen en el IRPF de los rendimientos obtenidos en fondos de inversión es el de incrementos y disminuciones de patrimonio. Su tratamiento fiscal ha sido recientemente modificado con la entrada en vigor del Real Decreto Ley 7/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberali-

zación de la actividad económica. En relación a sus contenidos pueden efectuarse dos tipos de análisis: comparación con el régimen vigente anteriormente y comparación con la tributación de otros activos financieros. A ello se destina el presente epígrafe.

a) *Efectos del cambio en el régimen fiscal*

Frente al sistema anterior en el cual los incrementos de patrimonio irregulares (generados en períodos superiores al año) se reducían en un 7,14 por 100 por cada año de permanencia que excediese de dos y se integraban en la base imponible irregular, por lo que tributaban al tipo medio del sujeto pasivo (o a un tipo superior cuando el tipo medio resultante de aplicar la escala de gravamen al 50 por 100 de la base irregular fuese superior al tipo medio de la base liquidable regular), el nuevo régimen distingue entre inversiones realizadas a partir de su entrada en vigor (9 de junio de 1996) y las previamente existentes. Para las primeras se establecen las siguientes normas:

— El cálculo del incremento de patrimonio se efectúa por comparación entre el precio de venta y el coste de adquisición aumentado en un coeficiente que recogerá la inflación.

— Si el incremento de patrimonio se ha generado en un período inferior al año, se integrará en la base imponible regular, por lo que podría decirse que tributará al tipo marginal del sujeto pasivo.

— Si el incremento de patrimonio es irregular (generado en un plazo superior al año), se distinguen dos situaciones. La primera, cuando la permanencia de la inversión haya sido inferior a dos años, en cuyo caso tributará al mayor de los dos tipos siguientes: tipo medio de su base imponible regular o tipo medio resultante de aplicar la escala del gravamen al 50 por 100 de su base imponible irregular. La segunda se refiere a los casos en los que la permanencia es superior a los dos años, en cuyo caso el incremento de patrimonio tributa en su integridad al 20 por 100. No resulta de aplicación a las IIC la tributación a tipo cero por las primeras 200.000 pesetas de plusvalía, establecida para otros incrementos de patrimonio.

Por lo que se refiere al régimen transitorio aplicable a las inversiones realizadas con anterioridad a la publicación del RDL, se distingue entre los supuestos en que la enajenación se produzca antes del final de 1996 o con posterioridad a tal fecha. Para las primeras continúa en vigor el régimen anterior con dos peculiaridades: el coeficiente reductor de las plusvalías se duplica, por lo que será del 14,28 por 100 por cada año que exceda de dos, y en ningún supuesto el tipo aplicable a las plusvalías será superior al 20 por 100.

Si la venta de participaciones poseídas con anterioridad al 9 de junio de 1996 se produce después

del 31 de diciembre de 1996 las plusvalías que se pongan de manifiesto tributarán de acuerdo a lo siguiente: para el cálculo de la plusvalía se incrementará el coste de adquisición con el coeficiente que recoja la inflación acumulada desde 1996 hasta la fecha de venta. Se disminuirá la plusvalía que se ponga así de manifiesto con un coeficiente reductor equivalente al doble del que se habría generado con la anterior normativa a 31 de diciembre de 1996. Es decir, por cada año transcurrido desde la inversión hasta el 31 de diciembre de 1996 que exceda de dos se aplicará un 14,28 por 100. Esto implica que se consolida el porcentaje de reducción de las plusvalías existente a esa fecha para todas las plusvalías que se pongan de manifiesto cuando se vendan las participaciones del fondo, incluidas las generadas con posterioridad al 31 de diciembre de 1996.

El análisis de la incidencia de estos cambios en las normas tributarias que afectan a las plusvalías de las IIC debe hacerse, pues, distinguiendo entre las inversiones que se efectúen a partir de la entrada en vigor del Real Decreto Ley y los previamente existentes.

a) *Nuevas inversiones en fondos.* No pueden hacerse afirmaciones globales sobre si el régimen actual resulta más o menos ventajoso que el anterior, puesto que el resultado final depende de las expectativas temporales de los ahorradores y de su nivel de renta. En consecuencia, tampoco caben pronunciamientos generales sobre si el sector en su conjunto ha aumentado o disminuido su competitividad respecto a otros productos de ahorro. Teniendo esto en cuenta, pueden realizarse los siguientes comentarios:

— Durante el primer año ambos sistemas son equivalentes. En ambos se tributa al tipo marginal del sujeto pasivo por los incrementos de patrimonio regulares.

— Para inversiones reembolsadas entre el primer y segundo año resulta, en principio, más beneficioso el nuevo sistema tributario. Efectivamente, aunque en ambos sistemas estos incrementos de patrimonio tributarán al tipo medio, a partir de ahora se tendrá en cuenta la inflación para el cálculo de la plusvalía, por lo que la carga impositiva será inferior. En cualquier caso, será necesario esperar a la publicación de los coeficientes de actualización para poder constatar si se produce la circunstancia señalada.

— Cuando la permanencia de la inversión es superior a dos años la casuística es más amplia. A largo plazo, todos los inversores se ven perjudicados, puesto que con el sistema anterior no se tributaba transcurridos quince años, mientras que ahora se tributará siempre. Por contra, a corto plazo en general el nuevo sistema es más ventajoso, excepto para las rentas bajas. El nivel de renta para el cual siempre es peor el sistema actual depende de la rentabilidad obtenida y de la inflación. El número

de años durante el cual la carga tributaria es inferior que la resultante del sistema anterior depende, asimismo, de la renta del partícipe, a más renta aumenta el período durante el cual el régimen actual resultaría preferible.

Teniendo en cuenta lo anterior, puede pensarse que el nuevo régimen de las plusvalías supondrá una menor *cautividad fiscal* para las nuevas aportaciones de los partícipes. De hecho, uno de los objetivos del nuevo sistema, apuntado en la exposición de motivos del RDL es la movilización de recursos invertidos en fondos. Efectivamente, el cambio de fondo será menos costoso en términos fiscales para el inversor, por lo que pudiera producirse un aumento en la competitividad interna del sector para evitar las fugas de inversores. Los elementos en los que podría centrarse esta competencia serían la reducción de comisiones de gestión y la búsqueda de rentabilidades a corto plazo. También pudiera producirse una tendencia a incrementar las comisiones de reembolso, para evitar la salida de los inversores. En cualquier caso, debe recordarse que el cambio de fondo no será gratuito ya que supondrá una anticipación en el pago de los impuestos y obliga a una permanencia mínima de dos años en el nuevo fondo (pues de lo contrario se debería tributar a un tipo mayor). También puede afirmarse que disminuyen las ventajas comparativas de los fondos de inversión frente a otros productos de ahorro a largo plazo (fondos de pensiones). Aunque no se conoce si el ahorro actual en fondos tiene vocación de largo plazo, existen indicios para sostener que no es ésta la situación general.

Así pues, el plazo de permanencia de las inversiones es una variable determinante para evaluar el efecto del cambio normativo. Por ello se ha calculado la rotación del patrimonio de los fondos de inversión para los últimos ejercicios. A pesar de que no existe información directa sobre el importe reembolsado para cada fondo de inversión, puede hacerse una estimación bastante exacta a partir de la información mensual relativa al número de participaciones reembolsadas, suponiendo que las salidas se han realizado al valor liquidativo medio del mes. Se han efectuado comprobaciones sobre la

bondad de esta aproximación a nivel global, con resultados satisfactorios. No obstante, debemos señalar que la medida, al ser una media, podría no resultar totalmente representativa, por la existencia de comportamientos individuales distorsionadores. Por ejemplo, si un inversor realizase gran cantidad de movimientos de suscripción y reembolso en un mismo fondo, tal circunstancia haría que el patrimonio del fondo tuviese una rotación elevada, aunque esta conclusión no tendría por qué ser cierta para el resto de inversores. A pesar de lo anterior, entendemos que puede ser ilustrativo el análisis de esta *ratio*, para el objetivo aludido. El cuadro núm. 7 refleja los resultados de la estimación a nivel global.

La elevada rotación del patrimonio de los FIM en los ejercicios 1992 y 1994 tiene su justificación, sin duda, en las crisis que sufrieron este tipo de fondos como consecuencia de las malas rentabilidades que obtuvieron en la segunda mitad del ejercicio 1992 y durante 1994. Al margen de ello, podría destacarse el progresivo aumento de la permanencia media de los partícipes de los FIAMM, superior al plazo máximo de vencimiento al que estas instituciones pueden materializar sus activos, y muy por encima de la duración media de sus carteras. A los efectos que ahora nos interesan debe destacarse que, para ambos tipos de entidades, los períodos medios de mantenimiento de la inversión son reducidos (inferiores a tres años), por lo que cabría concluir que en general los inversores se verán beneficiados por el nuevo régimen fiscal.

b) Ahorro materializado en fondos con carácter previo a la entrada en vigor del RDL. El análisis del impacto de las nuevas normas fiscales sobre este segmento es especialmente significativo por su elevado importe (casi 14 billones en abril de 1996). Los posibles efectos del régimen transitorio diseñado serían los siguientes:

— Se ha establecido un sistema tributario transitorio que prima la permanencia a largo plazo de las inversiones existentes a la fecha de entrada en vigor del RDL que a 31 de diciembre de 1996 tengan una antigüedad superior a los dos años. El incentivo a la permanencia aumenta a mayor número de años

CUADRO NÚM. 7  
ROTACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN  
(Millones de pesetas)

Año	FIM			FIAMM			Total		
	Importe reembolsado	Porcentaje s/pat. medio	Núm. años	Importe reembolsado	Porcentaje s/pat. medio	Núm. años	Importe reembolsado	Porcentaje s/pat. medio	Núm. años
1992 .....	1.683.436	58,84	1,70	1.810.615	66,64	1,50	3.494.051	62,64	1,60
1993 .....	1.014.537	26,92	3,72	1.994.219	49,58	2,02	3.008.756	38,61	2,59
1994 .....	3.337.210	53,26	1,88	2.499.781	46,38	2,16	5.836.991	50,08	2,00
1995 .....	1.726.825	35,41	2,82	2.329.796	36,44	2,74	4.056.621	35,99	2,78

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

de antigüedad. Efectivamente, al consolidar el derecho a deducir el 14,27 por 100 de la plusvalía por cada año de mantenimiento de la inversión que a tal fecha exceda de dos, supone que las plusvalías que se generen en los años futuros imputables a estas inversiones también se verán beneficiadas de dicho coeficiente corrector, adicionalmente al descuento de la inflación, por lo que su régimen fiscal será sin duda más ventajoso que el de las nuevas inversiones. En esta situación, parece que el cambio de fondo, para estos ahorradores, estará especialmente desincentivado, por lo que la movilidad de las inversiones será menor.

— Derivado de lo anterior, podría pensarse que las nuevas inversiones de los partícipes que tenían ahorros en fondos a la fecha de entrada en vigor del RDL se dirigirán hacia fondos distintos a aquéllos en los que tuviesen inversiones previas. De esta forma evitarían perder la ventaja fiscal consolidada en tales fondos, mediante la aplicación del criterio FIFO a sus reembolsos.

— Para inversiones que a 31 de diciembre de 1996 tengan una antigüedad de entre uno y dos años el régimen transitorio aplicable podría aconsejar la venta de estas participaciones en fondos durante 1996, puesto que tributarían al tipo máximo del 20 por 100, frente a una tributación al tipo medio del sujeto pasivo si se vendiesen durante 1997 antes de que su antigüedad superase los dos años desde la fecha de adquisición.

#### b) *Comparación con otros activos*

Teniendo en cuenta que el grueso de la inversión en fondos se materializa en aquéllos cuya política inversora es de renta fija o renta fija mixta, se ha efectuado una comparación de los rendimientos después de impuestos obtenidos a través de un fondo de inversión de renta fija, con los que podrían haberse obtenido a través de otras alternativas de inversión similares (letras del Tesoro). No obstante, hay que decir que, desde una perspectiva a más largo plazo, los fondos que invierten en renta variable serían sustitutivos de los que se dirigen a renta fija, e incluso podría analizarse la rentabilidad obtenida por otras inversiones alternativas.

A efectos de poder realizar la comparación entre ambos activos, se ha supuesto una rentabilidad del 9,5 por 100 para las letras del Tesoro y del 8 por 100 para los fondos de inversión, estando el diferencial de rentabilidad justificado por los gastos que se repercuten a los fondos. Si el objetivo fuese analizar cuál es el régimen tributario más ventajoso, el análisis debería partir del supuesto de idénticas rentabilidades para todos los activos. Sin embargo, nuestro objetivo es el de comparar la rentabilidad neta de impuestos que obtendría un inversor entre los activos existentes, por lo que se deben utilizar supuestos sobre sus rendimientos que se ajusten lo

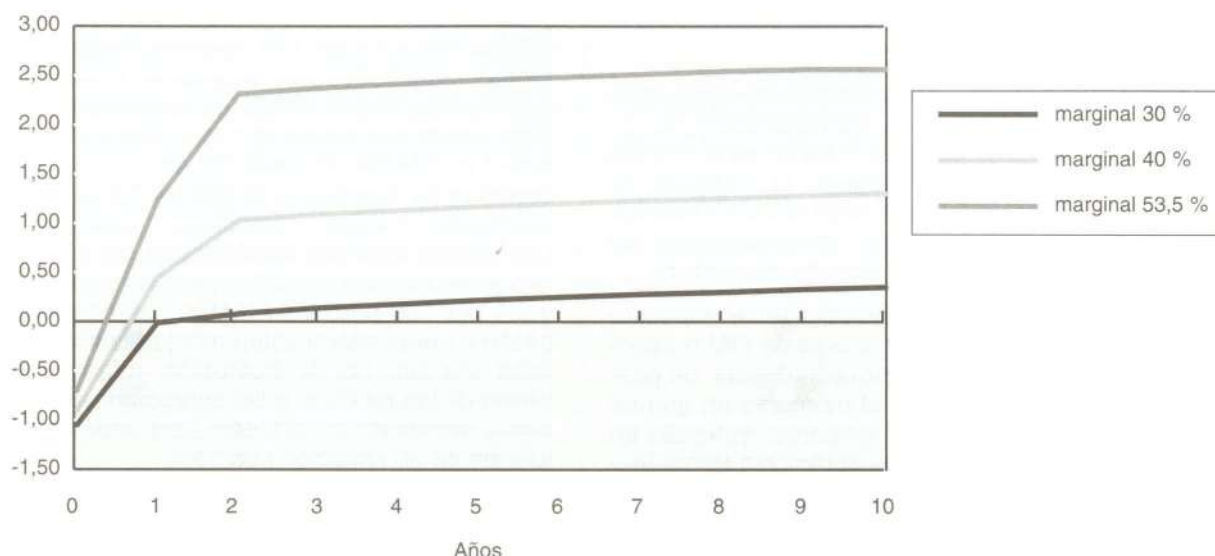
más posible a lo observado en la práctica. Para cada tipo impositivo marginal analizado, se entiende que el inversor está situado en el límite inferior de la escala de gravamen, a efectos de considerar los tipos medios resultantes para la tributación de las plusvalías. Además, se ha supuesto que las letras vencen en diciembre y que ésa es la fecha de liquidación del impuesto. También se ha supuesto que el inversor tiene otros rendimientos de capital mobiliario adicionales a los de las letras, por lo que la exención de 25.000 pesetas prevista en la legislación se aplica a tales rendimientos y no a las letras. A efectos de descontar la inflación en la estimación de las plusvalías, se ha estimado una tasa del 2 por 100 anual cuando la inversión permanece más de un año. Destacar finalmente que el análisis se ha efectuado para un fondo de capitalización, esto es, que no distribuye resultados, situación que, al margen de ser la que se da en más del 99 por 100 de los fondos, es la que lleva aparejado un régimen fiscal más ventajoso.

Se ha efectuado la comparación para una inversión inicial de un millón y tres niveles de renta distintos, identificados a partir del tipo marginal: marginal del 30 por 100 (base imponible de 2,7 millones anuales), marginal del 40 por 100 (base imponible de 5,5 millones anuales) y marginales del 53,5 por 100 (base imponible de 8,9 millones anuales). La variable utilizada para comparar ha sido la rentabilidad neta (expresada en TAE) que se obtendría después de impuestos. En el gráfico 3 se recogen los resultados de los cálculos. Para cada marginal se ha reflejado el diferencial entre la TAE obtenida en el fondo y mediante la inversión en letras, con los supuestos enunciados. Como principales conclusiones pueden citarse las siguientes:

a) Cuando el período de permanencia supera el año siempre resultaría más atractiva la inversión a través de un fondo. Lo cual implica que la tributación al tipo medio durante el segundo año de los incrementos de patrimonio resulta suficiente para compensar la eventual obtención de tasas de rentabilidad superiores en otros activos. Debe recordarse que el análisis se ha efectuado partiendo de la hipótesis de que la rentabilidad obtenida por la inversión alternativa era superior a la obtenida por los fondos (9,5 por 100 frente a 8 por 100). Bajo el supuesto de unos rendimientos equivalentes el atractivo de los fondos aumentaría.

b) El diferencial de rentabilidad neta de impuestos a favor del fondo a partir del segundo año aumenta a medida que se incrementa el tipo marginal del sujeto pasivo, lo cual implica que la progresividad del impuesto es menor para los incrementos de patrimonio que para los rendimientos de capital mobiliario. De hecho, para las plusvalías obtenidas en fondos de inversión no existe progresividad a partir del segundo año, puesto que el único elemento del impuesto que podría introducirla (la exención de las

GRÁFICO 3  
 DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD NETA DE IMPUESTOS:  
 TAE FONDO MENOS TAE LETRAS  
 (Porcentaje)



primeras 200.000 pesetas de plusvalía) no les resulta de aplicación.

Debe destacarse que en el caso analizado, se ha partido de que el reembolso de la inversión se producía en su integridad en un mismo año. No obstante, hay que señalar que tal planteamiento no tiene por qué corresponder necesariamente a la situación general de los partícipes de fondos. Un análisis alternativo consistiría en comparar la situación resultante de realizar una única inversión con retiradas anuales de importes equivalentes a los rendimientos de la inversión. Así se recogería la situación de los ahorradores que desean disponer de una renta periódica en su inversión. No es difícil adivinar que en un supuesto como el citado el patrimonio final en el fondo de inversión sería superior al de la inversión alternativa. Hay que destacar que en el fondo se estaría rescatando periódicamente una parte de la inversión, por lo que no se tributaría por la totalidad de los rendimientos de la inversión, sino solamente por la parte de éstos imputable a las participaciones reembolsadas.

Finalmente, debe destacarse que, al margen del atractivo en términos de rentabilidad financiero-fiscal, los fondos de inversión incorporan otras características que constituyen un valor añadido para los inversores: facilidad operativa, elevada liquidez de sus participaciones, transparencia del producto (tanto por lo que se refiere a la información facilitada al inversor, como por la inexistencia de matizaciones a la rentabilidad obtenida, tales como tramos no

remunerados, comisiones por apuntes o de mantenimiento, etc.), gestión profesional de la inversión, posibilidad de invertir pequeñas cantidades, etcétera.

#### B) *Inversores personas jurídicas*

El régimen que afecta a la tributación de los rendimientos obtenidos como resultado de la inversión en instituciones de inversión colectiva por personas jurídicas, también ha sido recientemente modificado con la publicación de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades. El régimen desarrollado prevé (artículos 72.2 y 73) la integración en la base imponible del sujeto pasivo las rentas obtenidas en la transmisión de participaciones, los dividendos distribuidos por la institución y las rentas contabilizadas por el sujeto pasivo derivadas de las acciones o participaciones de las IIC.

Teniendo en cuenta la existencia de una Resolución del ICAC obligando a la contabilización anual de los resultados derivados del incremento de valor de las participaciones de los FIAMM, una consecuencia de lo previsto en la nueva Ley del Impuesto de Sociedades es la discriminación entre FIM, cuyos rendimientos tributarían en el momento de la desinversión, y los obtenidos en FIAMM, que tributan anualmente. Al respecto, debe destacarse que la regulación actual de IIC permite a un FIM seguir la misma política de inversión que la obligatoria para los FIAMM, por lo que no parece aventurado supo-

ner que, como consecuencia de la entrada en vigor de la citada Ley, se produzca un desplazamiento de partícipes que sean personas jurídicas desde FIAMM a FIM con idéntica vocación inversora. No se dispone de información estadística relativa a la naturaleza de los partícipes en fondos de inversión (personas físicas o jurídicas), por lo que no podemos realizar una estimación de este trasvase inducido.

Teniendo en cuenta que la norma del ICAC hace alusión exclusivamente a la contabilización de resultados no materializados en FIAMM, esta fórmula de tributación estaría penalizando la inversión en entidades españolas frente a otras IIC comunitarias con igual vocación inversora, comercializadas en nuestro país en virtud del pasaporte comunitario.

Por lo que respecta a la tributación en el impuesto de sociedades, la inversión a través de FIM presentaría la ventaja, frente a la inversión directa, de posponer el pago del impuesto al momento en que se produzca el reembolso. Sin embargo, teniendo en cuenta la elevada rotación del patrimonio de los fondos (cuadro núm. 7) no parece que el efecto de dicho diferimiento sea muy acusado. Adicionalmente, cabría sostener que el ahorro de las empresas materializado en fondos, sería especialmente transitorio (inversión de puntas de tesorería), aunque, como queda dicho, no dispongamos de información estadística para la contrastación de tal hipótesis.

No se debe terminar este apartado respecto a la tributación de las personas jurídicas, sin indicar que la interpretación que aquí se ha hecho está siendo muy discutida, existiendo diferentes interpretaciones al respecto, afirmando incluso alguna de ellas que la norma del ICAC no tiene por qué ser cumplida.

### **III. COSTES TOTALES REPERCUTIDOS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN**

Cuando hemos estudiado la rentabilidad obtenida por los gestores de fondos a las carteras que administran hemos desligado dicho análisis de los gastos que repercuten por sus servicios. En este apartado nos vamos a centrar en tal aspecto. En primer lugar, efectuaremos una exposición general sobre los costes que soporta un partícipe cuando invierte en un fondo y los servicios a que corresponden. En segundo lugar, realizaremos una estimación para el caso español e intentaremos averiguar si existen economías de escala en la gestión y administración de las IIC y si eventualmente revierten a los partícipes.

#### **1. Aspectos generales**

La legislación española prevé cuatro tipos de comisiones a soportar por los partícipes de los fondos:

gestión, depósito, suscripción y reembolso. Adicionalmente, permite el establecimiento de descuentos a favor del fondo en los reembolsos. En cada caso se establecen unos límites máximos distinguiendo entre FIM y FIAMM. La comisión de gestión puede calcularse sobre el patrimonio administrado (en cuyo caso el límite es del 2,5 por 100 para los FIM y del 1,5 por 100 para FIAMM), sobre los resultados (20 por 100 y 15 por 100, respectivamente) o sobre ambas magnitudes (sin superar el 1,5 por 100 del patrimonio y 10 por 100 de los rendimientos para los FIM, siendo los límites el 1 por 100 y el 5 por 100 para los FIAMM). El límite máximo en concepto de comisión de depositario es del 4 y 1,5 por 1.000 del patrimonio nominal custodiado, respectivamente. Los cargos máximos establecidos para suscripciones y reembolsos son del 5 por 100 para los FIM y del 1 por 100 para los FIAMM. Las comisiones de gestión y depositario están reflejadas en la rentabilidad ofrecida por la institución, mientras que el efecto de las relativas a las operaciones de suscripción y reembolso es diferente para cada inversor en función de su situación concreta.

Adicionalmente a estas comisiones, las gestoras pueden repercutir a los fondos determinados gastos necesarios para el desarrollo de su actividad, tales como tasas por permanencia en los registros, gastos de auditoría, impuestos y gastos de publicación de su valor liquidativo en una Bolsa. Al igual que ocurre para las comisiones de gestión y depósito, el efecto de estos gastos se refleja directamente en la rentabilidad ofrecida por los fondos.

Por último, cabría destacar la existencia de otros costes ocultos, esto es, soportados por los fondos aunque no repercutidos en su cuenta de resultados, pero cuyo efecto se traduce en la obtención de una menor rentabilidad. En esta categoría se incluirían las comisiones de intermediación, pues, como ya se ha comentado, según la normativa contable de IIC, deben reflejarse como un mayor precio de adquisición, por lo que resulta imposible su cuantificación de manera separada. También podría considerarse como un coste oculto de la inversión a través de fondos la obtención de unas rentabilidades en la inversión de los activos inferiores a las que podrían conseguirse mediante la inversión directa en el mercado en el supuesto de que esta situación se produjera en la práctica. Sin embargo, los datos no apoyan la evidencia de tal práctica al menos a nivel global del sector.

El conjunto de comisiones, gastos y costes indirectos que acabamos de identificar constituyen el precio que un partícipe debe pagar por invertir en un fondo de inversión. En otras palabras, el precio de un fondo sería el importe que debe pagar el inversor para tener derecho a adquirir y conservar una participación del fondo. El análisis de este precio resulta importante, en primer lugar, por su incidencia en la rentabilidad de la institución (tanto mayor cuanto más pese la renta fija a corto plazo en la cartera de

la entidad, como ya se ha visto), y en segundo, porque su análisis debería permitir lanzar alguna respuesta a la pregunta que anteriormente hemos planteado en relación a si el coste repercutido por el servicio facilitado a los partícipes es el adecuado.

Al margen de la lectura, en cierta medida legalista, que hemos realizado sobre los componentes que se incluyen en el precio de un fondo puede realizarse una interpretación económica de los servicios que en cada caso se están remunerando a través de las comisiones citadas. En este sentido, podemos apuntar que dichas comisiones retribuyen básicamente tres conceptos: gestión de la cartera, realización de labores administrativas y distribución del producto. Aunque, como se verá más adelante, la cuantificación de cada uno de dichos componentes no siempre es posible, a nivel teórico resulta aceptable tal desglose. La retribución por la gestión debería incluir el pago por la labor intelectual de las personas que tomen las decisiones de inversión/desinversión junto con la parte de la amortización de los medios técnicos que se destinen a esta finalidad. Por su parte, el componente de administración reflejaría la retribución a las labores de registro, contabilidad, emisión y suscripción de participaciones, etc. Finalmente, la parte correspondiente a la distribución sería el reflejo de la retribución a los vendedores de fondos y debería incluir los gastos de mantenimiento de la red de ventas y publicidad.

Cuando se intenta efectuar una correspondencia entre las comisiones previstas en la legislación, las realmente aplicadas y los servicios a que retribuyen, surgen algunas reflexiones significativas. Así, resulta auténticamente excepcional la aplicación de comisiones en las suscripciones, aunque recientemente algunos fondos con garantía externa las están incluyendo en sus folletos para desincentivar las suscripciones una vez finalizado el plazo de comercialización durante el cual se ofrece la garantía. Los fondos que aplican comisiones en los reembolsos las suelen diseñar como una medida para evitar operaciones especulativas de los inversores, por lo que sólo se aplican cuando la antigüedad de las participaciones reembolsadas es inferior a un plazo determinado, siendo raros los supuestos en que se aplican comisiones de reembolso a partir del año de permanencia de la inversión. Finalmente, puede destacarse que la mayor parte de las comisiones de gestión se definen sobre el patrimonio de la IIC (sin ligar la retribución del gestor a los rendimientos que obtenga de su labor) y una proporción muy importante de tales comisiones, cobradas en concepto de gestión, tienen por finalidad última retribuir a los comercializadores.

La circunstancia de que el coste de la distribución se repercuta junto con la comisión de gestión debe ser analizada con cierto detenimiento. El resultado de este sistema de cobro produce algunos efectos paradójicos, entre los que pueden destacarse los siguientes:

a) Al imputarse el coste de distribución al fondo en su conjunto, como un porcentaje del patrimonio en cada momento, no resulta posible tener en cuenta el canal de comercialización (red del grupo, red ajena o representantes) por el cual el inversor ha tenido acceso al fondo. En definitiva, todos los inversores soportarían en igual medida esta parte del precio cuando el coste del servicio no ha sido el mismo para cada uno de ellos. Según el medio de venta, la sociedad gestora retribuirá a cada comercializador de modo diferenciado, pero esa circunstancia no puede trasladarse a los partícipes en la aplicación de la comisión de gestión, por lo cual se produce, en la práctica, una redistribución de los costes entre ellos sin ninguna lógica económica.

b) Tampoco resulta posible la discriminación en función de las características concretas de cada inversor. En principio, podría parecer razonable que el precio de distribución repercutido, expresado en términos porcentuales, fuese menor cuanto mayor fuese el patrimonio aportado al fondo, ya que resulta evidente que el coste de la prestación de este servicio se reduce en función de dicha variable. La única posibilidad de recoger este efecto con el sistema actual de comisiones es la creación de varios fondos con distintas comisiones de gestión orientados a diferentes niveles de renta.

c) Puede apuntarse también que este sistema penaliza a los inversores más estables hasta niveles verdaderamente injustificados. Efectivamente, si una parte importante de la comisión de gestión (superior al 50 por 100, como se verá más adelante) está destinada a retribuir los gastos de distribución, resulta evidente que un inversor que realice una aportación al fondo y la mantenga durante un número elevado de años se verá afectado negativamente, durante todo ese período, por el coste de un servicio que sólo se le prestó en un momento puntual. Podría pensarse en un inversor que permanece quince años en un fondo cuya comisión de gestión es del 1,5 por 100 sobre el patrimonio y de la cual un 50 por 100 se destina a pagar a los distribuidores. Al final de su inversión habría soportado un coste por este concepto del 11,25 por 100 de su patrimonio medio durante dicho período.

Ante los problemas derivados del sistema de retribución a los comercializadores surgen inmediatamente dos interrogantes: ¿cómo pueden obviarse tales aspectos negativos? y ¿por qué no se siguen en la práctica otros sistemas alternativos? La respuesta a ambos está estrechamente relacionada.

Una alternativa que permitiera repercutir individualmente a cada inversor el coste de la distribución, en función de su situación concreta (canal de comercialización por el que haya tenido acceso al fondo, volumen de su aportación, etc.), y que no penalizara a los inversores más estables sería el cobro de comisiones de suscripción cuando se realizaran aportaciones. Este sistema parece más lógico y per-



mitiría un trato más justo a cada inversor (no se penalizaría a los más estables). Adicionalmente, podría contribuir a la estabilidad de las inversiones en los fondos en la medida en que el partícipe sería consciente de que cuanto más tiempo mantenga su ahorro, menos efecto tendría sobre su rentabilidad la repercusión de los costes de distribución. Sin embargo, también tendría algún efecto poco deseable, ya que las rentabilidades ofrecidas por los fondos no incluirían esta parte de su precio.

Las razones por las que no se aplica en la práctica son evidentes. Los problemas comerciales con que se encontraría un promotor individual que pretendiese implantar este sistema de cobro de los servicios de distribución resultan obvios, sobre todo cuando ninguno de sus competidores realiza esta práctica, como es el caso del mercado español. Sin embargo, podría resultar oportuno realizar una evaluación de sus ventajas e inconvenientes y tratar de transmitir ambos aspectos a los potenciales inversores.

Un análisis de las prácticas en otros mercados, respecto a este tema, puede resultar significativo. Zurstrassen (1993) identifica dos modelos a escala europea por lo que se refiere a la repercusión de los precios de distribución de fondos. De una parte, estaría el modelo anglosajón, en el cual las entidades que realizan la gestión y la comercialización de IIC son totalmente independientes. El distribuidor únicamente se beneficia de la comisión de suscripción inicial sin recibir posteriormente comisiones de mantenimiento. Las comisiones de entrada dependen del medio de venta, agentes propios, agentes individuales o *mailing*. De otra, el modelo continental, donde el comercializador y el gestor pertenecen, en la mayoría de las ocasiones, al mismo grupo, por lo que el cobro de comisiones de suscripción se relaja, en tanto que la comisión de gestión retribuye, en parte, los costes de venta. No obstante, la situación varía de un país a otro y según el tipo de activos en que invierta el fondo. Por ejemplo, en Francia, la media de comisiones de entrada se situaría en torno al 0,5 por 100, mientras que en Alemania oscilaría entre el 1 por 100 para fondos a corto plazo y hasta el 2 o el 3 por 100 en fondos de acciones. El modelo del mercado español sería, según esto, el caso extremo del modelo continental.

## 2. Precio total cobrado por la inversión en fondos españoles

La cuantificación de todos los gastos repercutidos a quienes invierten en fondos de inversión españoles sólo puede realizarse si se ponen en relación las cuentas de resultados de las entidades gestoras (donde se encuentra la información relativa al pago de comisiones de distribución y de ingresos por comisiones de suscripción y reembolso) con las de los propios fondos. Esta circunstancia impide el análisis separado de los FIM y los FIAMM, puesto que las

cuentas de las sociedades gestoras no incorporan este desglose. Otros problemas ya comentados de esta cuantificación serían la imposibilidad de distinguir entre el coste de los servicios de gestión y el de administración, así como la ausencia de información relativa a las comisiones de intermediación soportadas por los fondos.

A pesar de tales limitaciones, entendemos que resulta interesante realizar un análisis con los datos disponibles. Para ello, se ha elaborado el cuadro número 8, el cual recoge la evolución durante el período 1992-1995 de todos los gastos cargados a los partícipes de FIM y FIAMM junto con el porcentaje que representan, para cada uno de dichos años, sobre el patrimonio medio diario de los fondos. El importe recogido como comisión de gestión excluye la parte de dicho concepto que posteriormente las sociedades gestoras trasladan a los comercializadores y que, lógicamente, se ha incluido como gastos de comercialización. Las principales conclusiones que pueden obtenerse serían:

a) El peso de los gastos repercutidos a los inversores ha disminuido ligeramente en el período analizado después de algunos incrementos en los ejercicios 1993 y 1994, ninguno de los cuales podría calificarse como significativo.

b) Más relevante sería el hecho de que los costes de distribución representen, en 1995, más del 50 por 100 del precio total por invertir en fondos después de ir aumentando su peso relativo durante todos los años analizados (su incremento ha sido, en términos porcentuales, del 13,33 por 100). Teniendo en cuenta la permanencia media de los partícipes, estimada más arriba en torno a 2,78 años, puede realizarse una estimación global sobre el porcentaje que suponen, en media, al final de la inversión, los costes de comercialización. Bastaría con multiplicar el porcentaje que tales gastos representan sobre el patrimonio medio (0,83 por 100 para 1995) por el número años que se mantiene, como media, la inversión en los fondos. Así, se obtiene que el precio por distribución medio soportado por los partícipes estaría en torno al 2,31 por 100. Deben destacarse las simplificaciones utilizadas para alcanzar este dato, y su carácter meramente orientativo, toda vez que, como ya se ha señalado, su efecto para cada inversor se incrementará a medida que aumente el número de años que mantenga sus ahorros en el fondo, situación bastante ilógica por otra parte. En cualquier caso, resulta interesante, a la hora de valorar el sistema adecuado para el cobro de los gastos de distribución a que antes aludíamos, que los inversores tengan información sobre el importe de los que actualmente están soportando por la vía de unas menores rentabilidades.

c) Puede señalarse el reducido efecto producido por las comisiones de suscripción y reembolso. Durante 1994 fue el año en que más se notó su efecto como consecuencia de los reembolsos masi-

**CUADRO NÚM. 8**  
**EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS SOPORTADOS POR LOS PARTICIPES**  
**DE FONDOS DE INVERSIÓN**

	Año 1992			Año 1993			Año 1994			Año 1995		
	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total
Total gastos soportados ....	92.219	1,65	100	131.201	1,68	100	201.052	1,72	100	181.186	1,62	100
<i>Gastos distribución</i> .....	41.855	0,75	45,39	61.777	0,79	47,09	103.213	0,89	51,34	94.909	0,85	52,38
- C. comercialización .....	40.796	0,73	44,24	60.267	0,77	45,93	99.773	0,86	49,63	93.122	0,83	51,39
- C. suscripción/reemb. ...	1.059	0,02	1,15	1.510	0,02	1,16	3.440	0,03	1,71	1.787	0,02	0,99
<i>Gastos gestión-administración</i> .....	50.364	0,90	54,61	69.424	0,89	52,91	97.839	0,84	48,66	86.277	0,77	47,62
- C. gestión .....	41.000	0,74	44,46	52.571	0,67	40,07	73.415	0,63	36,52	66.488	0,59	36,70
- C. depositario .....	5.692	0,10	6,17	10.710	0,14	8,16	17.098	0,15	8,50	15.513	0,14	8,56
- Otros gastos explotac. ..	3.672	0,07	3,98	6.143	0,08	4,68	7.326	0,06	3,64	4.276	0,04	2,36

(\*) Sobre el patrimonio medio diario.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

vos a raíz de las negativas rentabilidades obtenidas, aunque su impacto fue, en todo caso, reducido (el 0,03 por 100 del patrimonio).

d) Por lo que se refiere a los gastos de gestión y administración, su peso porcentual se ha reducido en un 14,44 por 100 a lo largo de los cuatro años analizados, fundamentalmente por el descenso del 20,27 por 100 en el coste atribuible a las comisiones de gestión, que han más que compensado el aumento de las comisiones del depositario. El peso imputable a la gestión sobre las comisiones cargadas en concepto de gestión ha descendido desde el 50,34 por 100 en 1992 hasta el 41,55 por 100 en 1995. Así pues, de cada peseta pagada por los partícipes durante 1995 en concepto de comisión de gestión, 0,58 pesetas se han destinado a retribuir a los distribuidores. Esto da una idea de la importancia de reflexionar sobre lo adecuado del sistema de repercusión del coste del servicio de venta a que hemos aludido anteriormente.

Pudiera resultar interesante analizar la estructura de los costes repercutidos al inversor en función de la naturaleza del grupo promotor del fondo. Para ello, hemos elaborado el cuadro núm. 9, donde se refleja esta información para el ejercicio 1995. Si se exceptúa el grupo de Otros, cuyo análisis puede resultar errático por la diferente tipología de las entidades en él integradas (compañías de seguros, cooperativas de crédito e independientes), los resultados más significativos serían los siguientes:

a) A nivel global, los fondos con menores gastos para los partícipes serían los promovidos por bancos (1,58 por 100 anual sobre su patrimonio medio) seguidos por los de cajas (1,68 por 100), siendo los de mayores costes los de sociedades y agencias de valores. Este es un comentario general que, lógicamente, no impide que dentro de cada uno de tales grupos existan fondos más o menos costosos que la media.

b) La distribución más cara sería la realizada por el grupo de cajas (1,02 por 100), siendo la más barata la realizada por bancos (0,74 por 100). No obstante, hemos de destacar que las consideraciones relativas al reparto de los costes repercutidos dependen en gran medida de hasta qué punto las relaciones entre las entidades gestoras y sus matrices se hayan articulado según criterios económicos objetivos, puesto que no resulta descartable la existencia de grupos que no repercutan todo el coste del servicio de venta a sus entidades gestoras, ya que finalmente recibirán el pago de tal servicio mediante unos mayores dividendos generados por sus empresas filiales.

c) Por lo que se refiere a los costes de gestión/administración, el grupo que menores costes repercute a sus inversores es el de cajas seguido por el de sociedades y agencias, siendo los fondos incluidos en grupos bancarios los que mayor importe imputan por este concepto.

### 3. Evolución de las comisiones de gestión

En este epígrafe nos vamos a referir a las comisiones establecidas en los reglamentos de los fondos, por lo que las comisiones de gestión que analizamos incluyen el total repercutido por las gestoras a los fondos por este concepto, con independencia de que posteriormente se destinen a retribuir a los comercializadores o a la gestión/administración. Aclarado esto, puede afirmarse que la comisión de gestión supone el principal componente del precio que soporta el inversor en fondos, como es lógico que sea. El cuadro núm. 10 incluye la evolución de las comisiones de gestión durante los años 1991 a 1995, distinguiendo por tipo de fondos en función de su política de inversión. Las comisiones individuales se han ponderado por el patrimonio de cada entidad a fin del ejercicio co-

**CUADRO NÚM. 9**  
**GASTOS SOPORTADOS POR LOS PARTICIPES DURANTE 1995,**  
**SEGÚN EL GRUPO PROMOTOR**

	Bancos			Cajas			SAV			Otros			Total		
	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total
Total gastos soportados .....	108.425	1,58	100,00	55.168	1,68	100,00	9.224	1,74	100,00	8.369	1,44	100,00	181.186	1,62	100,00
Gastos distribución .....	51.879	0,76	47,85	33.704	1,03	61,09	4.890	0,92	53,01	4.436	0,77	53,00	94.909	0,85	52,38
- C. comercialización ..	50.578	0,74	46,65	33.391	1,02	60,53	4.811	0,91	52,16	4.342	0,75	51,88	93.122	0,83	51,39
- C. suscrip./reemb. ....	1.301	0,02	1,20	313	0,01	0,56	79	0,01	0,85	94	0,02	1,12	1.787	0,02	0,99
Gastos gestión-administración .....	56.546	0,82	52,15	21.464	0,65	38,91	4.334	0,81	46,98	3.933	0,68	47,00	86.277	0,77	47,62
- C. gestión .....	44.913	0,65	41,42	15.334	0,47	27,80	3.308	0,62	35,86	2.933	0,51	35,05	66.488	0,59	36,70
- C. depositario .....	9.359	0,14	8,63	4.726	0,14	8,57	655	0,12	7,10	773	0,13	9,24	15.513	0,14	8,56
- Otros gastos explotación .....	2.274	0,03	2,10	1.404	0,04	2,54	371	0,07	4,02	227	0,04	2,71	4.276	0,04	2,36

(\*) Sobre el patrimonio medio diario.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

respondiente con la intención de dar una imagen más realista de su importe.

En primer lugar, puede señalarse que en todos los casos las comisiones de gestión de los FIAMM son inferiores a las existentes para los FIM y que, dentro de éstos, la comisión aumenta a medida que se incrementa el peso de la renta variable en cartera (con la única excepción de los FIM de RFM durante 1992, cuya comisión de gestión fue inferior a la de fondos de RF). Esto es lógico desde el punto de vista de la dificultad que incorpora la labor desarrollada. En principio, la gestión de la cartera de un FIAMM debe resultar menos costosa que la de un FIM de renta fija a más largo plazo (aunque no todos los FIM de RF tienen duraciones superiores a las de los FIAMM, a nivel conjunto su duración sí supera a la de éstos). Por otra parte, el grado de valor añadido por la gestión se incrementa en función del peso de las acciones en la cartera de la IIC (también por el aumento del peso de los activos denominados en divisas).

En cuanto a la evolución durante estos años, puede destacarse una relativa estabilidad con un ligero repunte en el año 1993. Esto permite afirmar que no se aprecian, a nivel global, prácticas tendentes a obtener beneficios como consecuencia de la cautividad fiscal de los participes. Ello no implica que no se hayan producido modificaciones a nivel individual en las comisiones de gestión de algunos fondos. El cuadro núm. 11 recoge el número de fondos que a final de cada año arrojan unas comisiones por este concepto superiores o inferiores a la que tenían a final del ejercicio precedente.

Para los FIM, se aprecia cierto dinamismo desde este punto de vista. Durante el período reflejado ha ido disminuyendo progresivamente el porcentaje de fondos que modifican sus comisiones (cerca del 11 por 100 en 1992, frente al 5 por 100 en 1995). Sin que puedan establecerse conclusiones determinantes al respecto, parece que en los años de peores rentabilidades (1992 y 1994) prevalecen las reducciones en las comisiones, en tanto que 1993 fue el

**CUADRO NÚM. 10**  
**EVOLUCIÓN DE COMISIONES DE GESTIÓN (\*)**

	1991	1992	1993	1994	1995
RF .....	1,53	1,58	1,60	1,58	1,53
RFM .....	1,58	1,46	1,71	1,63	1,62
RVM .....	2,21	2,17	2,02	1,89	1,89
RV .....	2,04	2,10	2,10	2,13	2,08
<b>Total FIM .....</b>	<b>1,56</b>	<b>1,58</b>	<b>1,65</b>	<b>1,63</b>	<b>1,58</b>
FIAMM .....	1,27	1,29	1,30	1,24	1,26
<b>Total sector .....</b>	<b>1,41</b>	<b>1,43</b>	<b>1,43</b>	<b>1,42</b>	<b>1,40</b>

(\*) Ponderadas por patrimonio a final de año.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

**CUADRO NÚM. 11**  
**VARIACIONES EN LA COMISIÓN DE GESTIÓN**

Años	FIM		FIAMM	
	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Disminuye
1992 .....	14	26	7	4
1993 .....	30	11	10	1
1994 .....	11	28	2	1
1995 .....	14	20	1	5

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

único año en que fueron más los FIM que aumentaron sus gastos de gestión que aquellos en los que se produjo la situación contraria. Para los FIAMM, se aprecia un comportamiento similar por lo que respecta a la reducción porcentual de aquellos que modifican sus comisiones de gestión (el 10,3 por 100 en 1992 y sólo el 3,8 por 100 en 1995). Por contra, excepto en 1995, siempre han predominado los aumentos de comisiones frente a los descensos.

Un ejercicio interesante sería la estimación de la relación existente entre el total de costes soportados por los fondos (señalados en el epígrafe precedente) y las comisiones de gestión informadas. Efectivamente, puede sostenerse que la información relevante para el inversor no es tanto el conocimiento de las comisiones de gestión que tiene el fondo como el total de gastos que comporta su inversión en el mismo. Un estudio realizado para los mercados luxemburgués, irlandés y de las islas anglo-normandas concluye que «es necesario multiplicar en promedio por 1,9 las comisiones de gestión aplicables para calcular los costes totales de los fondos». La situación para el conjunto de los fondos españoles dista mucho de llegar a tales niveles. Para obtener la *ratio* aludida basta con dividir la primera línea del cuadro núm. 8 (total gastos soportados) entre la última del cuadro núm. 10 (comisiones de gestión medias) para cada ejercicio. El mayor valor de dicha *ratio* se alcanzó en 1994, donde el total de gastos supuso una 1,21 veces la comisión de gestión.

#### 4. Economías de escala

Desde un punto de vista teórico, parece innegable la existencia de economías de escala en la gestión de fondos de inversión en la medida en que existen costes cuasi fijos y otros cuya repercusión disminuye notablemente según aumenta el patrimonio administrado. Al margen de este argumento teórico, en nuestro artículo relativo a las entidades gestoras de fondos, que aparece en este mismo número, se constata en la práctica la existencia de tales economías de escala. Por ello, resulta de interés analizar a quién benefician tales economías de escala. Si los fondos accediesen a tales beneficios, podría esperarse una reducción de las comisiones

repercutidas a medida que aumentase su tamaño, por lo que serían los partícipes quienes, en última instancia, se estarían beneficiando, al menos en parte, de sus efectos positivos. Si no se constataste este hecho, ello podría indicar que las entidades gestoras se estarían reservando para sí mismas las ganancias de productividad derivadas del tamaño de las IIC.

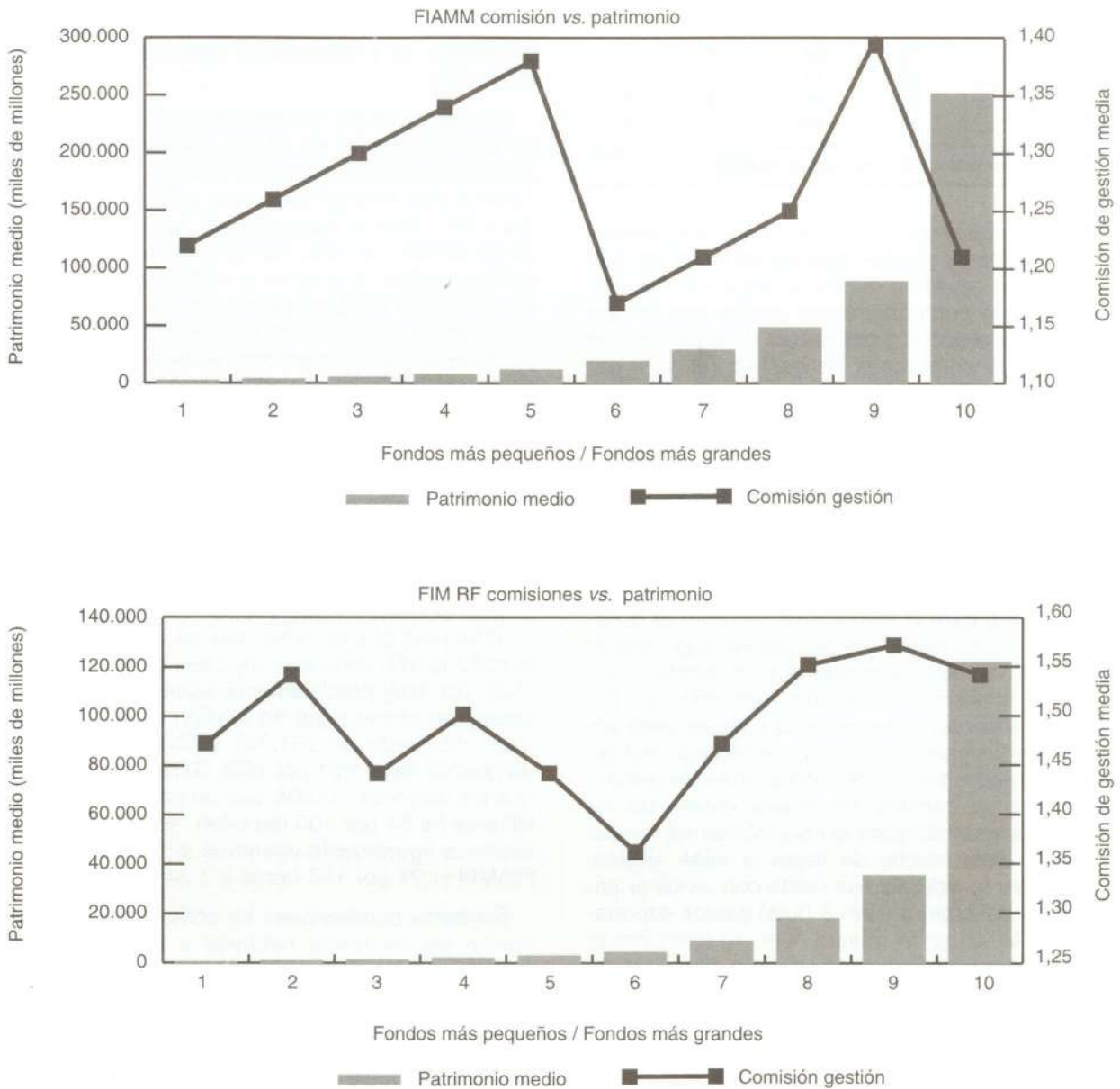
En este epígrafe nos centramos en la repercusión de las economías de escala existentes sobre los partícipes, dejando para otro artículo de este mismo número sus efectos sobre las entidades gestoras. Para ello, hemos agrupado los fondos, en función de su tamaño, en diez tramos y calculado las comisiones medias de gestión ponderadas por patrimonio al final de 1995 para cada uno de dichos tramos. Nos hemos centrado en los FIAMM y FIM de RF para evitar distorsiones derivadas del distinto nivel de complicación de la gestión en función de los activos en que inviertan los fondos. Los resultados se han agrupado en el gráfico 4.

Se aprecia claramente la ausencia de vinculación entre el tamaño de los fondos y las comisiones de gestión que se les repercuten. Para los FIAMM, el decil con mayores comisiones de gestión resulta ser el segundo en tamaño medio (los fondos en él incluidos alcanzan un patrimonio medio superior a los 80.000 millones), en tanto que los fondos de menor tamaño (2.186 millones) soportan unas comisiones (1,22 por 100) prácticamente equivalentes a los situados en primer lugar en función de su patrimonio (con una media de 251.349 millones, su comisión de gestión es el 1,21 por 100). Sí podría destacarse que los mayores FIAMM, con un patrimonio de 3,77 billones (el 54 por 100 del total), soportan unas comisiones ligeramente inferiores a la media del total FIAMM (1,21 por 100 frente a 1,24 por 100).

Similares conclusiones se obtienen de la observación de los datos relativos a los FIM de RF, siendo en este caso más notoria aún la inexistencia de economías de escala en las comisiones repercutidas a los fondos según su tamaño, puesto que resultan ser, precisamente, los tres grupos de mayor patrimonio medio los que mayores comisiones soportan. Para este grupo, los de menores costes por este concepto serían aquellos cuyo patrimonio medio es 4.457 millones, con un 1,36 por 100.

Parece claro que, en general, los inversores no consiguen costes inferiores cuando invierten en fondos de mayor tamaño, incluso podría producirse el efecto contrario en algunos supuestos (caso de los FIM de renta fija). Existen dos motivos que podrían justificar esta situación. En primer lugar, que sean las entidades gestoras quienes se estén beneficiando de manera exclusiva de las economías de escala. En segundo lugar, también podría estar produciéndose una mutualización de costes. Efectivamente, pudiera resultar que las entidades que ges-

GRÁFICO 4  
COMISIONES DE GESTIÓN



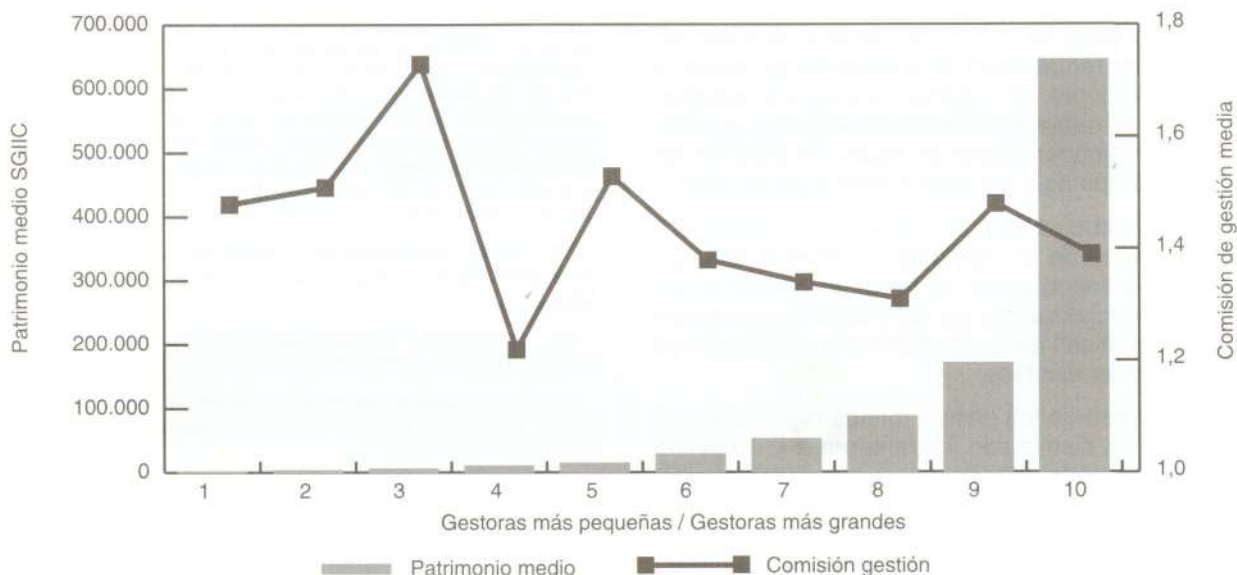
tionan gran número de fondos repercutan de manera proporcional al patrimonio de cada fondo los costes de gestión ante la dificultad de una imputación más afinada. Con ello estarían diluyendo el efecto tamaño, puesto que sus fondos pequeños tendrían comisiones equivalentes a sus fondos mayores.

Si se estuviese produciendo en la realidad la situación apuntada en segundo lugar, habría que buscar las economías de escala para el inversor no tanto en función del patrimonio de cada fondo, sino en relación al volumen administrado en total por la gestora de dicho fondo. En un intento de tratar de constatar si en el mercado español se produce esta

circunstancia, hemos repetido el mismo análisis a nivel de gestora. Es decir, hemos calculado las comisiones de gestión medias de cada sociedad gestora ponderadas por el patrimonio de todos los fondos que administra y a continuación hemos tratado de ver si son las gestoras de mayor volumen las que repercuten, en conjunto, unos gastos menores, lo cual sería indicativo de que los partícipes sí tendrían acceso, aunque de forma un tanto difusa, a los beneficios del efecto tamaño en la canalización de sus ahorros hacia las entidades mayores.

El gráfico 5 refleja los resultados de este enfoque, siendo patente que tampoco desde esta óptica pue-

GRÁFICO 5  
PATRIMONIO POR GESTORA VS. COMISIONES



den apreciarse indicios de que los partícipes estén obteniendo las ventajas derivadas de la reducción de costes cuando aumenta el patrimonio administrado. Antes al contrario, destaca la escasa dispersión existente en las comisiones repercutidas a pesar de las enormes diferencias en cuanto al patrimonio administrado. De hecho, las comisiones cobradas por las gestoras de mayor tamaño coinciden con las medias del sector. Ello parece indicar que serían las entidades líderes las que fijan los precios y el resto del sector se adecuaría a tales precios. Dejamos en este punto el análisis, puesto que el comportamiento del sector lo abordaremos en otro artículo.

#### IV. CONCLUSIONES

El presente artículo no ha tratado de ser omni-compreensivo de los diferentes enfoques desde los que se pueden estudiar los temas tratados, si bien es de esperar que haya servido para arrojar alguna nueva luz sobre el análisis de los fondos de inversión. A modo de resumen, se puede concluir que:

1.º La rentabilidad sobre patrimonio medio de los FIM ha experimentado oscilaciones significativas a lo largo del período analizado, oscilaciones que han sido provocadas, sobre todo, por las variaciones de los precios de los activos, reflejo, a su vez, de los movimientos de los tipos de interés. En cuanto a los FIAMM, la evolución de su rentabilidad es reflejo de las variaciones de los tipos de interés a corto plazo.

2.º Existe un claro paralelismo entre las rentabilidades medias ponderadas obtenidas por los fondos y la *ratio* de rendimiento sobre patrimonio medio a la que se ha hecho referencia en el punto anterior.

3.º Si bien existen dudas sobre cuáles deben ser los puntos de referencia para comparar las rentabilidades obtenidas, el análisis realizado indica que no puede hablarse, en general, de gestión poco eficiente, teniendo los gastos repercutidos menor incidencia a medida que aumenta el nivel de riesgo y no observándose prácticas de gestión perjudiciales para los fondos.

4.º En cuanto a la persistencia de los resultados, se han obtenido conclusiones opuestas para los dos casos analizados: esta persistencia parece existir en lo referente a los FIAMM, pero no en los FIM de renta variable.

5.º Excepto en el extremo superior de rentabilidades de los FIM con un porcentaje muy fuerte de sus carteras en renta fija, no parece haber correlación entre rentabilidades positivas obtenidas en el pasado y captación de nuevas aportaciones, lo que denota otras influencias a la hora de elegir un fondo para invertir. Por el contrario, los partícipes sí tienden a ser más proclives a reembolsar cuando las rentabilidades son negativas.

6.º El tratamiento fiscal de los fondos tiene una incidencia decisiva en la rentabilidad final obtenida y en la aceptación del producto por parte de los inversores junto con sus propias características operativas. El nuevo régimen sobre plusvalías reciente-

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

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

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

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

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

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

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

## NOTAS

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

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

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

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

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

## REFERENCIAS

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

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

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

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

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

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

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

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

## NOTAS

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

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

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

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

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

## REFERENCIAS

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



# VEHÍCULOS DE INVERSIÓN GARANTIZADOS: INTRODUCCIÓN A UNA CONTROVERSIA

Carlos Contreras (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

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

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

## II. UNA CONTROVERSIA JUSTIFICADA

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

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

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

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

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

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

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

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

*c) El rápido éxito de ese segmento del mercado*

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

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

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

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

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

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

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

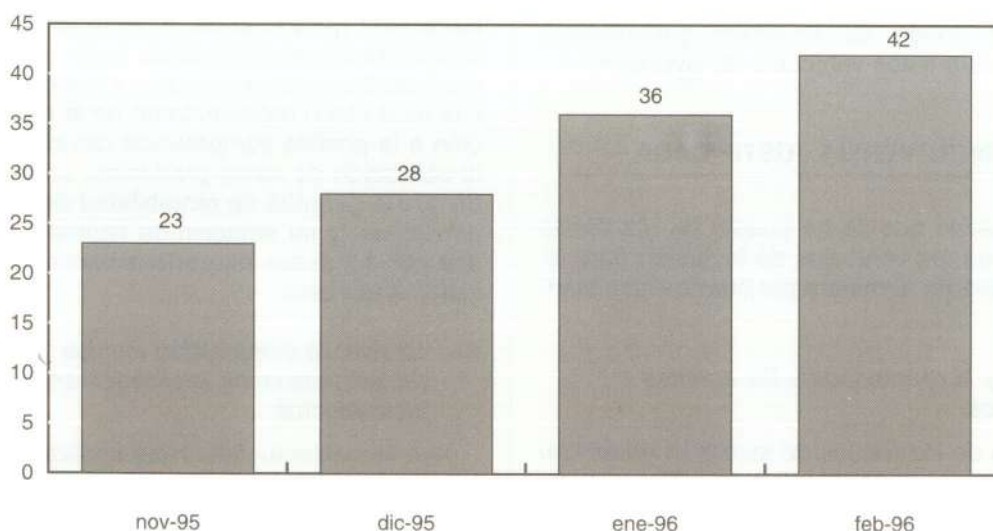
### III. LA DEMANDA DE FONDOS DE INVERSIÓN GARANTIZADOS

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

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

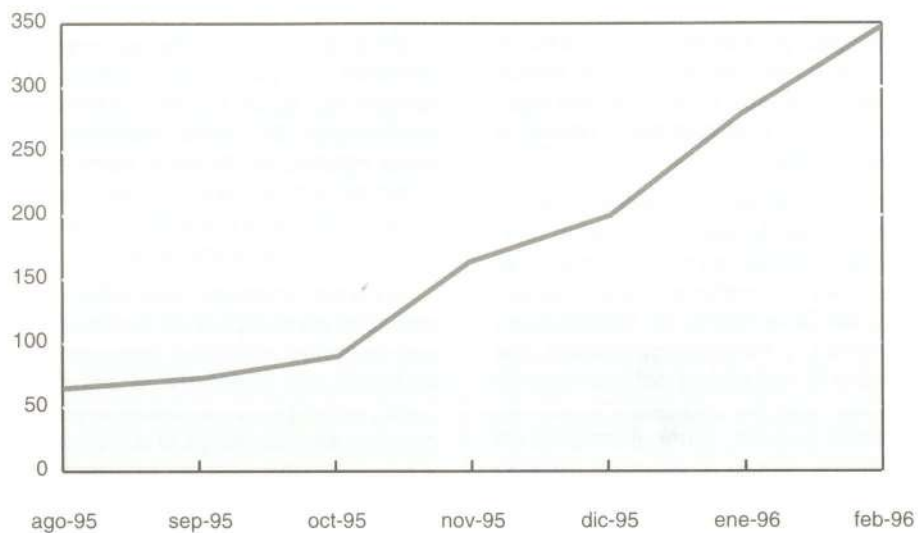
Por otra parte, la combinación de expectativas en el mercado, que señalan la probabilidad de un descenso de tipos de interés a medio plazo en nuestro

GRÁFICO 1  
NÚMERO DE FONDOS GARANTIZADOS (\*)



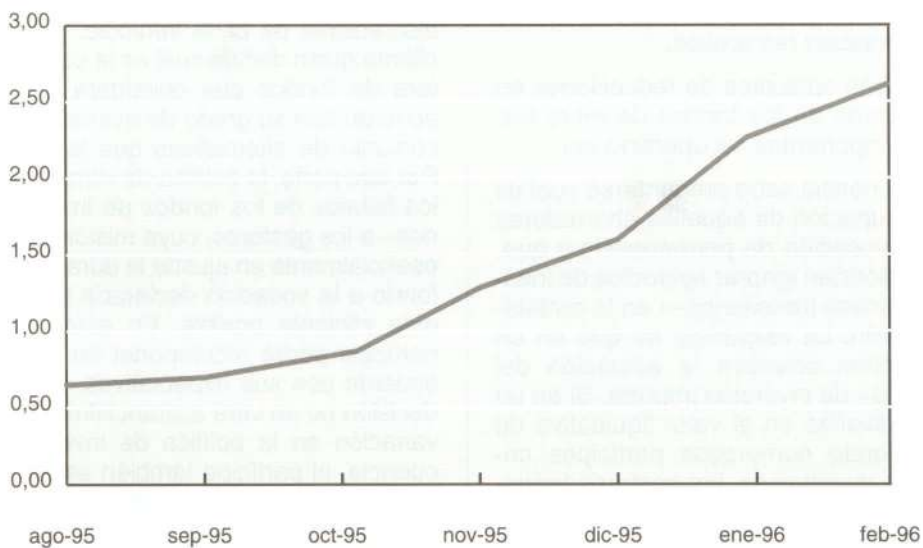
(\*) Sólo fondos de garantía externa.  
Fuente: Ahorro Corporación.

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



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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### a) *Concentración de riesgo de crédito*

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

### b) *Utilización de productos derivados OTC*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2) Realizar una «colateralización» o adhesión

de garantías reales adicionales con la entidad contrapartida del derivado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## VI. TRATAMIENTO FISCAL DE LOS FONDOS GARANTIZADOS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Además, la diversidad del tratamiento de los fon-



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

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

## VII. CONSTRUCCIÓN DE UN FONDO GARANTIZADO

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

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

### 1. Decisión sobre el horizonte temporal.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO NÚM. 1  
CÁLCULO DE RENTABILIDAD GARANTIZABLE

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

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

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

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

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

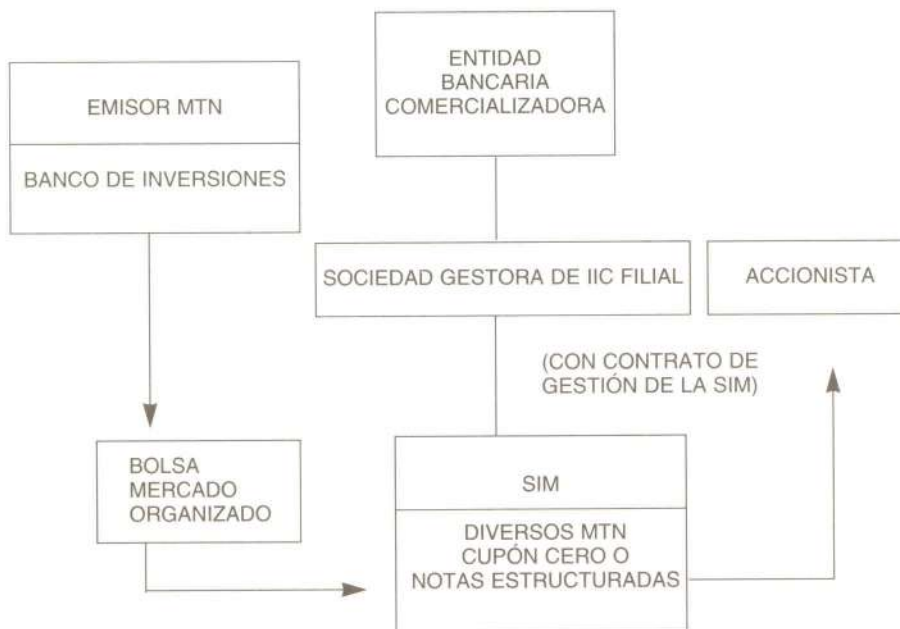
El esquema 2 muestra el funcionamiento de una SIM con garantía interna en el caso de adquirir un conjunto de *medium term notes* (MTN) o bonos estructurados cupón cero.

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

**ESQUEMA 1**  
**FIM SUJETO A LEGISLACIÓN ESPAÑOLA CON GARANTÍA EXTERNA**



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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## VIII. CONCLUSIONES

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

#### NOTAS

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

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

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

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

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

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

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

#### REFERENCIAS

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

# RÉGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Ángel Esteban Paúl

## I. INTRODUCCIÓN

Antes de entrar en el análisis del régimen tributario que corresponde, en la actualidad, a las instituciones de inversión colectiva, parece imprescindible efectuar algunas consideraciones previas que van a tratar tanto de plantear el esquema que se piensa adoptar en el presente estudio como de enmarcar el propio régimen fiscal que la normativa atribuye a estas entidades.

1.<sup>a</sup> Vamos a tratar de limitar nuestro análisis a los aspectos estrictamente fiscales que subyacen en la regulación normativa de las instituciones de inversión colectiva, olvidando otros aspectos legales, financieros, mercantiles o de control.

No obstante, esta pretensión no resulta fácil, ya que, por una parte, los aspectos financieros y fiscales se encuentran absolutamente imbricados en la regulación normativa de estas entidades y, por otra, la aplicación del propio régimen fiscal está basada en el cumplimiento, por parte de las instituciones de inversión colectiva, del conjunto de requisitos y requerimientos de diversa índole contenidos en su regulación normativa.

En efecto, tanto la primitiva Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, como las modificaciones introducidas con posterioridad en la misma contienen, de forma conjunta e inescindible, las regulaciones mercantil, fiscal y financiera de las instituciones que son objeto de nuestro análisis.

Además, por mucha trascendencia que los fiscalistas y, desde otra perspectiva, los propios contribuyentes queramos dar a la fiscalidad, el derecho tributario no deja de ser un fenómeno adjetivo que se superpone a la regulación sustantiva, civil, mercantil o financiera de las diversas instituciones y que sólo se explica en relación con dicha regulación sustantiva. La anterior constatación resulta especialmente cierta en el caso de las instituciones de inversión colectiva, ya que, como tendremos ocasión de comprobar más adelante, la aplicación del régimen fiscal específico establecido por la normativa

reguladora se basa en el cumplimiento, por estas instituciones, del conjunto de requisitos mercantiles, financieros e, incluso, registrales previstos en dicha normativa.

2.<sup>a</sup> En segundo lugar, debemos señalar que el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva ha experimentado numerosas modificaciones normativas de los últimos años. Por ello, aunque nos vamos a limitar al estudio del régimen fiscal aplicable en el momento actual (junio de 1996), parece oportuno efectuar una enumeración de las diversas normas que han incidido en esta regulación.

a) El punto de partida es, desde luego, la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, que continúa vigente en la actualidad, aunque ha sido objeto de numerosas e importantes modificaciones.

b) Las Leyes 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (disposiciones adicionales 6.<sup>a</sup> y 7.<sup>a</sup>), y 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, introdujeron diversas modificaciones, aunque no se refieren, directamente, al régimen fiscal aplicable a las instituciones de inversión colectiva, sino a otros aspectos de las mismas.

c) En virtud del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, se aprobó el Reglamento de desarrollo de la Ley 46/1984.

d) La Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, y la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, modificaron de forma importante el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva.

e) La disposición adicional cuarta de la Ley 29/1991, de 16 de diciembre, de adecuación de determinados conceptos impositivos a las directivas y reglamentos de la Comunidad Económica Europea, se refiere exclusivamente a la modalidad de «operaciones societarias» del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados que grava las operaciones de constitución y

aumento de capital de las sociedades de inversión mobiliaria.

f) La Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, establece el régimen tributario aplicable a las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria.

g) Los Reales Decretos 1841/1991, de 30 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (disposición adicional primera, apartado dos, letras *l* y *m*), y 753/1992, de 26 de julio (disposición adicional primera, apartado dos, letras *l* y *m*), se refieren a la exención de retención en el caso de dividendos y resultados distribuidos por las instituciones de inversión colectiva que sean percibidos por residentes en otros países comunitarios.

h) El artículo 65 de la Ley 39/1992, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1993, implica la aplicación del porcentaje general de reducción del 7,14 por 100 a los incrementos y disminuciones de patrimonio procedentes de la transmisión de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva.

i) El artículo 20.18.º.n) de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, establece la exención en este impuesto de las operaciones de gestión y depósito de las instituciones de inversión colectiva.

j) El Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, modifica el Reglamento de la Ley 46/1984, precisando el régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria como consecuencia de la Ley 19/1992.

k) En virtud de la Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de medidas fiscales y de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo (artículo 1), y de la Ley 42/1994, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social (artículo 3 y disposición transitoria quinta), no resulta aplicable, a partir del día 1 de enero de 1995, la no sujeción establecida con carácter general para los incrementos de patrimonio derivados de transmisiones inferiores a 500.000 pesetas cuando dichas transmisiones correspondan, en todo o en parte, a acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva.

l) Finalmente, debe señalarse que la recientemente aprobada Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, ha derogado el título III de la Ley 46/1984 en lo referente al Impuesto sobre Sociedades (disposición derogatoria única, apartado 1.11). Esa derogación tiene reducida trascendencia, ya que se han incorporado a la normativa general del Impuesto sobre Sociedades las normas establecidas con anterioridad por la normativa específica.

No obstante, la Ley 43/1995 ha introducido dos

modificaciones importantes en lo referente al régimen fiscal aplicable a los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades que sean titulares de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva:

1) La primera de tales modificaciones se encuentra contenida en el artículo 73, de acuerdo con el cual «se integrará en la base imponible el importe de las rentas contabilizadas por el sujeto pasivo derivadas de las acciones y participaciones de las instituciones de inversión colectiva».

En consecuencia, en el caso de socios o partícipes de instituciones de inversión colectiva que sean sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, el principio de diferimiento de la tributación hasta el momento en que se produzca la transmisión de las acciones o participaciones no opera si tales rentas han sido reflejadas contablemente.

Con ello se hace efectivo, en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, el principio general de acercamiento de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades al resultado contable que preside la nueva normativa del impuesto.

2) La segunda modificación importante que introduce la Ley 43/1995 es la referida a los socios o partícipes de instituciones de inversión colectiva constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales, recogida en el artículo 74 de la Ley.

De acuerdo con dicho precepto, los sujetos pasivos por obligación personal de contribuir, o por obligación real mediante establecimiento permanente en España, deberán integrar en la base imponible de cada ejercicio el incremento de valor experimentado durante el ejercicio por sus acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva constituidas en paraísos fiscales, con la presunción además de que dicho incremento de valor es el 15 por 100 del valor de adquisición, salvo prueba en contra.

Consecuentemente con dicho tratamiento, la cantidad integrada en la base imponible se considerará mayor valor de adquisición y, además, los beneficios distribuidos por tales instituciones de inversión colectiva no se integrarán en la base imponible y minorarán el valor de adquisición de la participación.

3.<sup>a</sup> El régimen fiscal aplicable a las instituciones de inversión colectiva, de acuerdo con su normativa específica, debe conceptuarse como beneficioso o privilegiado. Además, tal carácter beneficioso alcanza tanto a las propias instituciones, que gozan de una tributación reducida en el impuesto sobre sociedades y una imposición indirecta asimismo atenuada, como a los partícipes de las mismas, que no sólo serán beneficiarios últimos del régimen fiscal del que gozan las sociedades y fondos de inversión, sino que, además, recibirán un tratamiento en su



imposición personal más favorable del que se produciría en ausencia de la normativa específica.

4.<sup>a</sup> La aplicación de este régimen fiscal privilegiado o, simplemente, beneficioso tiene carácter finalista, ya que a través del mismo se trata de favorecer la realización de inversiones a través de las instituciones de inversión colectiva previstas en la normativa de referencia.

En concreto, el artículo 1 de la Ley 46/1984, al delimitar el ámbito de aplicación de la propia Ley, considera instituciones de inversión colectiva «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».

Por lo tanto, la actuación de las instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley se considera susceptible de protección por cuanto implica una gestión profesionalizada de los fondos aportados por los socios o partícipes y, además, tal actuación se encuentra sometida al control y registro por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según se deduce, entre otros, de los artículos 5, 8, 17, 18, 27, 31 y 32 de la Ley 46/1984 y de la disposición final del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

En consecuencia, aunque limitaremos nuestra exposición a los aspectos exclusivamente fiscales contenidos en la regulación normativa, debe tenerse muy presente que la aplicación de dicho régimen fiscal específico se basa en el cumplimiento, por parte de las instituciones de inversión colectiva, de todos los requisitos y requerimientos de diversa índole establecidos por la normativa. Sólo en la medida en que se cumplan los mismos, la inversión en las instituciones de inversión resultará acreedora del régimen fiscal específico.

5.<sup>a</sup> Como quinta consideración previa, resulta imprescindible efectuar una referencia a los trabajos armonizadores llevados a cabo en la Unión Europea. En este ámbito han sido aprobadas las directivas 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y 88/220/CEE del Consejo, de 22 de marzo, por la que se modifica la anterior.

Tales disposiciones responden a la finalidad de «coordinación de las legislaciones nacionales que regulan los organismos de inversión colectiva (...) para aproximar en el plano comunitario las condiciones de competencia entre estos organismos y conseguir una protección más eficaz y uniforme de los partícipes», considerando además que «tal coordinación parece conveniente para facilitar a los orga-

nismos de inversión colectiva situados en un Estado miembro la comercialización de sus participaciones en el territorio de los demás Estados miembros».

Por lo tanto, la normativa comunitaria reseñada responde a la finalidad de facilitar la libre comercialización en el espacio comunitario de las participaciones de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios que, reuniendo los requisitos establecidos en las directivas, hayan sido autorizados por algún estado comunitario.

No obstante, los trabajos de armonización en el ámbito comunitario no alcanzan, en ningún caso, a la regulación fiscal de los organismos de inversión, por lo que los estados nacionales son absolutamente autónomos en la configuración del régimen fiscal aplicable a los mismos.

En conexión con lo anterior, debe señalarse que la normativa actualmente aplicable a las instituciones de inversión colectiva no regula, de forma expresa, cuál es el régimen aplicable a los resultados obtenidos por los partícipes o accionistas, residentes en España, de instituciones de inversión colectiva extranjeras. No obstante, parece lógico entender que la aplicación a los partícipes o accionistas del régimen fiscal especial debe quedar condicionada al cumplimiento por parte de las instituciones extranjeras del conjunto de requisitos establecidos por la normativa reguladora de las instituciones de inversión colectiva en términos similares a los que se exigen a las instituciones constituidas en España.

Este parece ser el criterio que se deduce, por ejemplo, de las contestaciones de la Dirección General de Tributos de fecha 7 de noviembre de 1995.

6.<sup>a</sup> Finalmente, debe señalarse que la Ley 46/1984, con las modificaciones introducidas en la misma con posterioridad, contempla diversos tipos de instituciones de inversión colectiva, atribuyendo a cada uno de ellos algunas peculiaridades. Por ello, nos ocuparemos por separado de cada uno de los referidos tipos, distinguiendo fundamentalmente entre el régimen tributario correspondiente a las instituciones de inversión colectiva mobiliarias y el correspondiente a las de naturaleza inmobiliaria.

Una vez efectuadas las anteriores consideraciones previas, que han tratado de enmarcar adecuadamente el régimen fiscal aplicable en España a las instituciones de inversión colectiva, vamos a entrar en el análisis separado de cada una de las instituciones contempladas en la Ley 46/1984.

## **II. RÉGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE CARÁCTER FINANCIERO**

El artículo 2 de la Ley 46/1984 contempla distintos tipos de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero. De esta forma, se refiere a:

- Sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo.
- Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable.
- Fondos de inversión mobiliaria.
- Fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- Los demás cuyo objeto principal sea la inversión o gestión de activos financieros.

La anterior tipología responde a su naturaleza jurídica o financiera y a la estructura de sus inversiones. En cambio, su régimen fiscal es coincidente en todos los casos. Por ello, a efectos fiscales, distinguiremos exclusivamente según se trate de sociedades de inversión colectiva de naturaleza financiera o de fondos de inversión colectiva de naturaleza financiera. La diferencia entre ambas instituciones se encuentra, evidentemente, en la existencia o no de personalidad jurídica.

## 1. Sociedades de inversión mobiliaria

En el análisis del régimen fiscal correspondiente a las sociedades de inversión mobiliaria debemos ocuparnos, asimismo de forma separada, del régimen fiscal correspondiente a la propia sociedad y del que corresponde a los socios. Además, debe aclararse que el régimen fiscal que se describe a continuación resulta aplicable tanto a las sociedades de inversión de capital variable como a las de capital fijo que se contemplan en la normativa.

### A) *Tratamiento fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria*

Debe señalarse, en primer lugar, que la aplicación del régimen fiscal específico se encuentra condicionada, de acuerdo con el artículo 34 de la Ley 46/1984, a la admisión a negociación en bolsa de valores de las acciones representativas del capital de tales sociedades.

Además, el artículo 75 del Reglamento, según la redacción dada al mismo por el Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, establece que dicho régimen especial será «provisionalmente aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria de nueva creación y estará condicionado a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los valores representativos de su capital sean admitidos a negociación en bolsa de valores. 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 devengo de intereses de demora».

Debe aclararse en este sentido que, de acuerdo con el criterio de la Dirección General de Tributos (contestaciones de 30 de noviembre de 1993 y de 7 de noviembre de 1995 a consultas planteadas por contribuyentes), dado que la disposición adicional primera de la Ley 24/1988 dispone que tendrán la consideración de bolsas de valores las de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, «la admisión a negociación en bolsa de valores española de los valores representativos del capital social es requisito imprescindible para la aplicación del régimen fiscal especial establecido para las sociedades de inversión mobiliaria».

Una vez señalado lo anterior, pasamos a detallar el régimen fiscal específico de las sociedades de inversión mobiliaria, enumerando sus rasgos delimitadores y distinguiendo en función de los diferentes impuestos aplicables.

### a) Impuesto sobre sociedades

El régimen fiscal específico de las sociedades de inversión mobiliaria conlleva cuatro peculiaridades fundamentales en el ámbito del impuesto sobre sociedades:

a) El tipo de gravamen aplicable es el 1 por 100. Dicho tipo contrasta, de forma importante, con el general del impuesto sobre sociedades del 35 por 100 e, incluso, con el tipo efectivo del referido impuesto, es decir, una vez descontadas las deducciones, que ronda, en los últimos ejercicios, el 28 por 100 y da idea del carácter privilegiado de la tributación societaria de estas entidades.

En cambio, la base imponible del impuesto sobre sociedades se calculará de acuerdo con las reglas generales del impuesto.

b) En correspondencia con lo anterior, las sociedades de inversión mobiliaria no tienen derecho a deducción alguna en la cuota, lo cual es lógico no sólo porque, en caso contrario, probablemente alcanzarían una tributación negativa, sino porque las deducciones establecidas en la cuota del impuesto sobre sociedades tratan, de modo general, de suavizar la tributación como consecuencia de la realización por los sujetos pasivos de determinadas actuaciones que se consideran merecedoras de tal atenuación.

En el caso de las sociedades de inversión mobiliaria, la atenuación de la imposición se produce, de modo suficiente, en la aplicación del tipo de gravamen reducido.

c) Los rendimientos obtenidos por las sociedades de inversión mobiliaria están sujetos a retención de acuerdo con la normativa general de los impuestos personales. No obstante, cuando el importe de las retenciones practicadas supere la cuota correspondiente, de acuerdo con la aplicación del tipo de

gravamen específico del 1 por 100, la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.

d) Finalmente, los dividendos que distribuyan estas sociedades estarán sometidos a retención, salvo que sean recibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, en cuyo caso se aplicará la exención establecida para los rendimientos de capital mobiliario e incrementos de patrimonio obtenidos por residentes comunitarios que contempla la normativa de los dos impuestos personales. En la actualidad se encuentra establecida por el artículo 46.1.a) de la Ley 43/1995 para los sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades y por el artículo 17.a) de la Ley 18/1991, según la redacción dada a dicho precepto por la propia Ley 43/1995, si los titulares de las acciones son personas físicas.

#### b) Imposición indirecta

Por lo que se refiere a la imposición indirecta, se establece que las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión de sociedades de inversión mobiliaria, cuyo capital esté representado por valores admitidos a negociación en bolsa de valores, se encuentran exentas de la modalidad de «operaciones societarias» del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

La exención no alcanza, en cambio, a las operaciones de disminución de capital o de disolución de sociedades de inversión mobiliaria, lo cual es lógico, ya que si lo que se pretende es favorecer la actividad de las sociedades de inversión mobiliaria, no tendría sentido declarar exentas las operaciones tendentes a todo lo contrario, es decir, a terminar con la vida de dichas sociedades.

#### B) *Tributación de los socios en su imposición personal*

Finalmente, debemos referirnos al régimen tributario aplicable a los socios de las sociedades de inversión mobiliaria en su imposición personal, es decir, en el impuesto sobre sociedades o en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, según se trate de personas jurídicas o de personas físicas.

Debe señalarse, en primer lugar, que los socios serán los beneficiarios últimos del régimen fiscal privilegiado de las sociedades, ya que la existencia de una tributación reducida para las mismas implicará que puedan repartir mayores beneficios a los socios y que sea mayor el aumento del valor liquidativo de las acciones.

Éstos, por otra parte, al tratarse de sociedades de inversión mobiliaria, pueden obtener dos tipos de rentas de su participación en las sociedades:

a) Si la sociedad opta por repartir los beneficios

obtenidos, el socio obtendrá rentas en concepto de dividendos, con las siguientes implicaciones fiscales:

— Se consideran rendimientos del capital mobiliario de acuerdo con la caracterización general de estos rendimientos en los impuestos personales.

— Están sometidos a retención a cuenta.

— No darían derecho al perceptor, sea persona física o jurídica, a practicar deducción por doble imposición de los dividendos. Esta exclusión resulta absolutamente lógica teniendo en cuenta que dicha deducción trata de evitar la doble imposición que recae sobre los dividendos, derivada de que los mismos son objeto de gravamen en la sociedad cuando obtiene los rendimientos y en el socio cuando tales rendimientos son objeto de distribución. Como la tributación de las sociedades de inversión mobiliaria en el impuesto sobre sociedades es muy reducida, no se produce, en el caso de la aplicación del régimen fiscal específico, tal doble imposición.

Si se tratara de sociedades de inversión mobiliaria no acogidas al régimen fiscal especial, los perceptores de los dividendos podrían aplicar las deducciones por dividendos específicamente contempladas en sus impuestos personales, el impuesto sobre la renta de las personas físicas o el impuesto sobre sociedades, según corresponda.

b) Si la sociedad de inversión mobiliaria no reparte los beneficios obtenidos, sino que los acumula a reservas, el socio obtendrá rentas sólo en el caso de que transmita las acciones, lo cual implica en el momento de la transmisión que:

— Se generan incrementos o disminuciones de patrimonio por la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición y el valor de transmisión o reembolso.

— Al caracterizarse como incrementos de patrimonio, no están tales rentas sujetas a retención a cuenta, como ocurre en el caso de los rendimientos de capital mobiliario.

— Por lo que se refiere al régimen tributario aplicable a los incrementos y disminuciones de patrimonio debe señalarse que ha sido objeto, recientemente, de modificación por el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

En virtud del mencionado Real Decreto-ley pueden plantearse las siguientes situaciones:

1) Acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva transmitidas hasta el 31 de diciembre de 1995.

Resulta aplicable el porcentaje de reducción del 7,14 por 100 por cada año que exceda de dos el período de permanencia de las participaciones en el patrimonio del inversor. Además, no resulta aplica-

ble a tales incrementos, a partir del 1 de enero de 1995, la no sujeción aplicable a las transmisiones de cuantía inferior a 500.000 pesetas.

2) Acciones y participaciones adquiridas con posterioridad a la entrada en vigor del Real Decreto-ley (9 de junio de 1996).

El cálculo del incremento de patrimonio es el resultado de restar del valor de enajenación el valor de adquisición de las participaciones multiplicado por un coeficiente de actualización en función de la fecha en que se produjo la adquisición, aplicándose los siguientes tipos de gravamen:

a) Los incrementos de patrimonio generados en un año o menos tributan de acuerdo con la escala general de gravamen.

b) Los incrementos de patrimonio generados entre uno y dos años tributan al mayor de los siguientes:

— El tipo medio de gravamen de acuerdo con la escala.

— El tipo medio de gravamen resultante de aplicar la escala al 50 por 100 del incremento irregular producido.

c) Los incrementos de patrimonio generados en más de dos años, tributan al tipo único del 20 por 100.

3) Acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva adquiridas antes de la entrada en vigor del Real Decreto-ley y transmitidas durante 1996.

Resulta aplicable el tipo del 14,28 por 100 por cada año que exceda de dos el período de permanencia de las participaciones en el patrimonio del inversor.

Los incrementos generados en más de un año tributan al mayor del tipo medio de la escala y el tipo medio resultante de aplicar la escala al 50 por 100 de la base liquidable irregular, con el límite máximo del 20 por 100.

4) Acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva adquiridas antes de la entrada en vigor del Real Decreto-ley (9 de junio de 1996) y tramitadas a partir del 1 de enero de 1997.

El cálculo del incremento es el resultado de aplicar, a la diferencia entre el valor de enajenación y el valor de adquisición multiplicado por el coeficiente de actualización que corresponda, una reducción del 14,28 por 100 por cada año que exceda de dos el período comprendido entre la fecha de adquisición y el 31 de diciembre de 1996.

Al incremento de patrimonio calculado de acuerdo con lo señalado se le aplicará el tipo de gravamen que corresponda en los términos señalados en el supuesto 2 (acciones y participaciones adquiridas después de la entrada en vigor del Real Decreto-ley).

En este punto debemos efectuar una salvedad derivada de la regulación que, en relación con las instituciones de inversión colectiva, contiene la recientemente aprobada Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del impuesto sobre sociedades. Como señalamos con anterioridad, dicha norma introduce dos modificaciones que afectan a los socios de las sociedades de inversión mobiliaria que sean sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades:

1) En virtud de la primera de tales modificaciones, en el caso de los socios de sociedades de inversión mobiliaria que sean sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades, el principio de diferimiento de la tributación hasta el momento en que se produzca la transmisión de las acciones no opera si tales rentas han sido incorporadas a la contabilidad.

2) La segunda modificación importante que introduce la Ley 43/1995 es la referida a los socios o partícipes de instituciones de inversión colectiva constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales, recogida en el artículo 74 de la Ley.

De acuerdo con dicho precepto, tampoco se producirá el diferimiento de la tributación hasta que se produzca la transmisión de las acciones en este caso, ya que los sujetos pasivos por obligación personal de contribuir o por obligación real mediante establecimiento permanente en España deberán integrar en la base imponible de cada ejercicio el incremento de valor experimentado durante el ejercicio, con la presunción, además, de que dicho incremento de valor es el 15 por 100 del valor de adquisición, salvo prueba en contra.

Finalmente, parece oportuno efectuar una referencia al impuesto sobre el patrimonio en el caso de socios de sociedades de inversión mobiliaria que sean personas físicas. En este sentido, los artículos 15 y 16 de la Ley 19/1991, de 6 de junio, del impuesto sobre el patrimonio, establecen el siguiente régimen tributario:

1) «Las acciones y participaciones en el capital social o fondos propios de entidades jurídicas, sociedades y fondos de inversión, negociadas en mercados organizados, se computarán según su valor de negociación media del cuarto trimestre de cada año», estableciéndose además su publicación obligatoria por el Ministerio de Economía y Hacienda.

2) En cambio, las acciones o participaciones en el capital de sociedades y fondos de inversión, que no se negocien en mercados organizados, «se computarán por el valor liquidativo de dichas participaciones en la fecha de devengo del impuesto, valorando los activos incluidos en el balance de acuerdo con las normas que se recogen en su legislación específica y siendo deducibles las obligaciones para con terceros».

## 2. Fondos de inversión mobiliaria

Una vez analizado el régimen fiscal específico de las sociedades de inversión mobiliaria, debemos pasar al examen del correspondiente a los fondos de inversión mobiliaria, distinguiendo asimismo entre el régimen correspondiente al propio fondo y el correspondiente a los partícipes.

Debe aclararse, con carácter previo, que el régimen fiscal que se describe a continuación resulta aplicable tanto a los fondos de inversión mobiliaria como a los fondos de inversión en activos del mercado monetario.

### A) *Tratamiento fiscal de los fondos de inversión mobiliaria*

La diferencia fundamental entre las sociedades y los fondos estriba, por supuesto, en la existencia de personalidad jurídica en el primer caso y la ausencia de personalidad jurídica en el caso de los fondos de inversión mobiliaria.

No obstante, la ausencia de personalidad jurídica propia en el caso de los fondos de inversión mobiliaria no ha impedido dotarles de un régimen fiscal idéntico al que hemos descrito para las sociedades. Pese a tal identidad, vamos a pasar revista, de forma sucinta, al régimen tributario específico de los fondos de inversión mobiliaria.

#### a) Impuesto sobre sociedades

La normativa del impuesto sobre sociedades establece, en primer lugar [artículo 7.1.b) de la Ley 43/1995], la consideración como sujetos pasivos del impuesto de «los fondos de inversión regulados en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva». Tal caracterización expresa tiene importancia porque, en ausencia de la misma, los fondos de inversión, al carecer de personalidad jurídica, no serían sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades.

Una vez establecida la sujeción al impuesto sobre sociedades, el artículo 26.6.b) de la propia Ley 43/1995 prevé la aplicación del tipo de gravamen del 1 por 100. El resto de las notas caracterizadoras de su tributación en el impuesto sobre sociedades coinciden con las de las sociedades de inversión mobiliaria. De esta forma:

— No tienen derecho a deducción alguna en la cuota.

— Cuando el importe de las retenciones que les hubieran sido practicadas supere la cuota del impuesto, la Administración devolverá de oficio el exceso, y finalmente,

— Los resultados que distribuya a los partícipes

estarán sometidos a retención a cuenta, salvo que sean percibidos por residentes en estados de la Unión Europea distintos de España.

#### b) Imposición indirecta

Del mismo modo que en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria, las operaciones de constitución están exentas en la modalidad de «operaciones societarias» del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

Asimismo, debe señalarse que la aplicación del régimen fiscal privilegiado alcanza también a las sociedades gestoras de los fondos de inversión mobiliaria, dado que la normativa establece, expresamente, que la gestión de los fondos de inversión mobiliaria estará exenta del impuesto sobre el valor añadido.

Lógicamente, tal previsión responde al hecho de que el coste de dicho impuesto repercutiría finalmente sobre los partícipes de los fondos, por lo que la exención establecida para las gestoras beneficia, en última instancia, a los partícipes.

### B) *Tributación de los partícipes de los fondos de inversión mobiliaria*

Igual que en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria, los partícipes de los fondos pueden obtener dos tipos de rendimientos:

a) Las rentas derivadas del reparto de resultados, que se considerarán rendimientos de capital mobiliario, sometidos a la correspondiente retención, salvo que sean obtenidos por residentes en estados de la Unión Europea distintos de España. Tales rendimientos no darán derecho al perceptor a practicar deducción alguna por doble imposición.

b) En el caso de reembolso o transmisión de las participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso o transmisión y el de adquisición tendrá para el partícipe la consideración de incremento o disminución de patrimonio, lo que implica ser acreedores del mejor trato fiscal que tienen los incrementos de patrimonio en relación con los rendimientos del capital mobiliario.

En este punto parece oportuno efectuar algunas referencias a los criterios sustentados por la Dirección General de Tributos en relación con el tratamiento aplicable a los incrementos o disminuciones de patrimonio derivados de la enajenación de participaciones de fondos de inversión:

1) De acuerdo con la contestación de la Dirección General de Tributos de fecha 7 de julio de 1991, los gastos inherentes a la adquisición de participaciones de fondos de inversión, tales como la comisión de suscripción, deben formar parte del valor de

adquisición. Igualmente, los gastos inherentes a la transmisión, tales como la comisión de reembolso, deben formar parte del valor de transmisión a efectos del cálculo de los incrementos o disminuciones de patrimonio.

2) La transmisión o reembolso de participaciones representativas del patrimonio de un fondo de inversión genera un incremento o disminución de patrimonio, con independencia de que las cantidades dispuestas se reinviertan en otro fondo de inversión (contestaciones de la Dirección General de Tributos de 9 de abril de 1992, 4 de junio y 15 de noviembre de 1993, 1 de diciembre de 1994 y 28 de agosto de 1995).

3) En relación con los denominados «fondos paraguas», la contestación de la Dirección General de Tributos de 20 de junio de 1995 ha señalado que «los partícipes de cada subfondo para sustituir sus participaciones (...) por las de otro (subfondo)» deben liquidar o transmitir su participación en el inicial y adquirir el siguiente, «con la consecuencia fiscal de que se produciría una alteración patrimonial».

Deben reiterarse las consideraciones ya efectuadas en relación con las modificaciones introducidas por la Ley 43/1995 en el caso de partícipes de los fondos de inversión mobiliaria que sean sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades.

En concreto, la norma contenida en el artículo 73 de la nueva Ley del impuesto sobre sociedades tiene una enorme importancia práctica en relación con las participaciones de fondos de inversión en activos del mercado monetario.

En efecto, la resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 27 de julio de 1992 estableció que la diferencia entre el valor liquidativo de las participaciones de los fondos de inversión en activos del mercado monetario en la fecha de enajenación o cierre del ejercicio y el valor contable de las mismas se contabiliza como ingreso financiero o como pérdida, aumentando o disminuyendo, respectivamente, el valor contable.

A partir de la anterior resolución del ICAC, una reiterada doctrina administrativa constituida, entre otras, por las contestaciones de la Dirección General de Tributos de fechas 22 de febrero, 6 de julio y 30 de diciembre de 1993, 21 de enero y 7 de julio de 1994 y 29 de diciembre de 1995 había entendido que ante la discrepancia existente entre las normas contables y las fiscales prevalecen estas últimas, por lo que si las entidades contabilizaban de acuerdo con los criterios establecidos por la repetida resolución, deberían efectuar los ajustes extracontables necesarios para el cálculo de la base imponible del impuesto sobre sociedades.

La anterior doctrina administrativa debe entenderse que ha perdido vigencia tras la aprobación del artículo 73 de la Ley 43/1995, por lo que si las rentas son objeto de contabilización deberán incorpo-

rarse, asimismo, a la base imponible del impuesto sobre sociedades de los partícipes.

A las normas aplicables en el ámbito del impuesto sobre el patrimonio de las personas físicas nos hemos referido con anterioridad, ya que son coincidentes con las establecidas para las sociedades de inversión mobiliaria.

### **3. Breve referencia a los denominados «fondos garantizados»**

Dada la difusión que han tenido recientemente, parece conveniente, en este punto, efectuar una referencia sucinta a los denominados «fondos garantizados» para señalar, en primer lugar, que los mismos no constituyen, en modo alguno, un tipo o categoría independiente de instituciones de inversión colectiva. En efecto, tales modalidades no tienen el menor reflejo en la normativa española reguladora de las instituciones de inversión colectiva y tampoco en las directivas comunitarias. De hecho, las diferentes modalidades de instituciones de inversión colectiva mobiliarias que han atendido a dicha denominación responden más a una fórmula de comercialización de las instituciones que a la propia sustantividad de las mismas.

Además, la denominación tampoco resulta muy adecuada y precisa, ya que, por una parte, lo que se trata de garantizar no es el propio fondo, sino la rentabilidad obtenida por los partícipes y, por otra, en algunos casos ni siquiera se trata de «fondos de inversión».

Esta falta de caracterización normativa impide hablar, con carácter general, de un régimen tributario aplicable a los «fondos con rentabilidad garantizada», sino que cada concreto supuesto debe analizarse separadamente para determinar el régimen fiscal que le resulta aplicable en relación con las normas reguladoras de las instituciones de inversión colectiva.

Existe un pronunciamiento o, más propiamente, diversos pronunciamientos de la Dirección General de Tributos, de fecha 7 de noviembre de 1995, que abordan el tratamiento fiscal de dos concretos supuestos de fondos garantizados. Tales supuestos son los siguientes:

1) En el caso de un fondo de inversión español con una garantía personal externa de la entidad depositaria que cubre un rendimiento mínimo para cada uno de los partícipes en una fecha predeterminada, de tal forma que si el propio fondo no alcanza, en la fecha prefijada, el valor liquidativo garantizado, la entidad gestora abonará al partícipe la diferencia, la Dirección General de Tributos ha entendido que, si los rendimientos obtenidos por el partícipe derivan del propio fondo, tales rendimientos gozarán del régimen fiscal específico correspondiente a las instituciones de inversión colectiva.

En cambio, si opera la garantía, la misma debe caracterizarse en su totalidad como rendimiento de capital mobiliario de carácter regular sujeto a la correspondiente retención a cuenta.

2) En el caso de «fondos de rentabilidad garantizada», instrumentados a través de una sociedad de inversión mobiliaria de capital variable extranjera, que garantizase el resultado al socio o partícipe a través de una operación de *swap* o intercambio financiero, la Dirección General de Tributos ha entendido que no resultaría aplicable el régimen fiscal específico de las instituciones de inversión colectiva y que el total resultado obtenido por el partícipe debe conceptuarse como rendimiento del capital mobiliario de carácter irregular generado en el período de tiempo transcurrido entre la suscripción y el reembolso de la participación.

### III. RÉGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE NATURALEZA INMOBILIARIA

Antes de entrar en el análisis del régimen fiscal aplicable a las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria, debemos resaltar la práctica identidad existente entre el régimen fiscal aplicable a las instituciones de inversión colectiva mobiliarias e inmobiliarias.

Por ello, cabe considerar que la reducida difusión que han tenido las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias en relación, especialmente, con el enorme desarrollo de las de naturaleza mobiliaria no deriva de la regulación fiscal, que como hemos señalado es muy similar, sino de las especiales características de las instituciones de naturaleza inmobiliaria que implican, al referirse a bienes inmuebles, una menor liquidez de las participaciones y unas mayores exigencias operativas para las propias instituciones.

#### 1. Sociedades de inversión inmobiliaria

La normativa reguladora de las sociedades de inversión inmobiliaria establece un régimen fiscal distinto para las mismas en función de su objeto social, distinguiendo, de esta forma, tres categorías:

a) Las sociedades que tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento.

b) En segundo lugar, las sociedades que tengan por objeto social exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento siempre que las viviendas representen, al menos, el 50 por 100 de su activo.

c) Finalmente, aquellas sociedades que tengan un objeto social distinto de los anteriores para las

que la propia normativa establece que tributarán de acuerdo con el régimen general de tributación previsto en la normativa fiscal vigente, por lo que expresamente se las excluye de la aplicación del régimen fiscal específico.

Esta caracterización del régimen fiscal en función del objeto social de estas entidades ya nos introduce una primera conclusión. La aplicación de un régimen fiscal privilegiado a estas entidades viene motivado por el hecho de que, a través de las mismas, se favorece el arrendamiento de inmuebles y resulta especialmente incentivado el arrendamiento de viviendas. Sólo en la medida en que las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria colaboren a esta finalidad serán acreedoras del régimen fiscal privilegiado. Por lo tanto, el establecimiento de un régimen fiscal privilegiado o beneficioso para las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias enlaza con el derecho a la vivienda reconocido por el artículo 47 de la Constitución y, en concreto, con el favorecimiento del alquiler de viviendas.

Dicha finalidad se refuerza en la propia normativa al exigirse, para la aplicación del régimen fiscal especial, que los bienes inmuebles que integren el activo de las sociedades de inversión inmobiliaria no se enajenen en el plazo de cuatro años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La exigencia del anterior requisito no sólo refuerza la finalidad de incentivar el arrendamiento de inmuebles en detrimento de otras posibles utilidades de los mismos, sino que, además, trata de disuadir la creación de sociedades con finalidades puramente especulativas, amparándose y aprovechándose al mismo tiempo de la tributación atenuada establecida por la normativa.

Además, aunque no se establece expresamente en la normativa, la finalidad de favorecer el arrendamiento de viviendas que subyace en la misma obliga a tomar como referencia normativa obligada la Ley de arrendamientos urbanos, excluyendo utilidades de los inmuebles distintas de la planteada en dicha norma. Así lo ha entendido la Dirección General de Tributos, que, en su contestación de 19 de mayo de 1995, ha considerado necesario, para la aplicación del régimen fiscal específico, que los inmuebles se destinen, «de forma independiente, a cubrir las necesidades permanentes de vivienda de los arrendatarios» y que los arrendamientos se concierten «en los términos establecidos por la Ley de arrendamientos urbanos».

Finalmente, debe aclararse que el régimen fiscal específico de las sociedades de inversión inmobiliaria no se condiciona, como en el caso de las de naturaleza mobiliaria, a la admisión a negociación en bolsa de valores de las acciones representativas del capital de tales sociedades.

Una vez señalado lo anterior, pasamos a detallar el régimen fiscal específico de las sociedades de inversión inmobiliaria enumerando sus rasgos delimitadores y distinguiendo en función de los diferentes impuestos aplicables.

A) *Tratamiento fiscal de las sociedades de inversión inmobiliaria*

a) *Impuesto sobre sociedades*

El régimen fiscal específico de las sociedades de inversión inmobiliaria conlleva cuatro peculiaridades fundamentales en el ámbito del impuesto sobre sociedades.

a) El tipo de gravamen aplicable es el 1 por 100 en el caso de sociedades cuyo objeto social exclusivo consista en el arrendamiento de viviendas y el 7 por 100 si responden a la segunda categoría, es decir, si su objeto social exclusivo consiste en la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y, además, las viviendas representan, al menos, el 50 por 100 del total activo.

Los anteriores tipos de gravamen contrastan, de forma importante, con el general del impuesto sobre sociedades del 35 por 100 e, incluso, con el tipo efectivo del referido impuesto que ronda, en los últimos ejercicios, el 28 por 100.

En cambio, la base imponible del impuesto sobre sociedades se calcula de acuerdo con las reglas generales del impuesto.

b) En correspondencia con lo anterior, las sociedades de inversión inmobiliaria no tienen derecho a deducción alguna en la cuota, dado que en el caso de las sociedades de inversión inmobiliaria la atenuación de la imposición se produce, de modo suficiente, en la aplicación del tipo de gravamen reducido.

c) Los rendimientos obtenidos por las sociedades de inversión inmobiliaria están sujetos a retención de acuerdo con la normativa general de los impuestos. No obstante, cuando el importe de las retenciones practicadas supere la cuota correspondiente de acuerdo con la aplicación de los tipos de gravamen específicos, del 1 ó del 7 por 100 según proceda, la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.

d) Finalmente, los dividendos que distribuyan estas sociedades estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, en cuyo caso se aplicará la exención establecida para los rendimientos de capital mobiliario e incrementos de patrimonio obtenidos por residentes comunitarios que contempla la normativa de los dos impuestos personales.

b) *Imposición indirecta*

Por lo que se refiere a la imposición indirecta, se establecen dos peculiaridades:

a) Las adquisiciones de viviendas destinadas al arrendamiento por las sociedades de inversión inmobiliaria gozan de una bonificación del 95 por 100 en la modalidad de «transmisiones patrimoniales onerosas» del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

b) Además, las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión de sociedades de inversión inmobiliaria se encuentran exentas de la modalidad de «operaciones societarias» del propio impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

La exención no alcanza, en cambio, a las operaciones de disminución de capital o de disolución de sociedades de inversión inmobiliaria.

B) *Tributación de los socios en su imposición personal*

Finalmente, debemos referirnos al régimen tributario aplicable a los socios de las sociedades de inversión inmobiliaria en su imposición personal, es decir, en el impuesto sobre sociedades o en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, según sean personas jurídicas o personas físicas. Al tratarse de sociedades de inversión inmobiliaria, pueden obtener dos tipos de rentas de su participación en las sociedades:

a) Si la sociedad opta por repartir los beneficios obtenidos, el socio obtendrá rentas en concepto de dividendos, con las siguientes implicaciones fiscales: se consideran rendimientos del capital mobiliario, están sometidas a retención a cuenta y no darían derecho al perceptor, sea persona física o jurídica, a practicar deducción por doble imposición de los dividendos.

b) Si la sociedad de inversión inmobiliaria no reparte los beneficios obtenidos, sino que los acumula a reservas, el socio obtendrá rentas sólo en el caso de que transmita las acciones, lo cual implica en el momento de la transmisión que:

— Se generan incrementos o disminuciones de patrimonio por la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición y el valor de transmisión o reembolso.

— Al caracterizarse como incrementos de patrimonio no están tales rentas sujetas a retención a cuenta, como ocurre en el caso de los rendimientos de capital mobiliario.

En este punto debemos reiterar la salvedad derivada de la regulación que, en relación con las instituciones de inversión colectiva, contiene la reciente-



mente aprobada Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del impuesto sobre sociedades, a la que ya hemos hecho mención.

El régimen tributario aplicable en el ámbito del impuesto sobre el patrimonio varía en función de que las acciones estén o no admitidas a negociación en mercados organizados en términos idénticos a los señalados para las sociedades y los fondos de inversión mobiliaria.

## 2. Fondos de inversión inmobiliaria

Una vez analizado el régimen fiscal específico de las sociedades de inversión inmobiliaria, debemos pasar al examen del correspondiente a los fondos de inversión inmobiliaria.

La normativa reguladora distingue tres categorías, idénticas a las señaladas para las sociedades, en función del objeto social. Así, se distingue entre aquellos que:

a) Tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento.

b) Tengan por objeto social exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y, además, las viviendas representen, al menos, el 50 por 100 del total de su activo.

c) Tengan un objeto social distinto a los dos anteriores, a los que no resulta aplicable el régimen fiscal específico.

### A) *Tratamiento fiscal de los fondos de inversión inmobiliaria*

#### a) Impuesto sobre sociedades

La tributación en el impuesto sobre sociedades difiere en los tres supuestos anteriores.

En los dos primeros casos, los fondos de inversión inmobiliaria tributan en el impuesto sobre sociedades a los tipos reducidos del 1 y del 7 por 100, respectivamente. Por lo tanto, en tales supuestos, pese a no tener personalidad jurídica, la normativa específica de las instituciones de inversión colectiva les convierte en sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades, haciéndoles tributar de forma atenuada en dicho impuesto.

En cambio, cuando el objeto social no coincida con los dos señalados, tributan, según establece la Ley 46/1984, conforme al régimen general previsto en la legislación fiscal vigente. Esta previsión implica que, al no tener personalidad jurídica, no tribute el fondo por el impuesto sobre sociedades, sino que lo haga cada uno de los partícipes en régimen de atribución.

Una vez establecida la tributación específica por

el impuesto sobre sociedades, el resto de las notas caracterizadoras de su sujeción a dicho impuesto coinciden con las de las sociedades de inversión inmobiliaria. De esta forma:

— No tienen derecho a deducción alguna en cuota.

— Cuando el importe de las retenciones que les hubieran sido practicadas supere la cuota del impuesto, la Administración devolverá de oficio el exceso, y finalmente,

— Los resultados que distribuya a los partícipes estarán sometidos a retención a cuenta, salvo que sean percibidos por residentes en estados de la Unión Europea distintos de España.

#### b) Imposición indirecta

Del mismo modo que en el caso de las sociedades de inversión inmobiliaria, la adquisición de viviendas destinadas a arrendamiento por los fondos goza de una bonificación del 95 por 100 en el concepto de «transmisiones patrimoniales onerosas» y las operaciones de constitución están exentas en la modalidad de «operaciones societarias» del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

Finalmente, debe señalarse que la aplicación del régimen fiscal privilegiado alcanza también a las sociedades gestoras de los fondos de inversión inmobiliaria, dado que la normativa establece, expresamente, que la gestión de los fondos de inversión inmobiliaria estará exenta del impuesto sobre el valor añadido.

### B) *Tributación de los partícipes*

Igual que en el caso de las sociedades de inversión inmobiliaria, los partícipes de los fondos pueden obtener dos tipos de rendimientos:

a) Las rentas derivadas del reparto de resultados, que se considerarán rendimientos de capital mobiliario sometidos a la correspondiente retención, salvo que sean obtenidos por residentes en estados de la Unión Europea distintos de España. Tales rendimientos no darán derecho al perceptor a practicar deducción alguna por doble imposición.

b) En el caso de reembolso o transmisión de las participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso o transmisión y el de adquisición tendrá para el partícipe la consideración de incremento o disminución de patrimonio, lo que implica ser acreedores del mejor trato fiscal que tienen los incrementos de patrimonio en relación con los rendimientos del capital mobiliario.

Deben reiterarse, finalmente, las consideraciones ya efectuadas en relación con las modificaciones in-

introducidas por la Ley 43/1995 en el caso de partícipes de los fondos de inversión inmobiliaria que sean sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades y con el régimen fiscal aplicable en el impuesto sobre el patrimonio.

#### **IV. ALGUNAS CONCLUSIONES**

— El régimen fiscal aplicable a las instituciones de inversión colectiva debe conceptuarse como beneficioso o privilegiado.

— Tal carácter beneficioso alcanza tanto a las propias instituciones de inversión colectiva como a los socios o partícipes de las mismas.

— La aplicación del régimen fiscal específico tiene carácter finalista y se basa en el cumplimiento por parte de las instituciones del conjunto de requisitos establecidos por la normativa.

— Los trabajos de armonización llevados a cabo en el ámbito de la Unión Europea tratan de favorecer la libre comercialización de las participaciones, pero en ningún caso afectan al régimen fiscal aplicable a las mismas.

— La normativa española sobre instituciones de

inversión colectiva no regula expresamente el régimen fiscal aplicable a los socios o partícipes de instituciones extranjeras que sean residentes en España. No obstante, cabe entender que la aplicación del régimen específico exigirá el cumplimiento por parte de las instituciones extranjeras de los mismos requisitos exigidos a las españolas.

— El régimen fiscal específico aplicable a las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria es muy similar al aplicable a las instituciones de inversión mobiliaria. Por ello, el escaso desarrollo que han experimentado aquéllas en relación con éstas se debe a las especiales características de las instituciones de naturaleza inmobiliaria que implican, al referirse a bienes inmuebles, una menor liquidez de las participaciones y unas mayores exigencias operativas para las propias instituciones.

— La aplicación del régimen fiscal privilegiado a las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria viene motivada por el hecho de que, a través de las mismas, se favorece el arrendamiento de inmuebles y resulta especialmente incentivado el arrendamiento de viviendas. Además, la finalidad de favorecer el arrendamiento de viviendas obliga a tomar como referencia normativa obligada la Ley de arrendamientos urbanos, excluyendo utilizaciones de los inmuebles distintas de la planteada en dicha norma.

# CONSIDERACIONES SOBRE EL PRESENTE Y EL FUTURO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Juan Ramón Fernández de Larrinoa Lubiano

## I. INTRODUCCIÓN

A nivel mundial, la importancia de los fondos de inversión suele estar relacionada con el grado de desarrollo económico alcanzado por los países, reflejado en la importancia de sus mercados de capitales, como representación de sus capacidades de ahorro y de inversión.

En España, los fondos de inversión que poseen ya cierta antigüedad, han pasado por distintas fases alcanzando en el momento actual un nivel a considerar como el de la madurez, pudiéndose dar paso si el futuro es abordado con cierta capacidad técnica y de recursos a la fase de pleno desarrollo y competir dentro de nuestro mercado con los productos provenientes del exterior: los instrumentos de gestión utilizados, los mercados sobre los que se invierte, la mixtura de elementos de inversión, crédito, seguro, etc., y en definitiva desde la respuesta de las gestoras y de sus redes de distribución en el asesoramiento e información ante los partícipes a fin de que alcancen con sus ahorros la globalidad de los mercados.

## II. FASES DE DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) que inician su andadura basándose en la Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre Sociedades de Inversión Mobiliaria y en la Orden Ministerial de 5 de junio de 1964, tienen al principio un desarrollo centrado fundamentalmente en instituciones de inversión en renta variable, conformando una fase desde 1966 a 1974 (fase inicial) en la que el número de fondos pasa de tres a veintitrés, con unos activos que evolucionan desde 417 a 34.232 millones de pesetas, respectivamente.

Su espectacular aumento por aquel entonces, quedó paralizado ante la crisis bursátil que surgió de la crisis del petróleo y que supuso la congelación del producto-fondo hasta prácticamente el año

1986, en el que a tenor de las modificaciones legislativas se realizó una transformación total del sector con novedades tan importantes como la creación de los fondos de dinero. La Ley 46/1984, de 26 de diciembre reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, fueron los fundamentos en los que se inició la que podría denominarse *fase de lanzamiento* que alcanza hasta 1988.

En esta fase, los sectores bancarios y de cajas de ahorros comenzaron a realizar productos-cuentas financieras ligados a fondos que posibilitaban la capitalización de ahorros a altas tasas con un componente fiscal muy satisfactorio. La posibilidad de acudir a través de estos instrumentos a la inversión en renta variable quedaba en el olvido, consolidándose los patrimonios en productos de renta fija, fundamentalmente a corto plazo y con una presencia alta del sector privado vía pagarés de empresa indicando esto la ya alta preferencia por la liquidez del inversor español. El crecimiento patrimonial que experimentaron los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) no hace sino corroborar esta última afirmación, si bien en su descargo habría que decir, que de forma casi permanente, la curva de tipos presentaba una pendiente que no satisfacía suficientemente el riesgo de inversión en el plazo. Por otra parte, habría que añadir que el inversor había acrecentado su aversión al riesgo ya de por sí alta al tener todavía presente la profundidad de la crisis bursátil de nuestro país (1974-1982) que fue reflejo tanto de la crisis económica sufrida, como del proceso de transformación política al pasarse desde un Estado dictatorial a un Estado de Derecho.

Sin embargo la sociedad presentaba en el terreno financiero nuevas sensibilidades que supondrían la base del éxito de la *fase* que denomino *de crecimiento masivo*.

El avance operado en la financiación neta otorgada por la familia al resto de los sectores económicos mediante la acumulación de activos financieros, era un hecho. Se apreciaba un incremento en cuanto a la presencia como inversor de los clientes

tanto en los mercados de activos monetarios como de los mercados de emisiones.

La sensibilidad creciente por los tipos de interés, junto a la fuerte preferencia por activos líquidos, y las exigencias de beneficios fiscales que pudiesen disminuir la carga fiscal, preocupación relativamente reciente de los españoles, llevaban a una mayor exigencia en el terreno de la rentabilidad y fiscalidad afectando claramente a la distribución de efectivo y de cartera que hasta aquel entonces había venido teniendo la familia española. Esta modificación en la estructura del patrimonio necesitaba una armonización. Esa necesidad de armonización que lleva a la necesidad de un cierto asesoramiento fue aprovechada por el Tesoro en julio de 1990 desarrollando un producto, «el fondtesoro» que dentro de los fondos era una especialización en valores del Tesoro conllevando —y ahí estuvieron las campañas de publicidad para acercar el producto al cliente—, seguridad, liquidez y rentabilidad.

El éxito del producto «fondtesoro», en coincidencia con las fuertes campañas de publicidad e información de los principales bancos, dio paso a lo que se vino en denominar «la guerra de los fondos». A partir de ahí, el crecimiento de éstos se contará por billones de pesetas, algo inaudito en nuestro país, incorporándose al sector no sólo las instituciones bancarias y de ahorro, sino el resto de intermediarios que fueron autorizados por la Ley del Mercado de Valores y que hasta entonces habían tenido una menor importancia en el desarrollo de estos productos.

Es relevante señalar, que esta *fase de crecimiento masivo*, que supone una gran captación de recursos desde la familia a la inversión en valores, se pudo realizar en las mejores condiciones por las siguientes razones:

- Existencia de un marco legal exigente en transparencia y responsabilidad.
- Las autoridades pertinentes buscan en todo momento la salvaguarda de la solvencia de las instituciones de inversión colectiva como garantía frente a los partícipes.
- Existencia de un cierto grado de experiencia en las gestoras, acompañado, asimismo, de un grado de desarrollo técnico (informático, contable, de auditores, etc.) en el sector financiero español muy importante.

No podemos olvidar que el fuerte desarrollo de los fondos es coincidente en el tiempo con un mercado financiero español que se internacionaliza y que fruto de los esfuerzos integradores en materia económica y social busca la convergencia con la Unión Europea y, por tanto, cada vez tiene más posibilidades de integrarse en el concepto de mercado global.

A todo esto contribuye, especialmente, el esfuerzo realizado por el legislador en la transformación de los mercados y el positivo desarrollo posterior de los mismos. La aparición de mecanismos más ágiles de contratación (desarrollo del mercado de anotaciones de deuda pública), junto a la aparición de intermediarios cada día más profesionalizados y el desarrollo de mercados de instrumentos aptos para la cobertura e inversión (productos derivados), aportan dosis muy altas de seguridad al tráfico mercantil suponiendo nuevas posibilidades que hasta entonces no habían estado al alcance de los gestores.

Creemos que el sector, en todas sus componentes, desde las legales a las operativas, daba respuesta firme al reto que suponía tener, a finales de 1993, el 12,5 por 100 de los activos financieros de las familias españolas, representado por 10,3 billo-

CUADRO NÚM. 1  
DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

	Núm. de fondos		Patrimonio (*)		Total
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	
<i>Fase de lanzamiento</i>					
1986 .....	92	19	295,0	105,9	400,9
1989 .....	171	41	540,5	329,2	869,7
<i>Fase de crecimiento masivo</i>					
1990 .....	206	62	542,7	619,7	1.162,5
1993 .....	441	130	5.557,8	4.736,7	10.294,5
<i>Fase de consolidación</i>					
1994 .....	528	138	5.287,3	5.962,3	11.249,6
1995 .....	592	151	5.195,8	6.990,0	12.185,8

(\*) Patrimonio en miles de millones de pesetas.  
Fuente: CNMV e INVERCO.

nes de pesetas a través de la confianza depositada por 2,5 millones de partícipes. Se puede afirmar que esta situación presuponía ya que los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y de activos en el mercado monetario (FIAMM) tenían posibilidades de absorción de la mayor parte del ahorro familiar, por su estabilidad, transparencia, liquidez y rentabilidad. Esto quedaba reflejado en el aumento espectacular que tuvo el coeficiente de los fondos de inversión sobre los pasivos bancarios que, durante 1993, pasó de ser el 12,3 al 18,3 por 100.

Este proceso se precipita en lo que se puede definir como la *fase de consolidación*, que comprende desde finales de 1993 hasta nuestros días y que se caracteriza por una primera fase hasta abril de 1994, en donde la euforia de las suscripciones es de tal naturaleza, que en los diez últimos meses entran 824.000 partícipes nuevos, suponiendo alcanzar a nivel patrimonial la cifra de 12,1 billones de pesetas. Situándose el incremento de patrimonio de forma fundamental en los FIM de renta fija, multiplicando casi por cuatro el crecimiento de los FIAMM; aspecto novedoso en relación a la tradicional idiosincrasia inversora del español medio.

La subida de tipos de interés en los mercados internacionales de renta fija en febrero de 1994, en una dimensión no esperada, sumió al sector en una crisis sin precedentes, ya que las experiencias anteriores de 1987 y 1992 no habían tenido ni tanta profundidad ni entonces había una población afectada tan amplia y tan poco preparada como la existente en esa fecha.

El desastre se cernió sobre un sector que, a diferencia del de otros países con más cultura de inversión, invertía fundamentalmente en renta fija. Los partícipes situados en fondos de renta fija eran 1,19 millones, estando afectados de lleno por una situación que suponía pérdidas importantes respecto de sus ahorros. Fundamentalmente, incidía sobre los partícipes que habían entrado en los últimos diez meses y, más aún, en los 217.000 que ya dentro de 1994 creyeron se podía repetir el excelente año de rentabilidades que había ofrecido la renta fija en 1993.

Tras el impacto, las gestoras, al igual que en otras partes del mundo, se ocuparon de informar y de formar a unas redes inexpertas y de transformar los plazos de sus inversiones ante la huida vertiginosa de un sinfín de afectados y de otros que, sin estar tan afectados, ya desconfiaban del producto. Por supuesto ya era tarde.

El esfuerzo de puesta al día fue loable, y aun cuando el número de partícipes y el patrimonio recogieron caídas muy importantes —659.000 partícipes menos desde marzo 1994 a julio 1995 y un recorte en esas fechas de 2,4 billones en el patrimonio—, la cautela en la inversión, el esfuerzo de tipificación de los productos, la mayor información y, por supuesto, eso de que la «letra con sangre en-

tra» trajeron un año 1995 de consolidación y recuperación tanto en patrimonio como en rentabilidades, a tenor del nuevo proceso de descenso de tipos de interés que ha hecho que muchos fondos hayan alcanzado fuertes ganancias de capital.

Tras ello cabría preguntarse, ya en 1996, si el sector tendrá la madurez suficiente para soportar un nuevo cambio de tendencia que afecte a los valores liquidativos, a tenor de los bajos niveles de tipos de interés alcanzados estos días y tras cierto alargamiento en los plazos de inversión operado en la cartera de algunos fondos de renta fija. En definitiva, si persiste o no la misma falta de conocimiento respecto a los conceptos de rentabilidad y riesgo.

### III. OPERANDO DESDE EL AHORRO A LA INVERSIÓN

Antes de responder a la pregunta de si el sector ha alcanzado la madurez y está en disposición de soportar nuevas convulsiones y, por tanto, es capaz de abordar el futuro sin sobresaltos, cabe insistir sobre algunos aspectos que definen el último desarrollo de los fondos de inversión.

#### 1. La crisis de 1994-1995

Esta época es la culminación de un proceso caracterizado dentro de la familia española por una transformación de la estructura de sus activos financieros, desde los depósitos bancarios y los valores mobiliarios más tradicionales a los fondos de inversión. De tal manera que éstos que suponían el 0,9 por 100 del activo financiero en 1986 pasan a ser el 12,5 por 100 en 1993. Este tránsito, desde el ahorro a la inversión, supone, al hacerse sin la conveniente capacidad para entender el riesgo, un enorme peligro para momentos de alta volatilidad y mucho más cuando se dan cambios de tendencia.

Los clientes de fondos resultan ser un colectivo dispar, con una falta de conocimiento de lo que entraña la inversión. Por eso, su balance siempre es a corto plazo. No asume la volatilidad porque no asume el riesgo, ya que lo desconoce, y de ahí que acepte sólo las rentabilidades obtenidas del pasado y no las que posiblemente se puedan obtener. Su procedencia desde la cuenta de ahorro o de los activos sin riesgo hace que no estén capacitados para superar los vaivenes en el flujo de ingresos. El tránsito desde la obtención de un flujo cierto de ingresos a la ganancia de capital hace que los clientes partícipes, sobre todo los que entraron en la última fase, estén más cerca de la obtención de una renta que de la obtención de unas plusvalías.

Aunque creíamos que nuestro sector podía estar

en línea con los de otros países de nuestro entorno, tenemos que asumir que, siendo nuestras cifras de fondos de inversión muy importantes, sin embargo, tienen muy poco que ver con las que, por ejemplo, exhiben los países anglosajones, tradicionalmente con sensibilidad reducida respecto al riesgo de los mercados, como demuestran sus porcentajes situados en fondos de acciones y en fondos mixtos (cuadro núm. 2).

En nuestro caso, en abril de 1994, la aversión al riesgo de mercados como los de renta variable era prácticamente total, ya que el 83 por 100 de nuestros partícipes estaba en fondos de renta fija a corto, medio o largo plazo, correspondiéndose esta situación con el 79,2 por 100 del patrimonio total situado en fondos. Tan sólo el 3,2 por 100 de nuestros partícipes poseían fondos en renta variable. A nivel de patrimonio, los fondos de mayor riesgo, incluyendo a los fondos mixtos y de renta variable, suponían el 15,8 por 100 del patrimonio total, concretando una situación en el plano de la población inversora, de predominio del concepto seguridad en el rendimiento y en la valoración, frente a volatilidad y riesgo.

A mi juicio, de este análisis surge una situación muy nueva y hasta cierto punto insospechada o cuando menos poco reflexionada. El proceso desde el ahorro a la inversión efectuado a través de las suscripciones en fondos de inversión implica un riesgo sobre el patrimonio de la familia española, aspecto totalmente novedoso, ya que nunca antes la familia tuvo la sensación de estar operando en el ahorro bajo un riesgo. O lo que es lo mismo, las gestoras de instituciones de inversión colectiva, a través de las decisiones de inversión, pueden introducir riesgo en la riqueza de la familia española.

**CUADRO NÚM. 2**  
**DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS EN PORCENTAJE**  
**SOBRE TOTAL FONDOS, A 31 DE DICIEMBRE**  
**DE 1993**

	Fondos R.V.	Fondos mixtos	Total
Bélgica .....	27,6	33,7	61,3
Dinamarca .....	57,1	3,7	60,8
Alemania .....	25,6	2,4	28,0
Francia .....	9,7	6,4	16,0
Irlanda .....	31,3	55,9	87,2
Italia .....	20,1	14,5	34,6
Holanda .....	43,1	11,0	54,1
Suecia .....	71,5	—	71,5
Suiza .....	56,9	—	56,9
Reino Unido .....	92,1	4,7	96,8
Canadá .....	52,0	13,0	65,0
Hong Kong .....	69,0	2,0	71,0
EE. UU. ....	36,0	3,0	39,0
España .....	1,3	13,7	15,0

Fuente: Estadísticas FEFSI.

## 2. La superación de la crisis

Admitiendo que el ahorrador se erige en inversor por propio impulso, por el impulso del mercado de activos y por la propia red bancaria y de otros intermediarios, vemos que éste se encuentra, al finalizar el año 1993, con la expectativa de ver un descenso en las rentabilidades de sus ahorros, fruto del proceso de descenso de tipos de interés en el que está inmersa la economía española. Por ello, ante la disyuntiva de dónde situar sus recursos, elige los fondos de inversión y, dentro de ellos, despreciando la menor rentabilidad esperada de los FIAMM y no valorando la seguridad implícita que comportan, se decanta por la inversión en FIM de renta fija, aceptando el señuelo de las altas rentabilidades obtenidas por éstos en el pasado, extrapolarlo las mismas al futuro.

Como se aprecia en el cuadro núm. 3, el crecimiento comparado entre los dos tipos de fondos FIM y FIAMM, tanto a nivel patrimonial como de número de partícipes, avala lo afirmado anteriormente. Con posterioridad, tras el choque de marzo de 1994 y el consecuente proceso de reflexión, esta situación se ha ido modificando, configurándose una realidad más acorde con la mentalidad inversora de nuestra población.

Haciendo abstracción de cómo ha ido evolucionando la situación en los distintos períodos, podríamos concluir que cada partícipe está actualmente donde siempre debería haber estado. A finales de enero de 1996, se ha superado a nivel numérico el impacto sociológico de la crisis, ateniéndonos a que casi se ha recuperado el número de partícipes superando la cifra de tres millones. Es preciso decir que se ha dado una traslación desde partícipes de FIM a partícipes de FIAMM, mientras los primeros descienden un 28,2 por 100 los segundos se acrecientan en un 44,2 por 100 en el período enero 1996/marzo 1994. A nivel patrimonial, se ha recuperado la cifra total llegando, en enero, a 12,7 billones de pesetas, lo que representa para el período citado un decrecimiento de un 23,5 por 100 en el patrimonio de FIM y un crecimiento del 46,3 por 100 en el de FIAMM.

Este cambio en el patrimonio se ha realizado con una contribución muy importante de las gestoras. Su esfuerzo, como ya hemos comentado anteriormente, se ha centrado, por un lado, en la modificación de las estructuras de inversión de algunos fondos a calificar como populares, que ha evitado en cierta medida que el impacto haya sido aún mayor, y por otro, en campañas informativas y formativas a través de diferentes medios. Se han volcado en actuaciones internas y externas que han afectado tanto a los partícipes como a las redes, tratando de elevar el grado de conocimiento del producto y de sus evoluciones.

Las gestoras han insistido en la normalización y

**CUADRO NÚM. 3**  
**EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y DE PARTICIPES DE FONDOS TRAS LA CRISIS DE 1994**  
**(Patrimonio en miles de millones de pesetas)**

Fecha	FIM	FIAMM	Total patrimonio	Participes FIM	Participes FIAMM	Total
Diciembre 1993 (1) .....	5.557,8	4.736,7	10.294,5	1.446.894	1.101.412	2.548.306
Marzo 1994 (2) .....	7.079,1	4.983,5	12.062,6	1.919.555	1.162.140	3.081.695
Diciembre 1994 (3) .....	5.287,2	5.962,3	11.249,5	1.440.629	1.356.007	2.792.572
Marzo 1995 (4) .....	4.765,7	6.179,0	10.944,7	1.293.610	1.416.352	2.711.332
Diciembre 1995 (5) .....	5.195,8	6.990,0	12.185,8	1.314.333	1.601.504	2.915.837
Enero 1996 (6) .....	5.413,0	7.289,2	12.702,0	1.588.478	1.705.455	3.293.933
(2/1) % .....	27,4	5,21	17,2	32,7	5,5	20,9
(4/2) % .....	- 32,7	24,0	- 9,3	- 32,6	21,9	- 12,00
(5/1) % .....	- 6,5	47,6	6,3	- 7,3	28,6	14,4
(6/2) % .....	- 23,5	46,3	5,3	- 17,2	46,8	6,9
(6/1) % .....	- 2,6	53,9	23,4	9,8	54,8	29,3

Fuente: CNMV e INVERCO.

tipificación de sus productos, han influido en la mentalidad del partícipe haciéndole ver cuál es el horizonte temporal de su inversión, tratando de abundar en la idea de que la liquidez se consiga a través del producto fondo, no a través de la inversión a corto del activo del fondo. Han trascendido en sus diseños de productos desde el fondo *prêt à porter* al fondo a medida —ahí están los fondos con garantías asociadas u otros fondos con características específicas—. Como final, diría que han introducido el asesoramiento como elemento nuevo a partir de la crisis de rentabilidades de los fondos.

¿Es esto suficiente para definir al sector como maduro cara al futuro? El avance ha sido muy importante y creo que se está en la mejor de las disposiciones para abordar con éxito el futuro. Ahora bien, hacerlo supone avanzar desde la seguridad y ello requiere como premisa básica profundizar en el conocimiento del perfil de los distintos inversores que se sitúan en nuestros fondos.

#### IV. LA ADECUACIÓN DEL SECTOR AL FUTURO

##### 1. La necesidad de asesoramiento

Las gestoras se encuentran con una responsabilidad no buscada, como es el impacto sobre la riqueza de las familias, y de ello se deriva que tienen que acometer una función que no les corresponde: el asesoramiento. Esta función quedaba determinada, por el artículo 36 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, como objeto de las sociedades gestoras de cartera las que, entre otras funciones, tenían la de asesoramiento en materias financieras. Sin embargo, y a pesar de no estar dentro de su objeto social, tras el *boom* de los fondos, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva se

encuentran, de hecho, con una población a la que asesorar y gestionar. Ese asesoramiento tiene que hacerse fundamentalmente a través de una red que no está dentro de ella y que funciona, sin embargo, como la estructura sobre la que se apoya el desarrollo comercial de los fondos.

Si pensamos que el asesoramiento es una actuación dirigida principalmente a las personas físicas, nos encontramos con una gran dificultad: no es posible el asesoramiento directo a una población tan amplia y tan dispar. Por ello, y cara al futuro, caben dos líneas de actuación: una centrada en la de las sociedades gestoras en sí y otra en actuaciones de las redes de distribución bancaria, ya sean aquellas que están ligadas a las gestoras por contratos de transmisión de títulos-valores como otras que actúen simplemente en la generación de órdenes de compra-venta de valores mobiliarios.

En cuanto a la primera, las gestoras deberán insistir cada día más en la tipificación de sus productos, pensando no tanto en éstos como en el colectivo al cual va dirigido. Por tanto, deberá determinar producto y colectivo; de esta forma su capacidad de gestión no se verá nunca mermada y será capaz de entender los movimientos internos a nivel patrimonial que operan en el fondo. Esto producirá una gran estabilidad en el sector y si existe estabilidad existirá crecimiento.

La tipificación de los productos de la gestora, determinada en función de los colectivos, supondrá la existencia de tres vías para la inversión a nivel de público en general: la que se sitúa en el plano de la comercialización amplia basada en fondos amplios o de riesgos limitados, la que va a la comercialización selectiva basada en fondos muy específicos y una tercera a denominar como de comercialización distributiva o de diversificación, que se basará en la armonía de las cestas de fondos entendidas como un todo.

Esta línea de trabajo en la que nos encontramos actualmente lleva irremisiblemente a los fondos especializados, ya sea por los cambios que se operan paulatinamente en los perfiles de los clientes, por los cambios en las situaciones estructurales de los mercados o por los cambios tácticos derivados de la coyuntura de los mismos, y en ella las gestoras deberán estar arropadas por sus propias redes, de tal manera que éstas soporten las tensiones de los mercados tras la definición de los productos, evitando así que las gestoras modifiquen sus horizontes bajo presión del propio público o de los colectivos afectados.

En cuanto a la segunda forma, la de que el asesoramiento se apoye en la distribución a través del agente que sea, entiendo que siempre partirá del hecho de que la tipificación del producto-colectivo ya ha sido realizada, pues en caso contrario esta vía estaría condenada al fracaso más absoluto, conclusión que podemos sacar de las pasadas experiencias.

En ella se abre un campo muy interesante a las entidades financieras, suponiendo para éstas un reto que, de ser aceptado y superado, significará que no sólo no se ha perdido el control del proceso ahorro-inversión, sino que se ha maximizado, medido en incremento de la permanencia y satisfacción del cliente.

## **2. El protagonismo del cliente en las redes de bancos y cajas de ahorros**

El reto enunciado está hoy absolutamente en línea con la nueva concepción universalista de los espacios económicos y con la estrategia iniciada por las instituciones financieras respecto a la calidad en el servicio al cliente. El establecimiento del mercado único, junto a los nuevos hábitos de consumo y el desarrollo de las nuevas tecnologías, introduce elementos de competencia donde la búsqueda y logro de la satisfacción del cliente por prestaciones de servicio serán los hechos diferenciadores entre instituciones que, por supuesto, tendrán fiel reflejo en la cuenta de resultados.

Dentro de esta dinámica, adquiere especial relevancia el tema del asesoramiento del que hablamos, ya que a la maximización de la rentabilidad del producto fondo, proveniente de la alta capacidad del gestor, habrá que añadir la maximización del asesoramiento rentabilidad-riesgo, concepto que tiene ya mucho que ver con la gestión de patrimonios, donde el cliente se siente satisfecho en la medida en que el orientador le ha marcado estrategias que después, se vean o no satisfechas por la rentabilidad, evitan la sorpresa que supone la pérdida patrimonial no esperada.

Por tanto, el sector estará de enhorabuena y se consolidará como un sector sano cuando los proce-

dos de tipificación (gestora) y asesoramiento (intermediarios financieros) queden consolidados.

Creo, por tanto, que es responsabilidad de las instituciones financieras proceder a un acercamiento a su cliente, individuo que, quizá en el tránsito a fondos, se ha visto absolutamente desorientado por su falta de cultura financiera.

Acercarse a él desde la oficina bancaria o el centro financiero, dependiendo de qué cliente estemos hablando, supone la culminación de un proceso de conocimiento del que ahora trataremos, y que debe ser rematado con el hecho de que cada oficina asuma que su desarrollo comercial le da a medio plazo una solidez económica con la que tiene que contar, por mucho que el cliente se haya situado en una gestora de fondos.

Ese proceso de conocimiento como base para el inicio del desarrollo inversor debería comenzar con el asesoramiento al cliente sobre la definición de su propio perfil como inversor. En definitiva, debemos conseguir que el cliente conozca su tolerancia al riesgo, su tolerancia a la volatilidad. Pasaríamos, después, a desarrollar, según nuestros conocimientos sobre las perspectivas de los mercados, la cuestión relativa a la situación del ciclo económico y cómo éste puede ayudar, o no, a conseguir unos objetivos. Obviamente, deberemos profundizar sobre cuáles son los objetivos del cliente y determinar su identificación. Ello deriva en un aspecto básico de este proceso y es la posibilidad que tendremos de estudiar la estrategia de inversión y hacérsela conocer. Por tanto, estaríamos ya en disposición de enfrentarnos a su patrimonio, distribuyendo los recursos del cliente asignando riesgos. Estaríamos ya en el momento de enfrentar estos últimos a los productos tipificados que la gestora posee. Conclusión: el proceso desde el ahorro lo tendremos concluido asignando recursos a los distintos fondos.

Queda pendiente para el futuro, no obstante, un tema fundamental, y es que no podemos dejar a nuestro cliente, ya participe, sometido a los vaivenes de los mercados y de los productos. Es todavía demasiado bisoño. Aparece, por tanto, aquí la necesidad del asesoramiento continuado, algo que no puede hacer nadie más que aquel que, en base a la relación de confianza, ha iniciado al cliente en el proceso de inversión.

El proceso parece complicado para desarrollarlo a todos los niveles de la red de captación y obviamente necesitaremos tiempos y recursos para abordarlo, pero la amplitud y la variedad que los fondos tendrán a medio plazo van a requerir que lo acometamos ya.

Sobre esa afirmación gira una cuestión de la que ya hemos hablado y que está presente en ese proceso, la fuerte competencia que va a tener lugar en los próximos años en la calidad de los servicios fi-



nancieros y que hoy comienza a manifestarse levemente de las manos de la competencia exterior.

### 3. La competencia exterior

Sin entrar sobre cuáles pueden ser los volúmenes de patrimonio en los que se van a situar los fondos en los próximos años, y donde siempre podríamos estar de acuerdo o en desacuerdo, existe una realidad, y es que el grado de sensibilidad actual hacia el ahorro en nuestro país está creciendo.

La necesidad del aumento del ahorro familiar está centrada en el logro de una mayor seguridad en el goce de los servicios de la salud y de las prestaciones cara a la jubilación. La presión diaria a nivel informativo sobre la familia en este tema, junto a la propia provisionalidad en el tema del empleo, da a entender que los fondos de inversión y los fondos de pensiones van a seguir creciendo en los próximos años. Si a ello añadimos algo que anteriormente ya ha surgido y es que, si nos estabilizamos en cuanto a la calidad en el sector, creceremos, concluiríamos hablando de que los fondos de inversión tienen unas excelentes expectativas de crecimiento en el futuro. Ahora bien, este crecimiento va a suponer que estas instituciones se constituirán en el eje básico de los mercados por el lado de la demanda de títulos, lo cual comporta, en sí mismo, la necesidad ya antes aludida de que los recursos deberán ser orientados. Cabe preguntarse: ¿Hacia dónde? ¿Quién los orientará?

Aun teniendo en cuenta que la mayoría de los integrantes de los fondos de inversión sean muy sensibles a la volatilidad de los mercados, su grado de aversión al riesgo irá modificándose poco a poco según la información, la transparencia y la necesidad de diversificación en los mercados. Apoyándose en este proceso y amparándose en el desarrollo de las directivas comunitarias, una serie de instituciones domiciliadas en Europa están en disposición de acometer un proceso de avance sobre la captación de recursos del ahorro nacional. Su homologación comunitaria, su experiencia y el grado de especificidad de sus productos son aspectos a tener muy en cuenta en el futuro desarrollo del sector. A esto hay que añadir que su presencia, tanto en número de partícipes como en volumen patrimonial, si bien hoy es todavía testimonial (cuadro núm. 4), no lo es tanto en cuanto al número de instituciones que tienen presencia ni en cuanto a su potencialidad.

Tendríamos que decir, además, que el escenario de los recursos nacionales, y su evolución en los próximos años, también puede quedar afectado por las sensibilidades que operan en el mundo exterior. Es decir, deberíamos analizar cuáles son las preocupaciones de los demás en el plano internacional de los fondos de inversión y de qué expectativas se viene hablando.

CUADRO NÚM. 4  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA  
EXTRANJERAS REGISTRADAS EN LA CNMV  
QUE SE COMERCIALIZAN  
EN ESPAÑA

Fecha	Núm. partícipes/ accionistas	Núm. de instituciones	Patrimonio (millones de pesetas)
30-09-1994 .....	15.068	60	77.603
30-09-1995 .....	50.293	78	250.929
Porcentaje s/total del sector en España ...	1,77	7,77	2,11

Fuente: CNMV.

Ateniéndonos a ello hay que señalar que las preocupaciones sobre el ahorro y la necesidad de cobertura de las pensiones están extendidas en todo el mundo occidental. Sin embargo, las políticas de corte restrictivo en materia de déficit fiscal y la contención del consumo suponen, en el medio plazo, crecimientos muy cortos de los productos nacionales y presumiblemente tasas de paro elevadas, con lo que es esperable una competencia mayor desde la óptica de la inversión desde los países con más posibilidades. En éstos se encuentran países emergentes sometidos a procesos de construcción de fuertes sistemas de financiación, mercados de capitales, etc., que avanzan al unísono de su propia capacidad tecnológica y de producción, todo ello enmarcado en unos sistemas sociales y políticos que gozan de cierta tutela necesaria, practicada desde Occidente. Ello supone la existencia de nuevas áreas muy marcadas que recogerán inversión, al ofertarse altos tipos de remuneración, por supuesto superiores a los que puedan ofrecer los países occidentales. Esto determinará la consolidación de mercados mucho más amplios que los actuales, que tendremos que ir conociendo para poder actuar en ellos.

El reto para el futuro que supone el concepto de globalización, y esa internacionalización de los mercados y de las inversiones, vendrá trazado por la evolución de las comunicaciones que proporcionarán canales cada vez más ágiles de información y de operativa. Ello llevará consigo la actuación de nuevos intermediarios y agentes de la inversión, la comunicación entre colectividades rompiendo cualquier segmentación y el establecimiento de métodos e instrumentos nuevos de contratación.

Por tanto, las instituciones de inversión colectiva españolas necesitan tender a una oferta de productos más específicos con los que satisfacer a una clientela más personalizada y mejor asesorada. Estos productos, si deseamos que puedan ser competitivos, necesitarán para su desarrollo un marco legal más flexible y unos mercados más profundos y especializados.

Parece claro que la sucesión de manera sorprendente, en todo el mundo, de cambios en la regulación del mercado, en las leyes fiscales y en la tecnología, incidirá en el caso de las instituciones de inversión colectiva españolas llevándolas a una homogeneización de sus inversiones con el de otras instituciones en el ámbito internacional. Ello supondrá, dada la existencia en el mercado de fondos de una competencia foránea, una transferencia de recursos hacia el exterior, siempre que el previsible avance patrimonial esperado no sea correspondido con un avance importante en el desarrollo de los mercados nacionales.

#### 4. La ampliación de los mercados nacionales

Si analizamos cómo distribuyen sus recursos en España los fondos de inversión y a quiénes están financiando llegaríamos a las siguientes conclusiones (datos a junio de 1995):

##### FIM

- Financian fundamentalmente al Tesoro público.
- Un 1,6 por 100 a las comunidades autónomas. El 24 por 100 de los fondos han cogido papel de las autonomías.
- Un 0,2 por 100 a las corporaciones locales. El 9 por 100 de los fondos han cogido papel de las corporaciones.
- Un 5,1 por 100 a emisores extranjeros. El 38 por 100 de los fondos tiene ese papel.
- Los fondos han tomado un 1 por 100 de activos monetarios privados. Sólo el 7 por 100 de los fondos tiene ese papel.
- El sector eléctrico supone un 2,70 por 100. Lo tiene el 55 por 100 de los fondos.
- El sector comunicaciones supone un 1,56 por 100. Lo tiene el 53 por 100 de los fondos.
- El sector bancario supone un 2,52 por 100. Lo tiene el 58 por 100 de los fondos.

##### FIAMM

- Financian fundamentalmente al Tesoro.
- Las comunidades autónomas suponen el 0,56 por 100. El 32 por 100 de los fondos poseen comunidades autónomas.
- Los activos monetarios privados son el 1,8 por 100. Están presentes en el 35 por 100 de los fondos.

De estos datos se podría deducir, a tenor de la diversificación actual, que el papel de las instituciones

privadas es casi inexistente a pesar de la apetencia que de él parecen tener los fondos, visto el gran número de ellos que lo poseen.

Esta situación que en el pasado no se daba tiene, a mi juicio, unas causas claras: mercados primarios y secundarios más limitados para títulos privados y títulos públicos distintos de la deuda pública, con cifras de emisión que no están en consonancia ni proporción con el desarrollo alcanzado por la economía ni por los fondos de inversión, como lo demuestran los saldos vivos de deuda de comunidades autónomas, de corporaciones locales, pagarés de empresa, obligaciones privadas, etcétera.

Dentro de esta última consideración hay que señalar dos aspectos que incidieron y siguen incidiendo sobre la capacidad de los fondos de inversión para absorber títulos emitidos a corto y largo que no sean deuda pública:

- La definición del porcentaje de libre disposición (art. 17 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva) con fijación del concepto de «elevada liquidez» que afectó a determinadas series de bonos y pagarés a corto plazo.
- El establecimiento de un concepto nuevo. El concepto de «lucro cesante» que, expuesto en las circulares 7 y 8 de la CNMV de fecha 27 de diciembre de 1990 sobre normas contables y estados financieros y sobre determinación del valor liquidativo de los fondos de inversión mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las IIC, afecta desfavorablemente a los títulos que por su retención fiscal están en desiguales condiciones de rentabilidad respecto a activos emitidos por el Tesoro, o que estando en igualdad de condiciones son diferentemente tratados en la práctica de lo que se viene denominando «lavado de cupón».

La transformación de algunas de estas situaciones es prioritaria para que el desarrollo de los mercados pueda producirse.

Desde mi óptica, el marco de los mercados a futuro, debe estar determinado por la posibilidad de incrementar la bondad en la gestión de las IIC dentro de la necesaria armonía con la cultura financiera del país, tratando de incrementar la salvaguarda, por encima de todo, de la solvencia y garantía de las IIC españolas, todo ello, por supuesto, dentro de la concordancia con los elementos de competencias provenientes del exterior y, por supuesto, del acatamiento a las directivas comunitarias. Por tanto, incidiría en la búsqueda:

- del incremento de la seguridad en la realización de los activos. Eliminación del riesgo de crédito a través del *rating*;
- del incremento de la seguridad del valor liquidativo en su estabilidad frente a la volatilidad del mercado a través del desarrollo de los mercados de derivados en sus múltiples formas;

— del incremento de la seguridad operacional, jurídica o legal a través de los controles operativos, informáticos, etcétera;

— del incremento de la liquidez de la institución a través de la consecución de mercados más profundos y menos manipulables.

Con todo, y sin querer llegar a ser exhaustivo, podrían ser necesarias actuaciones del tipo siguiente:

— ampliar la capacidad de subasta del Tesoro a determinados plazos cortos: tres y seis meses, con calendarios permanentes de emisión;

— desarrollo del mercado de *strips*;

— desarrollo del *rating* de emisor, ya sea en emisiones a corto y largo plazo como elemento diferenciador en los tipos y cara al diseño de la curva de tipos del mercado;

— establecimiento del sistema de subasta pública para emitir, desarrollo de calendarios de emisión, mejora en la política de endeudamiento de comunidades y corporaciones locales;

— flexibilidad y rapidez en la admisión y contratación de nuevos productos;

— desarrollo del mercado de plazo tanto para deuda pública, comunidades, ICO, etc., dándole una orientación más cercana a las IIC. Volumen de operaciones. Posibilidad de contratación de flujos en bloque con la entidad depositaria para superar el volumen mínimo de contratación;

— desarrollo del mercado de derivados de divisas. Relanzamiento del anulado contrato pesetas/DM o pesetas/\$. Opciones sobre pesetas o, en su defecto, autorización como oficial del mercado de divisas a plazo;

— desarrollo del mercado de pagarés de comunidades autónomas, otros de sector público y de entidades privadas. Eliminación de la retención fiscal o devolución automática de la retención a IIC;

— desarrollo en AIAF del mercado de opciones específicas, *over the counter* (OTC), *warrants*. Estructurados sencillos sobre productos españoles;

— desarrollo en MEFF del mercado de *swaps*.

Todo ello enmarcado en una iniciativa vanguardista de mejora de las normativas de los propios mercados sobre diferenciales, volúmenes de contratación, publicación *rating* de emisor, frecuencias, etcétera.

Aspecto que para las IIC es relevante, dadas las innumerables veces que la normativa lo menciona, sería la determinación del concepto precio del mercado, con la posibilidad de que su determinación fuese establecida por los propios mercados cuando aquél no proceda de transacciones con dimensión y frecuencia suficientes. Asimismo, podría resultar de interés la creación de la curva de tipos oficializada,

bien es verdad que siempre serían tránsitos a un mercado más perfecto que eliminasen los defectos a considerar como de transparencia o profundidad del mismo.

## 5. La modificación del marco legal y el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

La necesidad de abordar el futuro desde un nivel de desarrollo de nuestros mercados más alto que el actual, junto a la existencia de una oferta institucional de recursos dirigida hoy por hoy a ese mercado —aspecto este tantas veces mencionado en ocasiones pasadas, como la carencia básica para que nuestros emisores pudiesen desarrollarse—, son dos de los elementos que una institución como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha de tener en cuenta para dinamizar en los próximos años el panorama financiero.

La alta madurez mostrada por el sector de IIC, y en ese sentido su propia capacidad de autorregulación, debería ser uno de los pilares en los que la actuación de la CNMV debería apoyarse para abordar sin limitaciones la modernización de la actual legislación sobre instituciones de inversión colectiva, haciendo de moderador-controlador, pero mucho más de dinamizador de un campo en el que España ha sido en no pocas ocasiones un país vanguardista.

La paralización en que se encuentra el proyecto de directiva de instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, junto al posible aplazamiento de la prevista nueva Ley del mercado de valores, debería propiciar una dinámica legislativa que, teniendo en cuenta los aspectos menos problemáticos en el ámbito europeo, permitiese avanzar en algunas de las cuestiones planteadas posibilitando el crecimiento de las instituciones españolas en condiciones de competitividad.

A esta actividad de implantación de un nuevo marco legislativo básico habría que añadir la necesidad de que el sector pueda ser tutelado, acompañado y movilizado desde la CNMV a través de circulares, escritos, etc.; orientaciones en definitiva que, sin una base jurídica tan amplia como la de una ley, permitiesen avanzar apoyándose en el alto prestigio alcanzado por la CNMV en todo el proceso expansivo de los fondos, y en la responsabilidad de la que el sector ha venido haciendo gala. Los intereses, tanto de Administración como de administrados, son parejos en el intento de avanzar sin sobresaltos cara al futuro.

En esta línea de actuaciones se hace preciso señalar cuatro aspectos que, a mi juicio, resultan ser los más relevantes y sobre los que es prioritario trabajar. Hablaríamos de los nuevos mercados, los nuevos activos, la modificación de coeficientes y la posibilidad de creación de nuevos tipos de fondos.

En el primer tema, los nuevos mercados, se aprecia desde el sector la necesidad de avanzar rápidamente pasando por encima del concepto de mercado OCDE con acceso a nuevas áreas geográficas y, en este sentido, se echa en falta la autorización de nuevos mercados, ya de países, ya de nuevos productos primarios o derivados. La falta de reconocimiento de algunos mercados organizados, por ejemplo, el CBOT, impide que las gestoras actúen sobre productos sencillos sobre los que operan las instituciones internacionales y que están absolutamente homologados.

En cuanto a los nuevos activos, la superación del concepto valor mobiliario nos acercaría a la posibilidad de incluir certificados de depósito, *swaps*, eurodepósitos y depósitos bancarios en divisas, *repos* de deuda pública de otros países, etc., permitiendo abrir posibilidades de inversión y logrando cierta diversificación que, como hemos visto antes, es necesaria.

En los coeficientes de inversión se debería tender a cierta relajación o ampliación de éstos, que pudiera afectar desde los porcentajes de inversión por emisión a realizar en deuda pública al hecho de evitar situaciones como que no se puedan alcanzar porcentajes altos de inversión en bonos del Tesoro USA (por ejemplo) y sí en los de la República de Irlanda por el hecho de estar situada dentro de la Unión Europea. Ampliar el coeficiente permitido en inversión en otra IIC cuando no sea del mismo grupo, etcétera.

En relación con los nuevos tipos de fondos de inversión a crear, cabe señalar las figuras hoy pendientes, de los *master-feeder funds* o los fondos paraguas, dentro de determinadas condiciones. La posibilidad de cerrar, escindir o fusionar fondos puede resultar de interés en algunos casos. Quizá el más claro pueda ser que la fusión permita el acceso a mercados hoy imposibles, en cuanto al tamaño necesario para acudir a ellos, y que pudiesen resultar de interés para el inversor español.

## 6. El papel de las sociedades gestoras

El protagonismo de las sociedades gestoras en el futuro desarrollo de los fondos va a ser muy superior al que tuvieron en las fases anteriores y que hemos analizado aquí. Si bien, antes, agentes como el Tesoro, los bancos o las cajas tuvieron su parte en la acción dinamizadora, ahora ésta se encontrará en el público inversor y en el acompañamiento y tutela que la gestora tendrá que ejercer sobre el cliente, esté situado éste en la red que sea.

Este protagonismo tendrá, a mi juicio, tres frentes limitadores en los que las gestoras tendrán que demostrar de qué son capaces. El frente comercial, el frente de tecnología y el frente de la innovación. Todos ellos se encuentran interrelacionados y su su-

peración podría quedar definida por la frase «dar servicio al partícipe».

Para acometer con posibilidades de éxito este reto, no se nos oculta que las sociedades gestoras deberán contar con una estructura sólida y abundante en recursos económicos, humanos y técnicos. Sus necesidades de inversión se acrecentarán en el plano de la comunicación y de la informática. En la medida en que ello se produzca, su oferta de servicio tanto en el plano de la inversión como en el plano de la garantía, donde también juega la figura de la entidad depositaria, se acrecentará.

Es predecible un reto en el plano comercial que tendrá que ver con un acercamiento informativo que resulte más útil, más frecuente y más inmediato. Los canales de información serán mejorados como base de acercamiento al cliente y ello estará acompañado de una mayor riqueza en la oferta de productos que recogerán nuevos mercados, nuevos sistemas de ahorro, etc., dando paso a la gestión colectiva de la diversificación a través de las cestas de fondos. A ello se añadirá la pléyade de servicios bancarios hoy existentes y que existirán en el futuro, rompiendo las actuales dinámicas de suscripción y reembolso, dando paso a sistemas automáticos en tiempo real durante la casi totalidad de la jornada.

Todo esto acarreará desarrollos tecnológicos importantes que van a afectar a la estructura de costes de las gestoras de una manera esencial, ya que tanto el aparato de comunicación como el de distribución serán más consumidores de recursos que los que hoy se dan. Esto se acrecentará con la necesidad cada vez mayor de contar con fuertes departamentos de estrategia y análisis de mercados, defensores de la independencia del que tiene que comprar y no olvidemos que los fondos serán fundamentalmente tomadores. Al mismo tiempo, los departamentos de gestión se tendrán que fortalecer con apoyaturas estadísticas y desarrollo de sistemas de gestión cuantitativos que deberán sumarse a las necesidades de gestión que supone el acceso a nuevos mercados. Abarcando todo este campo descrito, aparece la necesidad de amplios desarrollos informáticos.

El terreno de la innovación que absorbe prácticamente todo lo mencionado con anterioridad, recogerá algo que hoy todavía es muy incipiente y es la combinación del producto fondo con el resto de productos, tanto de seguro como de ahorro, sistemas de pago, etc. En este sentido, y a tenor de lo que está ocurriendo en otras áreas geográficas más desarrolladas financieramente, habría que admitir la posibilidad de que el producto fondo recoja una riqueza altísima de variedades. A título meramente de denominación, podríamos hablar de: planes automáticos de ahorro diversificado, tarjetas de crédito, automatismo en la concesión de créditos colaterales, servicios de caja, transferencias desde fondos, ordenación de suscripciones desde fuera de

oficina, guías de inversión, información fiscal, etcétera.

Los esfuerzos de ampliación de servicios deberán tener en cuenta lo superfluo y lo fundamental, no exagerando actuaciones comerciales, de innovación o informativas, cobrando fuerza en este sentido la necesidad del equilibrio. Cabe citar, como ejemplo de lo que es necesario evitar, algunos aspectos que en la actualidad plantean las gestoras a la autoridad, y es la necesaria transformación de la información dirigida al partícipe, teniéndose que avanzar en la depuración de los conceptos a transmitir y en la frecuencia de las comunicaciones a realizar.

Todos estos planos de trabajo a desarrollar desde la gestora, configurarán la política de tarifas de las mismas en el medio plazo, a partir de las estructuras necesarias que aquí se han expuesto.

## 7. Horizonte de inversión tras el año 2000

Hacer una proyección de la posición que vayan a tener los fondos tras pasado el año 2000 se hace difícil.

Podríamos analizar cuál puede ser la distribución de los activos financieros de las familias o cuál podría ser el peso sobre los pasivos bancarios de las posiciones en fondos de inversión, pero las variables que pueden incidir son múltiples, teniendo mucho que ver con ello desde la evolución de la economía hasta la posible marcha de los mercados. Sin embargo, no es exagerado decir que de cómo se resuelvan muchos de los aspectos hasta aquí mencionados, dependerá la confirmación e importancia del sector en el futuro.

En cualquier caso, el sector tiene que contar con sus propias fuerzas y su propia responsabilidad, si bien estará sometido a fuerzas que, provenientes de productos semejantes u opuestos, incidirán sobre su actual éxito.

Es necesario, no obstante, recoger lo que el doctor Spiliotis presentaba en noviembre de 1995 a la primera reunión de la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión celebrada en Bruselas sobre predicción del tamaño del sector de fondos en Europa en el año 2000, y es que el tamaño de los fondos en cada país está muy correlacionado con la legislación y el sistema fiscal. En esa misma reunión, las proyecciones respecto al patrimonio de los fondos de inversión para España hablaban de una cifra de 20 billones de pesetas para el año 2000, lo cual no parece exagerado teniendo en cuenta las posibles capitalizaciones y las tasas de crecimiento últimas. En una encuesta realizada en junio de 1995 por la Bolsa de Barcelona entre las

distintas gestoras de fondos, se mostraba para el sector un crecimiento en línea con el expuesto anteriormente, perfilando para los próximos años un crecimiento moderado para FIAMM, que resultaría más acusado para los FIM específicos, menor crecimiento para FIM de renta fija y expectativas buenas de desarrollo para los FIM internacionales.

Siendo necesario apoyarse sobre algún tipo de proyección numérica creo que la misma no es en absoluto sustancial, resultando más relevante, a mi juicio, el que el sector tiene recursos y estructura suficiente para abordar con éxito el próximo futuro y que los retos que nos aguardan se centrarán más en la mejoría de la calidad que en el crecimiento masivo.

## V. CONCLUSIONES

El sector de fondos de inversión mobiliaria en España se encuentra en una encrucijada excelente para abordar con muchas posibilidades de éxito los retos que se le plantearán en el próximo futuro.

- Cuenta con un tamaño a considerar intermedio, pero suficientemente grande para que en él quepan distintas clases de producto, desde los más genéricos a los más específicos.

- Las distintas controversias por las que ha pasado le dan un nivel de madurez cara a desarrollos puntuales en la red de distribución. Asimismo, creo que puede llegar a controlar perfectamente los movimientos que puedan darse en la población de partícipes actual y futura.

- El sector tiene enormes posibilidades de acompañar, desde la profesionalidad que tiene, el aumento paulatino de la cultura financiera del país.

- La gran sintonía existente entre el sector de fondos de inversión y la CNMV es un elemento muy positivo de desarrollo, generando posibilidades de modernización legislativa, operativa, etc., de tal forma que el crecimiento esperado pueda ser equilibrado.

- Las sociedades gestoras deberán introducir elementos imaginativos que aderecen el producto fondo haciéndolo más universal y completo.

- Las sociedades gestoras deberán acometer inversiones importantes que tengan que ver con el desarrollo de su potencialidad cara a los mercados internacionales y cara a los procedimientos informativos y de comunicación con el cliente.

- Los mercados españoles necesitarán de cambios importantes incrementando su rapidez en la admisión, contratación e información. Asimismo se deberán ampliar a la contratación de nuevos activos.

**DIRECTIVA 85/611/CEE DEL CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,  
DE 20 DE DICIEMBRE DE 1985 (\*), POR LA QUE SE COORDINAN LAS DISPOSICIONES  
LEGALES, REGLAMENTARIAS Y ADMINISTRATIVAS SOBRE DETERMINADOS  
ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS (OICVM)**

EL CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea y, en particular, el apartado 2 de su artículo 57,

Vista la propuesta de la Comisión,

Visto el dictamen del Parlamento Europeo,

Visto el dictamen del Comité económico y social;

Considerando que las legislaciones de los Estados miembros en materia de organismos de inversión colectiva tienen sensibles diferencias entre ellas, en especial por lo que se refiere a las obligaciones y controles que imponen a tales organismos; que estas diferencias conllevan perturbaciones de las condiciones de competencia entre estos organismos y no garantizan una protección equivalente de los partícipes;

Considerando que una coordinación de las legislaciones nacionales que regulan los organismos de inversión colectiva es por lo tanto oportuno para aproximar en el plano comunitario las condiciones de competencia entre estos organismos y conseguir una protección más eficaz y uniforme de los partícipes; que tal coordinación parece conveniente para facilitar a los organismos de inversión colectiva situados en un Estado miembro la comercialización de sus participaciones en el territorio de los demás Estados miembros;

Considerando que la consecución de estos objetivos facilita la supresión de las restricciones a la libre circulación en el plano comunitario de las participaciones de los organismos de inversión colectiva y que esta coordinación contribuye a la creación de un mercado europeo de capitales;

Considerando que, habida cuenta de los objetivos mencionados, es deseable establecer para los organismos de inversión colectiva situados en los Estados miembros, normas mínimas comunes en lo relativo a su aprobación, su control, su estructura, su actividad y las informaciones que deben publicar;

Considerando que la aplicación de estas normas comunes constituye una garantía suficiente para permitir, sin perjuicio de las disposiciones aplicables en materia de movimientos de capitales, a los organismos de inversión colectiva situados en un Estado miembro, comercializar sus participaciones en los demás Estados miembros sin que éstos últimos puedan sujetar estos organismos o sus participaciones a cualquier disposición, salvo las que en estos Estados no dependen de las materias reguladas por la presente Directiva; es conveniente sin embargo prever que si un organismo de inversión colectiva comercializa sus participaciones en un Estado miembro distinto de

aquel en el que está situado, debe adoptar todas las medidas necesarias para que los partícipes en este otro Estado miembro puedan ejercitar en él sin dificultad sus derechos financieros y disponer de las informaciones precisas;

Considerando que en una primera fase es conveniente limitar la coordinación de las legislaciones de los Estados miembros a los organismos de inversión colectiva que no sean del tipo «cerrado», que ofrezcan sus participaciones en venta al público en la Comunidad y que tengan por único objeto la inversión en valores mobiliarios (y éstos son en esencia los valores mobiliarios oficialmente cotizados en bolsa o en mercados regulados de la misma naturaleza); que la regulación de los organismos de inversión colectiva a los que la Directiva no se aplica plantea diversos problemas que conviene solucionar mediante otras disposiciones y que, por lo tanto, estos organismos serán objeto de una coordinación posterior; que, en espera de esta coordinación, cualquier Estado miembro puede fijar en especial las categorías de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) excluidas del ámbito de aplicación de la presente Directiva en función de su política de inversión y de crédito, así como las normas específicas a las que estas OICVM están sometidas para el ejercicio de sus actividades en su territorio;

Considerando que la libre comercialización de las participaciones de OICVM autorizadas a colocar hasta el 100 % de sus activos en valores mobiliarios emitidos por un mismo emisor (Estado, ente público territorial, etc.), no puede tener como efecto directo o indirecto la perturbación del funcionamiento del mercado de capitales o la complicación del financiamiento de un Estado miembro ni crear situaciones económicas análogas a las que el apartado 3 del artículo 68 del Tratado intenta evitar;

Considerando que es conveniente tener en cuenta la situación especial del mercado financiero de la República Helénica y de la República Portuguesa concediéndoles un plazo suplementario para la aplicación de la presente Directiva,

HA ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

SECCIÓN I

**Disposiciones generales y ámbito de aplicación**

*Artículo 1*

1. Los Estados miembros aplicarán a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) situados en su territorio la presente Directiva.
2. Para los fines de la presente Directiva y sin perjuicio del artículo 2, se entenderá por «OICVM» los organismos:

(\*) Modificada por Directiva 88/220/CEE del Consejo, de 22 de marzo de 1988.

- cuyo objeto exclusivo sea la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obtenidos del público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y
  - cuyas participaciones sean, a petición de los tenedores, vueltas a comprar o reembolsadas, directa o indirectamente, a cargo de los activos de estos organismos. Se asimila a tales nuevas compras o reembolsos el hecho de que una OICVM actúe para que el valor de sus participaciones en bolsa no se separe sensiblemente de su valor de inventario neto.
3. De conformidad con el Derecho nacional, estos organismos pueden revestir la forma contractual (fondos comunes de inversión gestionados por una sociedad de gestión) o de «trust» («unit trust»), o la forma estatutaria (sociedad de inversión).

Para los fines de la presente Directiva, el término «fondo común de inversión» comprende también el «unit trust».

4. No están sin embargo sujetas a la presente Directiva las sociedades de inversión cuyos activos se inviertan a través de sociedades filiales principalmente en bienes diferentes de los valores mobiliarios.
5. Los Estados miembros prohibirán a los OICVM sujetos a la presente Directiva transformarse en organismos de inversión colectiva no sujetos a la presente Directiva.
6. Sin perjuicio de las disposiciones en materia de circulación de capitales así como de los artículos 44 y 45 y del apartado 2 del artículo 52, un Estado miembro no podrá someter los OICVM situados en otro Estado miembro, ni las participaciones emitidas por estos OICVM, a ninguna otra disposición en el ámbito regulado por la presente Directiva, cuando estos OICVM comercialicen sus participaciones en su territorio.
7. Sin perjuicio del apartado 6, los Estados miembros podrán aplicar a los OICVM situados en su territorio disposiciones más rigurosas que las de los artículos 4 y siguientes y disposiciones suplementarias, siempre que sean de aplicación general y no se opongan a la presente Directiva.

#### *Artículo 2*

1. No se considerarán OICVM sujetos a la presente Directiva:

- los OICVM de tipo cerrado,
- los OICVM que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones entre el público en la Comunidad o en cualquier parte de ésta,
- los OICVM cuya venta de participaciones esté reservada por el reglamento del fondo o por los documentos constitutivos de la sociedad de inversión al público de terceros países,
- las categorías de OICVM fijadas por la regulación del Estado miembro en el que está situado el OICVM, y para los que sean inadecuadas las normas previstas en la Sección V y en el artículo 36 habida cuenta de su política de inversión y de empréstitos.

2. Transcurrido un plazo de cinco años a partir de la aplicación de la presente Directiva, la Comisión presentará al Consejo un informe sobre la aplicación del aparta-

do 1 y, en particular, del cuarto guión. Propondrá, en la medida en que sea necesario, las medidas apropiadas para la ampliación del ámbito de aplicación.

#### *Artículo 3*

Para la aplicación de la presente Directiva, un OICVM se considera situado en el Estado miembro en que se encuentre la sede estatutaria de la sociedad de gestión del fondo común de inversión o el de la sociedad de inversión; los Estados miembros deben exigir que la administración central se sitúe en el Estado miembro en el que está fijada la sede estatutaria.

### SECCIÓN II

#### **Autorización del OICVM**

#### *Artículo 4*

1. Un OICVM deberá, para ejercer su actividad, ser autorizado por las autoridades del Estado miembro en el que el OICVM esté situado, que en lo sucesivo se denominarán «autoridades competentes».

Esta autorización valdrá para todos los Estados miembros.

2. Un fondo común de inversión sólo será autorizado cuando las autoridades competentes aprueben, por una parte la sociedad de gestión y, por otra parte, el reglamento del fondo y la elección del depositario. Una sociedad de inversión sólo será autorizada si las autoridades competentes aprueban, por una parte sus documentos constitutivos y, por otra parte, la elección del depositario.

3. Las autoridades competentes no podrán autorizar un OICVM cuando los dirigentes de la sociedad de gestión, de la sociedad de inversión o del depositario, no tengan la honorabilidad o la experiencia necesarias para el ejercicio de sus funciones. Con este fin, deberá notificarse inmediatamente a las autoridades competentes la identidad de los dirigentes de la sociedad de gestión, de la sociedad de inversión y del depositario, así como cualquier sustitución de estos dirigentes.

Se entiende por «dirigentes» las personas que, en virtud de la ley o de los documentos constitutivos, representan a la sociedad de gestión, de inversión o al depositario o que determinan efectivamente la orientación de la actividad de la sociedad de gestión, de la sociedad de inversión o del depositario.

4. Cualquier sustitución de la sociedad de gestión o del depositario, así como cualquier modificación del reglamento del fondo o de los documentos constitutivos de la sociedad de inversión, se subordinan a la aprobación de las autoridades competentes.

### SECCIÓN III

#### **Obligaciones relativas a la estructura de los fondos comunes de inversión**

#### *Artículo 5*

La sociedad de gestión deberá disponer de medios finan-

cieros suficientes que le permitan ejercer de forma efectiva su actividad y afrontar sus responsabilidades.

#### *Artículo 6*

Las actividades de la sociedad de gestión deberán limitarse a la gestión de fondos comunes de inversión y de sociedades de inversión.

#### *Artículo 7*

1. La custodia de los activos del fondo común de inversión deberá confiarse a un depositario.
2. La responsabilidad del depositario, tal como se prevé en el artículo 9, no se ve afectada por el hecho de que confíe a un tercero la totalidad o una parte de los activos de que tiene la custodia.
3. El depositario deberá además:
  - a) asegurarse de que la venta, la emisión, la nueva compra, el reembolso y la anulación de las participaciones efectuadas por cuenta del fondo o por la sociedad de gestión, se realizan de conformidad con la ley o el reglamento del fondo;
  - b) asegurarse de que el cálculo del valor de las participaciones se efectúa de conformidad con la ley o el reglamento del fondo;
  - c) ejecutar las instrucciones de la sociedad de gestión excepto si son contrarias a la ley o al reglamento del fondo;
  - d) asegurarse de que en las operaciones relativas a los activos del fondo, le es entregado o el contravalor en los plazos al uso;
  - e) asegurarse de que los productos del fondo reciben el destino de conformidad con la ley o el reglamento del fondo.

#### *Artículo 8*

1. El depositario deberá, bien tener su sede estatutaria en el Estado miembro en que la sociedad de gestión tiene su sede estatutaria, bien establecerse en él si tiene su sede estatutaria en otro Estado miembro.
2. El depositario deberá ser un establecimiento sujeto a control público. Deberá presentar garantías financieras y profesionales suficientes para poder ejercer de forma efectiva las actividades que le incumben por su función de depositario y para afrontar los compromisos que se derivan del ejercicio de tal función.
3. El Estado miembro determinará las categorías de establecimientos a que se refiere el apartado 2, entre las que pueden escogerse los depositarios.

#### *Artículo 9*

El depositario será responsable, según el Derecho nacional del Estado en que esté situada la sede estatutaria de la sociedad de gestión, ante la sociedad de gestión y los partícipes, de cualquier perjuicio padecido por éstos y derivado de la ausencia de ejecución o de la ejecución incorrecta de sus obligaciones. Con respecto a los partícipes

la responsabilidad podrá ser reclamada en forma directa o indirecta a través de la sociedad de gestión, en función de la naturaleza jurídica de las relaciones existentes entre el depositario, la sociedad de gestión y los partícipes.

#### *Artículo 10*

1. Las funciones de sociedad de gestión y de depositario no podrán ejercerse por la misma sociedad.
2. La sociedad de gestión y el depositario deberán, en el ejercicio de sus funciones respectivas, actuar de forma independiente y exclusivamente en interés de los partícipes.

#### *Artículo 11*

La ley o el reglamento del fondo definirán las condiciones de sustitución de la sociedad de gestión y del depositario y preverán las normas que permitan garantizar la protección de los partícipes en el momento de tal sustitución.

### SECCIÓN IV

#### **Obligaciones relativas a la estructura de las sociedades de inversión y su depositario**

#### *Artículo 12*

Los Estados miembros determinarán la forma jurídica que debe revestir la sociedad de inversión. Esta deberá tener un capital desembolsado suficiente que le permita ejercer de forma efectiva su actividad y afrontar sus responsabilidades.

#### *Artículo 13*

La sociedad de inversión no puede tener actividades diferentes a las previstas en el apartado 2 del artículo 1.

#### *Artículo 14*

1. La custodia de los activos de una sociedad de inversión deberá confiarse a un depositario.
2. La responsabilidad del depositario, tal como está prevista en el artículo 16, no se ve afectada por el hecho de que confíe a un tercero la totalidad o parte de los activos de que tiene la custodia.
3. El depositario deberá además:
  - a) asegurarse de que la venta, la emisión, la nueva compra, el reembolso y la anulación de las participaciones efectuados por la sociedad o por su cuenta, se realizan de conformidad a la ley o a los documentos constitutivos de la sociedad;
  - b) asegurarse que en las operaciones relativas a los activos de la sociedad, le es entregado el contravalor en los plazos al uso;
  - c) asegurarse que los productos de la sociedad reciben el destino conforme a la ley y a los documentos constitutivos.



4. Un Estado miembro podrá decidir que las sociedades de inversión situadas en su territorio que comercialicen sus participaciones exclusivamente a través de una o varias bolsas de valores a cuya cotización oficial se admiten sus participaciones, no están obligadas a tener un depositario con arreglo a la presente Directiva.

Los artículos 24, 37 y 38 no se aplican a estas sociedades. No obstante, las normas para la valoración de los activos de estas sociedades deberán indicarse en la ley y/o en sus documentos constitutivos.

5. Un Estado miembro podrá decidir que las sociedades de inversión situadas en su territorio que comercialicen al menos el 80 % de sus participaciones a través de una o varias bolsas de valores designadas en los documentos constitutivos, no están obligadas a tener un depositario con arreglo a la presente Directiva, siempre que estas participaciones estén admitidas a la cotización oficial de las bolsas de valores de los Estados miembros en cuyo territorio se comercialicen las participaciones y siempre que las transacciones operadas por la sociedad fuera de la bolsa se efectúen únicamente según la cotización de la bolsa. Los documentos constitutivos de la sociedad deberán indicar la bolsa del país de comercialización cuya cotización determina el precio de las transacciones efectuadas, fuera de la bolsa, en este país por esta sociedad.

El Estado miembro sólo utilizará la facultad prevista en el párrafo anterior si estima que los partícipes se benefician de una protección equivalente a aquella de que se benefician los partícipes de los OICVM que tengan un depositario con arreglo a la presente Directiva.

En especial, estas sociedades así como las previstas en el apartado 4, deberán:

- a) a falta de indicación en la ley, indicar en sus documentos constitutivos los métodos de cálculo del valor de inventario neto de las participaciones;
- b) intervenir sobre el mercado para evitar que el valor de sus participaciones en bolsa no se separe en más de un 5 % del valor de inventario neto de estas participaciones;
- c) establecer el valor de inventario neto de las participaciones, comunicarlo a las autoridades competentes al menos dos veces por semana y publicarlo dos veces al mes.

Un interventor de cuentas independiente garantizará al menos dos veces al mes que el cálculo del valor de las participaciones se efectúe de conformidad con la ley y los documentos constitutivos de la sociedad. Al mismo tiempo, el interventor comprobará que los activos de la sociedad se invierten de acuerdo con las normas previstas por la ley y los documentos constitutivos.

6. <sup>4</sup> Los Estados miembros comunicarán a la Comisión la identidad de las sociedades que se benefician de las excepciones previstas en los apartados 4 y 5.

La Comisión informará al Comité de contacto, dentro de los cinco años siguientes a la fecha de aplicación de la presente Directiva, sobre la aplicación de los apartados 4 y 5. Una vez emitido el dictamen del Comité de contacto, la Comisión propondrá, en la medida en que sea necesario, las medidas apropiadas.

#### Artículo 15

1. El depositario deberá, bien tener su sede estatutaria en el Estado miembro en que la sociedad de inversión tiene su sede estatutaria, bien establecerse en él si tiene su sede estatutaria en otro Estado miembro.

2. El depositario deberá ser un establecimiento sujeto a control público. Deberá presentar garantías financieras y profesionales suficientes para poder ejercer de forma efectiva las actividades que le correspondan por su función de depositario y para afrontar los compromisos derivados del ejercicio de esta función.

3. Los Estados miembros establecerán las categorías de establecimientos previstos en el apartado 2, entre las cuales pueden escogerse los depositarios.

#### Artículo 16

El depositario será responsable, de acuerdo con el Derecho nacional del Estado en que está situada la sede estatutaria de la sociedad de inversión, ante la sociedad de inversión y los partícipes, de cualquier perjuicio que éstos padezcan y que se deriven de la ausencia de ejecución o de la ejecución incorrecta de sus obligaciones.

#### Artículo 17

1. Las funciones de sociedad de inversión y de depositario no podrán ejercerse por la misma sociedad.

2. El depositario deberá, en el ejercicio de sus funciones, actuar exclusivamente en interés de los partícipes.

#### Artículo 18

La ley o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión definirán las condiciones de sustitución del depositario y preverán las normas que permitan garantizar la protección de los partícipes en el momento de su sustitución.

### SECCIÓN V

#### Obligaciones relativas a la política de inversión de los OICVM

#### Artículo 19

1. Las inversiones de un fondo común de inversión y de una sociedad de inversión deberán estar constituidas de forma exclusiva por:

- a) valores mobiliarios admitidos a la cotización oficial de una bolsa de valores de un Estado miembro;
- b) valores mobiliarios negociados en otro mercado de un Estado miembro, reglamentado, en funcionamiento regular, reconocido y abierto al público;
- c) valores mobiliarios admitidos a la cotización oficial de una bolsa de valores de un tercer Estado o negociados en otro mercado de un tercer Estado, reglamentado, en funcionamiento regular, reconocido y abierto al público, siempre que la elección de la bolsa o del mercado haya sido aprobada por las autoridades

competentes o esté prevista por la ley y/o el reglamento del fondo o por los documentos constitutivos de la sociedad de inversión;

d) valores mobiliarios recientemente emitidos a condición que:

— las condiciones de emisión impliquen el compromiso de que se va a presentar la solicitud de admisión a la cotización oficial de una bolsa de valores o a otro mercado reglamentado, en funcionamiento regular, reconocido y abierto al público, y siempre que la elección de la bolsa o del mercado haya sido aprobada por las autoridades competentes o esté prevista en la ley y/o en el reglamento del fondo o por los documentos constitutivos de la sociedad de inversión,

— se obtengan la admisión a más tardar antes de que finalice el período de un año a partir de la emisión.

2. Sin embargo:

a) un OICVM podrá invertir sus activos hasta un máximo de un 10 % en valores mobiliarios diferentes de los previstos en el apartado 1;

b) los Estados miembros pueden prever que los OICVM podrán invertir sus activos hasta un máximo de un 10 % en títulos de crédito que, para los fines de la aplicación de la presente Directiva, sean asimilables por sus características a los valores mobiliarios y que en especial sean transferibles, líquidos y de un valor susceptible de ser determinado con precisión en cualquier momento o al menos según la periodicidad prevista en el artículo 34;

c) una sociedad de inversión podrá adquirir los bienes muebles e inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad;

d) un OICVM no podrá adquirir metales preciosos ni certificados que los represente.

3. Las inversiones previstas en las letras a) y b) del apartado 2 no podrán en cualquier caso superar conjuntamente el 10 % de los activos del OICVM.

4. Un fondo común de inversión y una sociedad de inversión podrán poseer liquidez con carácter accesorio.

#### Artículo 20

1. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión:

a) a más tardar en la fecha de aplicación de la presente Directiva, la lista de los títulos de crédito que tienen la intención de asimilar a valores mobiliarios, de conformidad con la letra b) del apartado 2 del artículo 19, precisando las características de los títulos asimilados y la motivación de tal asimilación;

b) las modificaciones que tienen la intención de introducir a la lista de los títulos a que se refiere la letra a) o las nuevas asimilaciones previstas, así como las motivaciones de estas modificaciones o de estas asimilaciones.

2. La Comisión comunicará inmediatamente a los demás Estados miembros estas informaciones, junto con cualquier comentario que estime oportuno. Esta comuni-

cación podrá ser objeto de un intercambio de puntos de vista en el seno del Comité de contacto, según el procedimiento previsto en el apartado 4 del artículo 53.

#### Artículo 21

1. Los Estados miembros podrán autorizar a los OICVM, en las condiciones y límites que establezcan, a recurrir a las técnicas e instrumentos que tienen por objeto los valores mobiliarios, siempre que el recurso a estas técnicas e instrumentos sea hecho para una buena gestión de la cartera.

2. Los Estados miembros podrán, además, autorizar a los OICVM a recurrir a técnicas e instrumentos destinados a la cobertura de los riesgos de cambio en el marco de la gestión de su patrimonio.

#### Artículo 22

1. Un OICVM no podrá invertir más del 5 % de sus activos en valores mobiliarios de un mismo emisor.

2. Los Estados miembros podrán elevar el límite previsto en el apartado 1 hasta un 10 % como máximo. Sin embargo, el valor total de los valores mobiliarios poseídos por el OICVM en los emisores en los que invierta más del 5 % de sus activos, no podrá superar el 40 % del valor de los activos del OICVM.

3. Los Estados miembros podrán elevar el límite previsto en el apartado 1 hasta un 35 % como máximo cuando los valores mobiliarios sean emitidos o garantizados por un Estado miembro, por sus entes públicos territoriales, por un tercer Estado o por organismos internacionales de carácter público de que formen parte uno o varios Estados miembros.

4 (1). Los Estados miembros podrán elevar el límite previsto en el apartado 1 hasta el 25 % como máximo para algunas obligaciones emitidas por los establecimientos de crédito con sede social en un Estado miembro, sometidos, en virtud de una ley, a un control público específico destinado a proteger a los obligacionistas. En particular, los fondos procedentes de la emisión deberán ser invertidos, en activos que cubran suficientemente, durante toda la vida de las obligaciones, los compromisos de la emisión y deberán quedar afectados de forma privilegiada al reembolso del principal y al pago de los intereses devengados en caso de fallido del emisor.

Cuando una OICVM invierta más del 5 % de sus activos en obligaciones de las contempladas en el párrafo primero emitidas por un mismo obligador, el valor total de dicha inversión no podrá superar el 80 % del importe de los activos de la OICVM.

Los Estados miembros comunicarán a la Comisión con arreglo a lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 20, la lista de las categorías de obligaciones mencionadas y de las entidades facultadas, para emitir obligaciones que respondan a los criterios antes enunciados. A dicha lista se añadirá una información que precise la naturaleza de las garantías. Será de aplicación el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 20.

(1) Añadidos los apartados 4 y 5 del artículo 22 por Directiva 88/220/CEE.

5. Los valores mobiliarios contemplados en los apartados 3 y 4 no serán tenidos en cuenta a los efectos de la aplicación del límite del 40 % fijado en el apartado 2.

Los límites previstos en los apartados 1, 2, 3 y 4 no podrán acumularse y, en consecuencia, las inversiones en valores mobiliarios de un mismo emisor efectuadas con arreglo a lo dispuesto en los apartados 1, 2, 3 y 4 no podrán en ningún caso superar, en total, el 35 % de los activos de la OICVM.

#### Artículo 23

1. No obstante lo previsto en el artículo 22 y sin perjuicio del apartado 3 del artículo 68 del Tratado, los Estados miembros podrán autorizar a los OICVM a invertir, según el principio del reparto de riesgos, hasta el 100% de sus activos en emisiones diferentes de valores mobiliarios emitidas o garantizadas por un Estado miembro, por sus entes públicos territoriales, por un tercer Estado o por organismos internacionales de carácter público de que forman parte uno a varios Estados miembros.

Las autoridades competentes sólo concederán esta excepción si estiman que los partícipes de los OICVM se benefician de una protección equivalente a aquella de que se benefician los partícipes en OICVM que respetan los límites del artículo 22.

Estos OICVM deberán poseer valores correspondientes a por lo menos seis emisiones diferentes, sin que los valores de una misma emisión puedan exceder el 30 % del importe total de sus activos.

2. Los OICVM previstos en el apartado 1 deberán mencionar expresamente en el reglamento del fondo o en los documentos constitutivos de la sociedad de inversión, los Estados, entes públicos territoriales u organismos internacionales de carácter público, emisores o que garantizan los valores en los que tienen la intención de invertir más del 35 % de sus activos; este reglamento o estos documentos constitutivos deberán ser aprobados por las autoridades competentes.

3. Además, los OICVM previstos en el apartado 1 deberán incluir, en el folleto o en cualquier publicación de promoción, una frase bien visible que llame la atención sobre esta autorización e indique los Estados, entes públicos territoriales y organismos internacionales de carácter público, en cuyos valores tienen la intención de invertir o han invertido más del 35 % de sus activos.

#### Artículo 24

1. Un OICVM sólo podrá adquirir participaciones de otros organismos de inversión colectiva de tipo abierto si se consideran organismos de inversión colectiva tal como se definen en los dos primeros guiones del apartado 2 del artículo 1.

2. Un OICVM no podrá invertir más del 5 % de sus activos en participaciones de estos OICVM.

3. La adquisición de participaciones de un fondo común de inversión administrado por la misma sociedad de gestión o por cualquier otra sociedad con la cual la sociedad de gestión esté vinculada en el marco de una comunidad de gestión de control, o por una importante participación directa o indirecta, sólo se admitirá en el caso de un fondo

que, de conformidad con su reglamento, esté especializado en la inversión en un sector geográfico o económico particular y siempre que la adquisición sea autorizada por las autoridades competentes. Esta autorización sólo se concederá si el fondo ha anunciado su intención de utilizar esta facultad y si ésta se menciona de forma expresa en su reglamento.

La sociedad de gestión no podrá, para las operaciones que afecten a las participaciones del fondo, imputar gastos o derechos cuando elementos del activo de un fondo común sean invertidos en participaciones de otro fondo común de inversión asimismo administrado por la misma sociedad de gestión, o por cualquier otra sociedad con la cual la sociedad de gestión esté vinculada en el marco de una comunidad de gestión o de control o mediante una importante participación directa o indirecta.

4. El apartado 3 se aplicará también en caso de adquisición por una sociedad de inversión de participaciones de otra sociedad de inversión a la cual esté vinculada con arreglo al apartado 3.

Se aplica también en caso de adquisición por una sociedad de inversión de participaciones de un fondo común de inversión al cual esté vinculada y en caso de adquisición por un fondo común de participaciones de una sociedad de inversión a la cual esté vinculado.

#### Artículo 25

1. Una sociedad de inversión o una sociedad de gestión, para el conjunto de los fondos comunes de inversión que administra y que entren en el ámbito de aplicación de la presente Directiva, no podrá adquirir acciones que den derecho al voto y que le permitan ejercer una influencia notable en la gestión de un emisor.

Hasta una coordinación posterior los Estados miembros, deberán tener en cuenta las normas existentes en las legislaciones de los demás Estados miembros que definen el principio enunciado en el primer párrafo.

2. Además, una sociedad de inversión o un fondo común de inversión no podrá adquirir más de:

- el 10 % de acciones sin derecho a voto de un mismo emisor,
- el 10 % de obligaciones de un mismo emisor,
- el 10 % de participaciones de un mismo organismo de inversión colectiva, tal como se define en los guiones 1 y 2 del apartado 2 del artículo 1.

Los límites previstos en los guiones segundo y tercero podrán no ser respetados en el momento de la adquisición si, en ese momento, el importe bruto de las obligaciones o el importe neto de los títulos emitidos no puede calcularse.

3. Los Estados miembros podrán renunciar a la aplicación de los apartados 1 y 2 en lo relativo a:

- a) los valores mobiliarios emitidos o garantizados por un Estado miembro o por sus entes públicos territoriales;
- b) los valores mobiliarios emitidos o garantizados por un tercer Estado;
- c) los valores mobiliarios emitidos por organismos internacionales de carácter público de que forman parte uno o varios Estados miembros;

- d) las acciones poseídas por un OICVM en el capital de una sociedad de un tercer Estado que invierta sus activos esencialmente en títulos de emisores nacionales de este Estado cuando, en virtud de la legislación de éste, tal participación constituye para el OICVM la única posibilidad de invertir en títulos de emisores de este Estado. Sin embargo, esta excepción sólo se aplica si la sociedad del tercer Estado respeta en su política de inversión los límites establecidos por los artículos 22 y 24 y los apartados 1 y 2 del artículo 25. En caso de superación de los límites previstos en los artículos 22 y 24, se aplicará «*mutatis mutandis*» el artículo 26;
- e) las acciones poseídas por una sociedad de inversión en el capital de las sociedades filiales que ejerzan exclusivamente en provecho de ésta determinadas actividades de gestión, de asesoramiento o de comercialización.

#### Artículo 26

1. Los límites previstos en la presente Sección no deben ser respetados por los OICVM en caso de ejercicio de derechos de suscripción atribuidos a valores mobiliarios que formen parte de sus activos.

Los Estados miembros, al mismo tiempo que cuidan del respeto por el principio del reparto de riesgos, podrán permitir a los OICVM recientemente creados la inaplicación de los artículos 22 y 23 durante un período de seis meses siguiente a la fecha de su autorización.

2. Si tiene lugar una superación de los límites previstos en el apartado 1 independientemente de la voluntad del OICVM o tras el ejercicio del derecho de suscripción, éste deberá en sus operaciones de venta, tener como objetivo prioritario regularizar esta situación teniendo en cuenta el interés de los partícipes.

### SECCIÓN VI

#### Obligaciones relativas a la información de los partícipes

##### A. Publicación de un folleto y de informes periódicos

#### Artículo 27

1. La sociedad de gestión, para cada uno de los fondos administrados por la misma, y la sociedad de inversión, deberán publicar:

- un folleto,
- un informe anual para cada ejercicio, y
- un informe semestral relativo a los seis primeros meses del ejercicio.

2. Los informes anual y semestral deberán publicarse en los siguientes plazos, a partir del fin del período a que se refieren estos informes:

- cuatro meses para el informe anual,
- dos meses para el informe semestral.

#### Artículo 28

1. El folleto deberá contener las informaciones necesarias para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone. Incluirá como mínimo las informaciones previstas en el esquema A anexo a la presente Directiva, siempre que estas informaciones no figuren en los documentos anejos al folleto de conformidad con el apartado 1 del artículo 29.

2. El informe anual deberá contener un balance o un estado del patrimonio, una cuenta detallada de los ingresos y de los gastos del ejercicio, un informe sobre las actividades del ejercicio precedente y las demás informaciones previstas en el esquema B anexo a la presente Directiva, así como cualquier información significativa que permita a los inversores formular con conocimiento de causa un juicio sobre la evolución de la actividad y los resultados del OICVM.

3. El informe semestral contendrá al menos las informaciones previstas en los capítulos I al IV del esquema B anexo a la presente Directiva; cuando un OICVM ha pagado o se propone pagar anticipos sobre los dividendos, las cifras deberán indicar el resultado previa deducción de los impuestos para el semestre considerado y los anticipos sobre los dividendos pagados o propuestos.

#### Artículo 29

1. El reglamento del fondo o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión forman parte integrante del folleto al que deben ir anejos.

2. Sin embargo, los documentos previstos en el apartado 1 podrán no ir anejos al folleto siempre que el titular de las participaciones sea informado de que podrá, a petición suya, bien tener comunicación de estos documentos, bien conocer el lugar en que podrá consultarlos, en cada Estado miembro en que se ofrecen las participaciones.

#### Artículo 30

Los elementos esenciales del folleto deberán estar actualizados.

#### Artículo 31

Los datos contables contenidos en los informes anuales deberán ser controlados por una o varias personas habilitadas por ley para la revisión de cuentas de conformidad con la Directiva 84/253/CEE del Consejo, de 10 de abril de 1984, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado CEE, relativa a la habilitación de las personas encargadas del control legal de los documentos contables. El certificado emitido por estas personas y en su caso sus reservas, se reproducirán íntegramente en cada informe anual.

#### Artículo 32

El OICVM deberá comunicar su folleto y las modificaciones del mismo así como sus informes anual y semestral, a las autoridades competentes.

#### Artículo 33

1. El folleto y el último informe anual, así como el informe semestral siguiente si está publicado, deberán entre-

garse de forma gratuita al suscriptor antes de la celebración del contrato.

2. Además, los informes anual y semestral deberán mantenerse a disposición del público en los lugares indicados por el folleto.

3. Los informes anual y semestral se remitirán gratuitamente a los partícipes que lo soliciten.

#### B. Publicación de otras informaciones

##### Artículo 34

El OICVM deberá hacer público, de la forma apropiada, el precio de emisión, de venta, de nueva compra o de reembolso de sus participaciones, cada vez que emita, venda, compre de nuevo o reembolse sus participaciones, y ello al menos dos veces al mes. Las autoridades competentes podrán sin embargo permitir a un OICVM reducir este ritmo a una vez al mes, siempre que esta excepción no perjudique los intereses de los partícipes.

##### Artículo 35

Toda publicidad que contenga una invitación para comprar participaciones de un OICVM, deberá indicar la existencia de un folleto y los lugares en que el mismo puede obtenerse por parte del público.

## SECCIÓN VII

### Obligaciones generales del OICVM

##### Artículo 36

1. No podrán contraer préstamos:

- ni la sociedad de inversión,
- ni la sociedad de gestión o el depositario, por cuenta del fondo común de inversión.

Sin embargo, un OICVM podrá adquirir divisas mediante un tipo de préstamo «back-to-back».

2. No obstante lo previsto en el apartado 1, los Estados miembros podrán autorizar a los OICVM a contraer préstamos:

- a) hasta un máximo del 10 %:
- de sus activos, en el caso de sociedades de inversión,
  - del valor del fondo, en el caso de un fondo común de inversión,

siempre que se trate de préstamos temporales;

- b) hasta un máximo del 10 % de sus activos, en el caso de sociedades de inversión, siempre que se trate de préstamos para la adquisición de bienes inmuebles indispensables para la continuación directa de sus actividades; en este caso, estos préstamos y los previstos en la letra a) no podrán en ningún caso superar conjuntamente el 15 % de sus activos.

##### Artículo 37

1. Un OICVM deberá volver a comprar o reembolsar sus participaciones a petición del partícipe.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado 1:

- a) un OICVM podrá suspender provisionalmente, en los casos y según las modalidades previstas por la ley, el reglamento del fondo o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión, la nueva compra o el reembolso de sus participaciones. La suspensión sólo podrá preverse en casos excepcionales cuando lo exijan las circunstancias y si la suspensión está justificada en consideración a los intereses de los partícipes;
- b) los Estados miembros podrán permitir a las autoridades competentes exigir en interés de los partícipes o en el interés público, la suspensión de la nueva compra para el reembolso de las participaciones.

3. En los casos previstos en la letra a) del apartado 2, el OICVM deberá comunicar inmediatamente su decisión a las autoridades competentes y, si comercializa sus participaciones en otros Estados miembros, a las autoridades de éstos.

##### Artículo 38

Las normas de valoración de los activos así como los métodos de cálculo del precio de emisión o de venta y del precio de nueva compra o de reembolso de las participaciones de un OICVM, deberán indicarse en la ley, el reglamento del fondo o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión.

##### Artículo 39

La distribución o la reinversión de las rentas del fondo o de la sociedad de inversión, se efectuarán de conformidad con la ley y el reglamento del fondo o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión.

##### Artículo 40

Las participaciones de un OICVM sólo podrán emitirse si el equivalente del precio de emisión neto es ingresado en los plazos al uso en los activos del OICVM. Esta disposición no se opone a la distribución de participaciones gratuitas.

##### Artículo 41

Sin perjuicio de la aplicación de los artículos 19 y 21, no podrán conceder créditos o avalarlos por cuenta de terceros:

- ni la sociedad de inversión,
- ni la sociedad de gestión o el depositario, por cuenta del fondo común de inversión.

2. El apartado 1 no se opone a la adquisición por parte de los organismos de que se trata de valores mobiliarios no enteramente desembolsados.

#### Artículo 42

No podrán efectuar ventas al descubierto sobre los valores mobiliarios:

- ni la sociedad de inversión,
- ni la sociedad de gestión o el depositario, por cuenta del fondo común de inversión.

#### Artículo 43

La ley o el reglamento del fondo deberá indicar las remuneraciones y los gastos que la sociedad de gestión está habilitada a deducir del fondo, así como el modo de cálculo de estas remuneraciones.

La ley o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión deberán indicar la naturaleza de los gastos a cargo de la sociedad.

### SECCIÓN VIII

#### **Disposiciones especiales aplicables a los OICVM que comercialicen sus participaciones en Estados miembros diferentes de aquellos en que están situados**

#### Artículo 44

1. Un OICVM que comercialice sus participaciones en otro Estado miembro deberá respetar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas en vigor en tal Estado y que no entren en el ámbito regulado por la presente Directiva.
2. Cualquier OICVM podrá hacer publicidad en el Estado miembro de comercialización. Deberá respetar las disposiciones que regulan la publicidad en ese Estado.
3. Las disposiciones previstas en los apartados 1 y 2 deberán aplicarse de modo no discriminatorio.

#### Artículo 45

En la hipótesis prevista en el artículo 44, el OICVM deberá adoptar, entre otras, las medidas necesarias, dentro del respeto de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas en vigor en el Estado miembro de comercialización, para que los pagos a los partícipes, la nueva compra o el reembolso de las participaciones, así como la difusión de las informaciones que deben suministrar los OICVM, se aseguren a los partícipes en este Estado.

#### Artículo 46

Si un OICVM se propone comercializar sus participaciones en un Estado miembro diferente a aquel en que está situado, deberá informar de ello previamente a las autoridades competentes, así como a las autoridades de este otro Estado miembro; deberá comunicar simultáneamente a estas últimas autoridades:

- un certificado de las autoridades competentes, según el cual el OICVM reúne las condiciones enunciadas en la presente Directiva,

- su reglamento del fondo o sus documentos constitutivos,
- su folleto,
- en su caso, el último informe anual y el informe semestral sucesivo,
- informaciones sobre las modalidades previstas para la comercialización de sus participaciones en este otro Estado miembro.

El OICVM podrá iniciar la comercialización de sus participaciones en este otro Estado miembro dos meses después de la mencionada comunicación, a menos que las autoridades del Estado miembro interesado hagan constar mediante decisión motivada adoptada antes de la expiración del plazo de dos meses, que las modalidades previstas para la comercialización de participaciones no son conformes con las disposiciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 44 y el artículo 45.

#### Artículo 47

Si un OICVM comercializa sus participaciones en un Estado miembro diferente a aquel en que está situado, deberá difundir en este otro Estado miembro, en al menos una lengua nacional de éste, los documentos y las informaciones que deben publicarse en el Estado miembro en que está situado y de acuerdo con las mismas modalidades que las previstas en este último Estado.

#### Artículo 48

Los OICVM podrán, para el ejercicio de sus actividades, utilizar en la Comunidad la misma denominación genérica, como «sociedad de inversión» o «fondo común de inversión», que las que utilizan en el Estado miembro en que están situados. En el caso en que se presentare un riesgo de confusión los Estados miembros de comercialización podrán exigir, a fines de clarificación, que se añada a la denominación una mención explicativa.

### SECCIÓN IX

#### **Disposiciones relativas a las autoridades encargadas de la autorización y del control**

#### Artículo 49

1. Los Estados miembros designarán a las autoridades encargadas de ejercer las atribuciones previstas por la presente Directiva. Informarán de ello a la Comisión precisando la distribución eventual de las atribuciones.
2. Las autoridades mencionadas en el apartado 1 deberán ser autoridades públicas o un órgano designado por las autoridades públicas.
3. Las autoridades del Estado en el que está situado un OICVM serán competentes para ejercer el control del OICVM. No obstante, las autoridades del Estado en el que un OICVM comercialice sus participaciones en aplicación del artículo 44, serán competentes para controlar el respeto de las disposiciones de la Sección VIII.
4. Para garantizar su misión, las autoridades deberán ser dotadas de todas las competencias y poderes de control necesarios.

#### Artículo 50

1. Las autoridades de los Estados miembros a que se refiere el artículo 49 colaborarán estrechamente para el cumplimiento de su misión y deberán comunicarse, con este único fin, todas las informaciones solicitadas.
2. Los Estados miembros preverán que todas las personas que ejerzan o hayan ejercido una actividad ante las autoridades a que se refiere el artículo 49, estarán obligadas al secreto profesional. Esto implica que las informaciones confidenciales que estas personas reciban con carácter profesional, sólo podrán ser divulgadas, a cualquier persona o autoridad, en virtud de disposiciones legales.
3. El apartado 2 no impide sin embargo a las autoridades previstas en el artículo 49 de diferentes Estados miembros intercambiar las comunicaciones previstas por la presente Directiva. Estas informaciones, de esta forma intercambiadas, estarán cubiertas por el secreto al que están obligadas las personas que ejerzan o hayan ejercido una actividad ante la autoridad que las recibe.
4. Sin perjuicio de los casos de competencia penal, la autoridad a que se refiere el artículo 49 que recibe las informaciones, podrá utilizarlas exclusivamente para el ejercicio de sus funciones así como en el marco de recursos administrativos o procedimientos judiciales relativos a este ejercicio.

#### Artículo 51

1. Las autoridades a que se refiere el artículo 49 deberán motivar cualquier decisión de revocación de autorización o cualquier decisión negativa tomada en aplicación de las medidas generales adoptadas en ejecución de la presente Directiva y comunicarla al solicitante.
2. Los Estados miembros establecerán que las decisiones tomadas con respecto a un OICVM en aplicación de las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas adoptadas de conformidad con la presente Directiva, podrán recurrir por vía jurisdiccional; lo mismo ocurrirá si no se ha tomado una decisión en los seis meses siguientes a su presentación, mediante solicitud presentada por un OICVM y que contenga todos los elementos requeridos por las disposiciones en vigor.

#### Artículo 52

1. Las autoridades del Estado miembro en que está situado el OICVM son las únicas habilitadas para tomar medidas con respecto a este OICVM en caso de violación de disposiciones legales, reglamentarias o administrativas, así como de normas previstas por el reglamento del fondo o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión.
2. No obstante, las autoridades del Estado miembro en el que tiene lugar la comercialización de las participaciones del OICVM, podrán adoptar medidas con respecto a este OICVM en caso de violación de las disposiciones de la Sección VIII.
3. Cualquier decisión de revocación de la autorización y cualquier otra medida grave tomada con respecto a un OICVM o cualquier suspensión de la nueva compra o del reembolso que le fuera impuesto, deberán comunicarse

sin demora por las autoridades del Estado miembro en que está situado el OICVM a las autoridades de los demás Estados miembros en que se comercializan las participaciones de este último.

### SECCIÓN X

#### Comité de contacto

##### Artículo 53

1. Se crea un Comité de contacto adjunto a la Comisión, que en lo sucesivo se denominará «Comité» y que tendrá por misión:
  - a) facilitar, sin perjuicio de los artículos 169 y 170 del Tratado, una aplicación armonizada de la presente Directiva mediante una concertación regular sobre los problemas prácticos que pueda plantear su aplicación y sobre los cuales se consideren convenientes intercambios de punto de vista;
  - b) facilitar una concertación entre los Estados miembros sobre, bien disposiciones más rigurosas o complementarias que puedan adoptar de conformidad con el apartado 7 del artículo 1, bien disposiciones que tienen la facultad de aplicar en virtud de los artículos 44 y 45;
  - c) aconsejar a la Comisión, cuando fuere necesario, sobre complementos o enmiendas que hubiere que introducir en la presente Directiva.
2. El Comité no tiene por misión apreciar el fundamento de las decisiones tomadas en casos individuales por las autoridades a que se refiere el artículo 49.
3. El Comité estará compuesto por personas designadas por los Estados miembros así como por representantes de la Comisión. Estará presidido por un representante de ésta. Los servicios de la Comisión se encargarán de la secretaría.
4. El Comité será convocado por su presidente, bien por iniciativa de éste, bien a instancias de la delegación del Estado miembro. Establecerá su reglamento interno.

### SECCIÓN XI

#### Disposiciones transitorias, derogatorias y finales

##### Artículo 54

Para uso exclusivo de los OICVM daneses, los «*pantebreve*» emitidos en Dinamarca se asimilarán a los valores mobiliarios contemplados en la letra b) del apartado 1 del artículo 19.

##### Artículo 55

No obstante lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 7 y en el apartado 1 del artículo 14, las autoridades competentes podrán autorizar a los OICVM que en la fecha de adopción de la presente Directiva dispongan de varios depositarios de conformidad con su legislación nacional, a conservar esa totalidad de depositarios si tienen la garantía de que las funciones que se han de ejercer en

virtud del apartado 3 del artículo 7 y del apartado 3 del artículo 14, se ejerciten efectivamente.

#### Artículo 56

1. No obstante lo previsto en el artículo 6, los Estados miembros podrán autorizar a las sociedades de gestión a emitir certificados al portador representativos de títulos nominativos de otras sociedades.
2. Los Estados miembros podrán autorizar a las sociedades de gestión que en la fecha de adopción de la presente Directiva ejerzan también actividades diferentes de las previstas en el artículo 6, a continuar estas otras actividades durante un plazo de cinco años a partir de esta fecha.

#### Artículo 57

1. Los Estados miembros pondrán en vigor las medidas necesarias para cumplir la presente Directiva a más tardar el 1 de octubre de 1989. Informarán inmediatamente de ello a la Comisión.
2. Los Estados miembros podrán conceder a los OICVM existentes en la fecha de aplicación de la presente Directiva, un período máximo de doce meses a partir de esta fecha para cumplir las nuevas disposiciones nacionales.

3. La República Helénica y la República Portuguesa están autorizadas para aplazar hasta el 1 de abril de 1992 a más tardar la aplicación de la presente Directiva.

La Comisión informará al Consejo un año antes de esta última fecha, sobre el estado de la aplicación de la presente Directiva y sobre las eventuales dificultades que pudieran encontrar la República Helénica y la República Portuguesa para respetar la fecha prevista en el primer párrafo.

Propondrá al Consejo, en la medida en que sea necesario, prorrogar el plazo por un período que no podrá ser superior a cuatro años.

#### Artículo 58

Los Estados miembros procurarán comunicar a la Comisión el texto de las disposiciones esenciales legales, reglamentarias y administrativas que adopten en el sector regulado por la presente Directiva.

#### Artículo 59

Los destinatarios de la presente Directiva serán los Estados miembros.

### ANEXO ESQUEMA A

1. Información relativa al fondo común de inversión	1. Información relativa a la sociedad de gestión	1. Información relativa a la sociedad de inversión
1.1. Denominación	1.1. Denominación o razón social, forma jurídica, sede social y principal sede administrativa si ésta es diferente de la sede social	1.1. Denominación o razón social, forma jurídica, sede social y principal sede administrativa si ésta es diferente de la sede social
1.2. Fecha de constitución del fondo. Indicación de la duración si ésta es limitada	1.2. Fecha de constitución de la sociedad. Indicación de la duración si ésta es limitada	1.2. Fecha de constitución de la sociedad. Indicación de la duración si ésta es limitada
	1.3. Si la sociedad gestiona otros fondos comunes de inversión, indicación de estos otros fondos	
1.4. Indicación del lugar donde se puede obtener el reglamento del fondo, si no consta en anexo, y los informes periódicos		1.4. Indicación del lugar donde se pueden obtener los documentos constitutivos, si no constan en anexos, y los informes periódicos
1.5. Indicaciones sucintas relativas al régimen fiscal aplicable al fondo, si revisten un interés para el partícipe. Indicación de la existencia de retenciones en la fuente deducidas de las rentas e incrementos de capital pagados por el fondo a los partícipes		1.5. Indicaciones sucintas relativas al régimen fiscal a la sociedad, si revisten un interés para el partícipe. Indicaciones de la existencia de retenciones en la fuente deducidas de las rentas e incrementos de capital pagados por la sociedad a los partícipes
1.6. Fecha del cierre de las cuentas y frecuencia de las distribuciones		1.6. Fecha del cierre de las cuentas y frecuencia de las distribuciones
1.7. Identidad de las personas encargadas de la comprobación de los datos contables previstos en el artículo 31		1.7. Identidad de las personas encargadas de la comprobación de los datos contables previstos en el artículo 31



1. Información relativa al fondo común de inversión (cont.)	1. Información relativa a la sociedad de gestión (cont.)	1. Información relativa a la sociedad de inversión (cont.)
	1.8. Identidad y funciones en la sociedad de los miembros de los órganos de administración, de dirección y de control. Mención de las principales actividades ejercidas por estas personas fuera de la sociedad cuando son significativas en relación con esta última	1.8. Identidad y funciones en la sociedad de los miembros de los órganos de administración, de dirección y de control. Mención de las principales actividades ejercidas por estas personas fuera de la sociedad cuando son significativas en relación con esta última
	1.9. Importe del capital suscrito con indicación del capital desembolsado	1.9. Capital
1.10. Mención de la naturaleza y de las características principales de las participaciones, con en particular las siguientes indicaciones: — naturaleza del derecho (real, de crédito u otro) que la participación representa, — títulos originales o certificados representativos de estos títulos, inscripción en un registro o en una cuenta, — características de las participaciones: nominativas o al portador. Indicación de los resguardos eventualmente previstos, — descripción del derecho de voto de los partícipes, si existe, — circunstancias en las que la liquidación del fondo puede ser decidida y modalidades de liquidación, en especial en cuanto a los derechos de los partícipes		1.10. Mención de la naturaleza y de las características principales de las participaciones, con en particular las siguientes indicaciones: — títulos originales o certificados representativos de estos títulos, inscripción en un registro o en una cuenta, — características de las participaciones: nominativas o al portador. Indicación de los resguardos eventualmente previstos, — descripción del derecho de voto de los partícipes, — circunstancias en las que la liquidación de la sociedad de inversión puede ser decidida y modalidades de la liquidación, en particular en cuanto a los derechos de los partícipes
1.11. Indicación eventual de las bolsas o de los mercados en que las participaciones se cotizan o negocian		1.11. Indicación eventual de las bolsas o de los mercados en que las participaciones se cotizan o negocian
1.12. Modalidades y condiciones de emisión y/o de venta de las participaciones		1.12. Modalidades y condiciones de emisión y/o de venta de las participaciones
1.13. Modalidades y condiciones de nueva compra o de reembolso de las participaciones y casos en que puede ser suspendido		1.13. Modalidades y condiciones de nueva compra o de reembolso de las participaciones y casos en que puede ser suspendido
1.14. Descripción de las normas que regulan la determinación y el destino de las rentas		1.14. Descripción de las normas que regulan la determinación y el destino de las rentas
1.15. Descripción de los objetivos de inversión del fondo incluidos los objetivos financieros (por ejemplo: búsqueda de plusvalías del capital o de las rentas), de la política de inversión (por ejemplo: especialización en determinados sectores geográficos o industriales), límites de esta política de inversión e indicación de las técnicas e instrumentos o de los poderes en materia de empréstitos susceptibles de ser utilizados en la gestión del fondo		1.15. Descripción de los objetivos de inversión de la sociedad incluidos los objetivos financieros (por ejemplo: búsqueda de plusvalías del capital o de las rentas), de la política de inversión (por ejemplo: especialización en determinados sectores geográficos o industriales), límites de esta política de inversión e indicación de las técnicas e instrumentos o de los poderes en materia de empréstitos susceptibles de ser utilizados en la gestión de la sociedad
1.16. Normas para la valoración de los activos		1.16. Normas para la valoración de los activos

1. Información relativa al fondo común de inversión (cont.)	1. Información relativa a la sociedad de gestión (cont.)	1. Información relativa a la sociedad de inversión (cont.)
1.17. Determinación de los precios de venta o de emisión y de reembolso, o de nueva compra de las participaciones, en particular: <ul style="list-style-type: none"> <li>— método y frecuencia del cálculo de estos precios,</li> <li>— indicación de las cargas relativas a las operaciones de venta, de emisión, de nueva compra o de reembolso de las participaciones,</li> <li>— indicación relativa a los medios, los lugares y la frecuencia en que estos precios son publicados</li> </ul>		1.17. Determinación de los precios de venta o de emisión y de reembolso, o de nueva compra de las participaciones, en particular: <ul style="list-style-type: none"> <li>— método y frecuencia del cálculo de estos precios,</li> <li>— indicación de las cargas relativas a las operaciones de venta, de emisión, de nueva compra o de reembolso de las participaciones,</li> <li>— indicación relativa a los medios, los lugares y la frecuencia en que estos precios son publicados (*)</li> </ul>
1.18. Indicación relativa a la modalidad, el importe y el cálculo de las remuneraciones a cargo del fondo y en beneficio de la sociedad de gestión, del depositario o de los terceros y de los reembolsos por el fondo de todos los gastos a la sociedad de gestión, al depositario o a terceros		1.18. Indicación relativa a la modalidad, el importe y el cálculo de las remuneraciones pagadas por la sociedad a sus dirigentes y miembros de los órganos de administración, de dirección y de control, al depositario o a los terceros y de los reembolsos por la sociedad de todos los gastos a sus dirigentes, al depositario o a terceros

(\*) Las sociedades de inversión a que se refiere el apartado 5 del artículo 14 de la Directiva indicarán además:

- el método y la frecuencia de cálculo del valor de inventario neto de las participaciones,
- la modalidad, el lugar y la frecuencia de la publicación de este valor,
- la bolsa en el país de comercialización cuya cotización determina el precio de las transacciones efectuadas fuera de la bolsa en este país.

2. Informaciones relativas al depositario:

- 2.1. denominación o razón social, forma jurídica, sede social y principal sede administrativa si ésta es diferente de la sede social;
- 2.2. principal actividad.

3. Indicaciones sobre las sociedades de asesoría o los asesores de inversión externa, siempre que el recurso a su servicio esté previsto mediante contrato y retribuido mediante deducción de los activos del OICVM:

- 3.1. identidad o razón social de la sociedad o nombre del asesor;
- 3.2. elementos del contrato con la sociedad de gestión o la sociedad de inversión que puedan interesar a los partícipes, con exclusión de los relativos a las remuneraciones;
- 3.3. otras actividades significativas.

4. Informaciones sobre las medidas adoptadas para efectuar los pagos a los partícipes, la nueva compra o el reembolso de las participaciones así como la difusión de las informaciones relativas al OICVM. Estas informaciones deberán en cualquier caso ser suministradas en el Estado miembro en que está situado el OICVM. Además, cuando las participaciones sean comercializadas en otro Estado miembro, las informaciones antes mencionadas se suministrarán en lo relativo a este Estado miembro y se incluirán en el folleto que en ese Estado se distribuya.

## ESQUEMA B

### Datos que hay que incluir en los informes periódicos

#### I. Estado del patrimonio

- valores mobiliarios,
- títulos de crédito a que se refiere la letra b) del apartado 2 del artículo 19,
- saldos bancarios,
- otros activos,
- total de los activos,
- pasivo,
- valor neto de inventario.

#### II. Número de participaciones en circulación

#### III. Valor neto de inventario por participación

#### IV. Cartera de títulos, distinguiendo entre:

- a) los valores mobiliarios admitidos a la cotización oficial de una bolsa de valores;
- b) los valores mobiliarios negociados en otro mercado oficial;
- c) los valores mobiliarios recientemente emitidos a que se refiere la letra d) del apartado 1 del artículo 19;
- d) los otros valores mobiliarios a que se refiere la letra a) del apartado 2 del artículo 19;
- e) los otros títulos de crédito asimilados en virtud de la letra b) del apartado 2 del artículo 19,

y con un reparto según los criterios más adecuados, teniendo en cuenta la política de inversión del OIPVM (por ejemplo: según criterios económicos, geográficos, por divisas, etc.), en porcentaje respecto al activo neto; se indicará, para cada uno de los valores antes mencionados, su cuota de participación con relación al total de los activos del OIPVM.

Indicación de los movimientos en la composición de la cartera de títulos durante el período de referencia.

#### V. Indicación de los movimientos habidos en los activos de los OICVM en el período de referencia, mediante los datos siguientes:

- rentas de inversión,
- otras rentas,
- costes de gestión,
- costes de depósito,
- otras cargas, tasas e impuestos,
- renta neta,
- rentas distribuidas y reinvertidas,
- aumento o disminución de la cuenta de capital,
- plusvalías o minusvalías de las inversiones,
- cualquier otra modificación que afecte a los activos y a los compromisos del OIPVM.

#### VI. Cuadro comparativo relativo a los tres últimos ejercicios y que incluya para cada ejercicio, al final del mismo:

- el valor neto de inventario global,
- el valor neto de inventario por participación.

#### VII. Indicación, por categoría de operaciones de acuerdo con el artículo 21 realizadas por el OICVM durante el período de referencia, del importe de los compromisos que se derivan.

**LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES  
DE INVERSIÓN COLECTIVA  
(BOE de 27 de diciembre)**

---

La disposición transitoria cuarta de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre (RCL 1978, 2837), 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 7/1964, de 30 de abril (RCL 1964, 996), no han sido objeto de desarrollo porque los principios contenidos en su artículo 6.º 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.

## TÍTULO PRELIMINAR

### *Artículo 1. Ambito de aplicación*

1. 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.

2. 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.

## TÍTULO PRIMERO

### INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE CARÁCTER FINANCIERO

#### CAPÍTULO PRIMERO

#### Disposiciones comunes

### *Artículo 2. Tipos de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero*

1. 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 1 del artículo 1.

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 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 3. 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 (1).

### Artículo 4. Normas generales sobre las 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. 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 valo-

(1) Modificado por disposición adicional 6.ª 1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

res 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.

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 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.

3. 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.

4. 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.

5. A los efectos de esta Ley se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades en que concurren las condiciones previstas en el artículo cuarto de la Ley del Mercado de Valores (2).

(2) Modificado por disposición adicional 6.ª 2 de la Ley 24/1988.

#### *Artículo 5. Publicidad de participaciones significativas*

Cuando un mismo socio o participe, por sí o por persona interpuesta, adquiera, obtenga el reembolso o transmita acciones o participaciones de una determinada Institución 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 participe todas aquellas acciones o participaciones que estén en poder del grupo, según definición del mismo contenida en el artículo cuarto de la Ley de Mercado de Valores, al que el socio o participe pertenezca o por cuenta del cual actúe (1).

#### *Artículo 6. 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 7. 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 8. Registro, autorización, información y denominación exclusiva*

1. Toda Institución de Inversión Colectiva, para poder

(1) Modificado por disposición adicional 6.ª 3 de la Ley 24/1988.

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.

2. 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.

3. 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 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 forma 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.

4. 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 en 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 los 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 cotización 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.

5. 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 31 de esta Ley.

6. En todo caso, la información a que se refieren los números 4 y 5 anteriores, así como la de los hechos relevantes para la Institución, que se publicarán de forma inmediata, serán verificados por los expertos en la forma establecida en el artículo 31 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.

7. 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 (1).

## CAPÍTULO II

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

#### Sección 1.ª Disposiciones generales

##### Artículo 9. Capital o patrimonio y número de accionistas o partícipes

1. 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 en la forma que reglamentariamente se determine (2).

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 ya 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 (3).

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.

2. 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.

3. 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 (RCL 1951, 811 y 945) 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 conti-

(1) Los apartados 1 y 3 de este artículo han recibido nueva redacción conforme a lo dispuesto en la disposición adicional 6.ª 4 de la Ley 24/1988. El párrafo 2.º del apartado 4 ha sido redactado conforme a la disposición adicional 6.ª 5 de la Ley 24/1988.

(2) Este párrafo 1.º del apartado 1 ha sido redactado conforme a la disposición adicional 6.ª 6 de la Ley 24/1988.

(3) Este párrafo 3.º del apartado 1 ha sido redactado conforme a la disposición adicional 6.ª 6 de la Ley 24/1988.

nuar 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 10. Inversión mínima y liquidez. Depósito y pignoración*

1. 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.

2. El Reglamento de esta Ley establecerá en relación con las Sociedades de Capital Fijo y Variable, Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos de 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 podrá comprender valores no cotizados, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, y siempre que figure en los Estatutos y/o en los Reglamentos y en el folleto informativo de la institución.

El Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerá los casos y condiciones en que las SIMCAV, los FIM y los FIAMM podrán utilizar instrumentos financieros derivados u otras técnicas para conseguir una adecuada cobertura de los distintos riesgos que afectan a los valores que integren su patrimonio (1).

3. 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 11. Obligaciones frente a terceros*

1. 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

(1) Redactado este apartado conforme al Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio (artículo 21).

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.

2. 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 (2).

#### *Sección 2.ª Sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo*

#### *Artículo 12. Principios generales*

1. En la denominación de la Sociedad deberá figurar necesariamente la indicación de Sociedad de Inversión Mobiliaria, siendo sus siglas «SIM».

2. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo se registrarán por lo establecido en esta Ley, y en lo no previsto en ella, por la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas (RCL 1951, 811 y 945).

3. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores y promotores, reguladas en los artículos 12 y 30 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

4. 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 13. Comisión de Control de Gestión y 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 el artículo veinticinco de la Ley del 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 (3).

2. Los Estatutos de la Sociedad 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

(2) Redactado conforme a la disposición adicional 6.ª 7 de la Ley 24/1988.

(3) El apartado 1 de este artículo ha sido redactado conforme a la disposición adicional 6.ª 8 de la Ley 24/1988.



las cuentas, teniendo la facultad de requerir al Consejo de Administración la convocatoria de la Junta general en los términos previstos en el artículo 56 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.

3. A estas Sociedades no les serán de aplicación los artículos 108, 109 y 110 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

#### *Artículo 14. Balance, cuenta de resultados y distribución*

1. 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.

2. 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 7 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 10, a un precio no superior a su valor según los criterios que se establezcan reglamentariamente.

3. 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 distribuirse las plusvalías 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 3.ª Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable*

##### *Artículo 15. 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 forma anónima y se registrarán 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.

3. En la escritura de constitución de la Sociedad y en

sus Estatutos, además de los requisitos establecidos en el artículo 11 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 «SIMCAV».

b) El objeto social, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo 2 de esta Ley.

c) El capital inicial, que no podrá ser inferior al mínimo establecido en el artículo 9 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.

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 diez veces el capital inicial.

5. 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.

6. Las acciones representativas del 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 16; las acciones en cartera deberán estar en poder del Depositario.

7. El título de la acción deberá expresar necesariamente, además de los requisitos del artículo 43 de la Ley de Régimen Jurídico de las 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 éstas hayan sido suscritas y desembolsadas.

9. No se podrán emitir obligaciones o títulos similares salvo lo establecido en el artículo 11.1 de esta Ley. 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 Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

11. 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 16. Requisitos de funcionamiento*

1. 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 pre-

cio 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 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 47 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

2. 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 7, así como los criterios de periodificación de las valoraciones del resto de los activos.

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 número 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 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.

5. 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 4.ª Fondos de inversión mobiliaria*

##### *Artículo 17. Constitución, garantía y responsabilidad*

1. 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 2 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 dos 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 (1).

2. 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 8 de esta Ley.

3. 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.

(1) Se ha incorporado un último párrafo al apartado 1 de este artículo por disposición adicional 6.ª 9 de la Ley 24/1988.

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 28 y 29 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

4. 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 18. 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 10 de esta Ley (1).

#### *Artículo 19. 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 2.º 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 28 de esta Ley.

#### *Artículo 20. Emisión y reembolso de participaciones*

1. El patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones, de iguales características, que confieren a sus 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 (2).

2. El valor de cada participación será el que resulte de dividir el patrimonio del Fondo, valorado en la forma prevista en el artículo 21, por el número de participantes en circulación.

3. 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.

4. 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.

(1) El párrafo 1.º de este artículo ha sido modificado por la disposición adicional 6.ª10 de la Ley 24/1988.

(2) El apartado 1 de este artículo ha sido modificado por la disposición adicional 6.ª11.A) de la Ley 24/1988.

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.

5. La suscripción y reembolso de las participaciones se harán por su precio, que se fijará diariamente mediante la resta y suma al valor determinado, conforme al número 2 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.

6. 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.

7 (3).

#### *Artículo 21. Valoración del patrimonio, distribución de resultados*

1. 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.

2. 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.

3. 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 22. 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

(3) El apartado 7 de este artículo ha sido suprimido por la disposición adicional 6.ª11.B) de la Ley 24/1988.

percibir en las operaciones de suscripción, reembolso y depósito de títulos.

#### *Artículo 23. 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 5.ª Fondos de inversión en activos del mercado monetario*

#### *Artículo 24. 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 en todo caso de la expresión «Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario», siendo sus siglas «FIAMM».

#### *Artículo 25. 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 (1).

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 plazo pendiente de amortización o reembolso superior al que reglamentariamente se establezca.

#### *Artículo 26. 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. 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.

2. 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.

(1) Nueva redacción del párrafo 1.º según la disposición adicional 6.ª12 de la Ley 24/1988.

## CAPÍTULO III

### **Gestorías y Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva**

#### *Artículo 27. Requisitos de los Gestores y Depositarios*

Gestión por cuenta ajena de patrimonio, el asesoramiento en materias financieras y la intervención en la colocación de emisiones públicas y privadas.

1. 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 que 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 12.4 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 (2).

2. ... (3).

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.

3. 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 con-

(2) Las letras a) y c) del apartado 1 han sido modificados por la disposición adicional 6.ª13, letras A) y B), de la Ley 24/1988.

(3) El párrafo 1.º del apartado 2 ha sido suprimido por la disposición adicional 6.ª13.C) de la Ley 24/1988.

fie 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 (1).

4. 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 28 y 32 de esta Ley.

#### *Artículo 28. Sustitución de Gestores y Depositarios*

1. 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.

2. 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.

3. 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 20, 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 (2).

#### *Artículo 29. Obligaciones y responsabilidad*

1. 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.

2. 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 exi-

girse 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 (3).

## CAPÍTULO IV

### Otras Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero

#### *Artículo 30. Legislación aplicable*

Las Instituciones de inversión colectiva financieras, no tipificadas en esta Ley en las que concurren las circunstancias definitorias del artículo 1 quedarán sujetas a lo dispuesto en los capítulos I y V, 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 10.

## CAPÍTULO V

### Inspección, régimen sancionador y medidas de intervención y de sustitución (4)

#### *Artículo 31. Verificación contable en inspección*

1. 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 (5).

2. 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 32. Infracciones y sanciones*

1. 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, 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.

2. 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

(3) Al apartado 2 de este artículo se ha añadido un último párrafo por la disposición adicional 6.ª15 de la Ley 24/1988.

(4) El texto del título de este capítulo ha sido objeto de nueva redacción por la disposición adicional 6.ª16 de la Ley 24/1988.

(5) El apartado 1 ha sido modificado por la disposición adicional 6.ª17 de la Ley 24/1988.

(1) El apartado 3 ha sido modificado en su redacción por la disposición adicional 6.ª13.D) de la Ley 24/1988.

(2) El apartado 3 de este artículo ha sido redactado conforme a la disposición adicional 6.ª14 de la Ley 24/1988.

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 8 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 14, 21 y 26 de esta Ley.

d) El exceso de inversión sobre los coeficientes establecidos en el artículo 4, o los que se fijen al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, siempre que tenga carácter transitorio y no exceda del 20 por 100 de los límites legales.

e) [Suprimida.]

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.

3. 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 8 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 4, o los que se establezcan reglamentariamente al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, cuando la infracción no deba calificarse como leve.

d) El exceso en las limitaciones impuestas en el artículo 11 a las obligaciones frente a terceros, o las que se fijen reglamentariamente, conforme a lo dispuesto en el artículo 33.

e) El incumplimiento de la obligación de depósito establecida en el artículo 10.

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 4.5.

h) El incumplimiento del coeficiente de inversión mínima de los artículos 10 y 18, o el que se establezca al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, cuando la falta de inversión tenga carácter transitorio y no supere el 20 por 100 del mismo.

i) [Suprimida.]

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.

4. 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 32.

d) El incumplimiento de la prohibición de pignoración impuesta en el artículo 10.3 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 10 y 18, o el que se establezca reglamentariamente al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, 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 47 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas (RCL 1951, 811 y 945).

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 impuestas 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 31.2.

j) [Suprimida.]

k) La realización de operaciones con incumplimiento de las limitaciones establecidas en el artículo 6.

l) El incumplimiento de los plazos de permanencia de las inversiones fijados en los artículos 34 bis 4 y 35 bis 4 de la presente Ley.

ll) El incumplimiento por parte de las Sociedades Gestoras que actúen en el marco de la presente Ley de las obligaciones en materia de valoración de inmuebles que se establezcan en desarrollo de lo preceptuado en el artículo 33 de la presente Ley.

m) El incumplimiento de las demás obligaciones y prohibiciones establecidas en esta Ley, en la Ley de Régimen

men 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.

5. Las sanciones serán:

a) Para las infracciones leves, amonestación privada y multa hasta el 10 por 100 de la infracción si ésta es cifrable, o, en otro caso, hasta 500.000 pesetas.

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, en otro caso, hasta 10 millones de pesetas, y

c) Para las infracciones muy graves, suspensión definitiva de administradores, multa hasta el 50 por 100 de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta 25 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 (1).

6. 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 imposición

(1) Los apartados 2.e), 3.i), 4.j) y 5, párrafo 2.º, han sido derogados por la disposición derogatoria de la Ley 24/1988.

La letra d) del apartado 2, las letras c), d), h) del apartado 3 y las letras e) y l) del apartado 4 de este artículo han sido objeto de nueva redacción por el artículo 1 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. Asimismo, el mencionado artículo 1 de la Ley 19/1992 ha añadido al apartado 4 de este artículo una letra l), pasando la letra l) de este apartado 4 en su redacción anterior a la dada por la Ley 19/1992 a ser la letra m) del mismo manteniendo dicha redacción.

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

7. 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 (citada), 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 (2).

*Artículo 32 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 (RCL 1988, 1656). La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (3).

## TÍTULO II

### INSTITUCIONES DE INVERSIÓN NO FINANCIERAS

*Artículo 33. Régimen jurídico*

1. Las Instituciones de Inversión Colectiva no financieras que se creen al amparo de la presente Ley se ajustarán en su constitución y modificación a lo dispuesto en el artículo 8.

2. A las presentes Instituciones les será de aplicación el régimen general previsto en el Título anterior, y en particular lo dispuesto en los artículos 31, 32 y 32 bis.

3. El principio de diversificación de riesgos contenido en el artículo 2.2 de la presente Ley, desarrollado por el artículo 4, se adaptará reglamentariamente a la naturaleza y tipo de inversiones de estas Instituciones.

4. Asimismo, en la determinación de su régimen jurídico se podrán establecer reglamentariamente, entre otras, especialidades en materia de criterios de valoración, obligaciones frente a terceros, constitución de derechos de garantía sobre activos o bienes integrantes de su patrimonio y suscripción y reembolso de participaciones.

5. Las denominaciones que reglamentariamente se fijen para las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero serán privativas de las inscritas en los registros correspondientes.

6. En los supuestos de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, ni los socios o partícipes de las citadas Instituciones ni las personas vinculadas con ellos

(2) Los apartados 6 y 7 de este artículo han sido objeto de nueva redacción por la disposición adicional 6.ª 18 de la Ley 24/1988.

(3) Incorporado a esta Ley por la disposición adicional 6.ª 19 de la Ley 24/1988.

podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de las mismas, ni ser titulares de otros derechos sobre los mismos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes.

7. Tratándose de Fondos de Inversión Inmobiliaria, los bienes y derechos de su titularidad podrán ser inscritos a su nombre en el Registro de la Propiedad (1).

### TÍTULO III

#### RÉGIMEN FISCAL DE LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN (2)

##### *Artículo 34. Sociedades de Inversión Mobiliaria*

1. ...

2. ...

3. Las operaciones de constitución, 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, quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (3).

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 (4).

##### *Artículo 34 bis. Régimen fiscal de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (5)*

1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento, tendrán el mismo régimen de tributación previsto en los números 2 y 3 del artículo anterior para las Sociedades de Inversión Mobiliaria, con independencia de que coticen o no en Bolsa de Valores. Asimismo, la adquisición por dichas Sociedades de viviendas destinadas a arrendamiento gozará de una bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, sin perjuicio de las condiciones que reglamentariamente puedan establecerse.

2. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras tengan por objeto social exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y además, las viviendas representen, al menos, el 50

por 100 del total del activo, tendrán el mismo régimen fiscal que el previsto en el número anterior de este artículo, salvo las siguientes especialidades:

a) ...

b) La bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados se limitará a la adquisición de viviendas destinadas a arrendamiento.

3. La exclusividad del objeto a la que se refieren los números anteriores será compatible con la cobertura por las Sociedades de los distintos coeficientes de liquidez o de inversión en valores que reglamentariamente se establezcan.

4. La aplicación del régimen fiscal contemplado en los números anteriores requerirá que los bienes inmuebles que integren el activo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras tengan un objeto social distinto al previsto en los números anteriores tributarán conforme al régimen general previsto en la legislación fiscal vigente.

6. Si las disposiciones reglamentarias que desarrollen el régimen jurídico aplicables a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria consintieran excepcionalmente la aportación a éstas de inmuebles u otros derechos, para la determinación del incremento o disminución de patrimonio que se produzca respecto del socio aportante, a efectos del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se tomará como valor de la transmisión el que resulte de la comprobación administrativa del valor de los bienes o derechos aportados, de acuerdo con lo previsto en el artículo 52 de la Ley 230/1963, de 28 de diciembre (RCL 1963, 2490), General Tributaria.

##### *Artículo 35. Fondos de inversión*

1. 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.

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.

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.

2. ...

3. 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.

(1) Nueva redacción dada por el artículo 2.1 de la Ley 19/1992.

(2) La disposición derogatoria única de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, apartado 1, número 11, deroga este Título III, en lo que se refiere al Impuesto sobre Sociedades.

(3) El apartado 3 de este artículo ha sido objeto de nueva redacción por el artículo 2.2 de la Ley 19/1992.

(4) Nueva redacción conforme a la disposición adicional 22.ª de la Ley 18/1991, de 6 de junio (BOE de 7 de junio), del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

(5) Añadido por el artículo 3 de la Ley 19/1992.



1. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento tendrán el mismo régimen de tributación previsto en el artículo anterior para los Fondos de Inversión. Asimismo, la adquisición de viviendas destinadas a su arrendamiento por los Fondos, en virtud de cualquier título, gozará de una bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, sin perjuicio de las condiciones que reglamentariamente puedan establecerse.

2. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y además, las viviendas representen, al menos, el 50 por 100 del total del activo, tendrán el mismo régimen fiscal que el previsto en el número anterior de este artículo, salvo las siguientes especialidades:

a) ...

b) La bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados se limitará a la adquisición de viviendas destinadas a arrendamientos.

3. La exclusividad del objeto a la que se refieren los números anteriores será compatible con la cobertura por los Fondos de los distintos coeficientes de liquidez o de inversión en valores que reglamentariamente se establezcan.

4. La aplicación del régimen fiscal contemplado en los números anteriores requerirá que los bienes inmuebles que integren el activo de los Fondos de Inversión Inmobiliaria no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan un objeto distinto al previsto en los números anteriores, tributarán conforme al régimen general previsto en la legislación vigente fiscal.

6. Si las disposiciones reglamentarias que desarrollen el régimen jurídico aplicable a los Fondos de Inversión Inmobiliaria consintieran, excepcionalmente, la aportación a éstos de inmuebles u otros derechos, para la determinación del incremento o disminución de patrimonio, que se produzca respecto del partícipe aportante, a efectos del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se tomará como valor de la transmisión el que resulte de la comprobación administrativa del valor de los bienes o derechos aportados, de acuerdo con lo previsto en el artículo 52 de la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria.

7. La gestión de Fondos de Inversión Inmobiliaria estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

(1) Añadido por el artículo 3 de la Ley 19/1992.

**SOCIEDADES GESTORAS DE PATRIMONIO**

*Artículo 36. Registro, obligaciones y régimen sancionador*

1. Las entidades que tengan por objeto o desarrollen habitualmente actividades de gestión y administración de carteras de valores y demás activos 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 (2).

2. 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 circunstancia al régimen de publicidad que se establezca reglamentariamente.

3. 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 31 de esta Ley.

4. 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 32.3.

**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 26 de diciembre de 1958 (RCL 1958, 2089, y NDL 28551), sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, y los artículos 1 a 17 del Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril (RCL 1964, 996).

(2) El apartado 1 de este artículo ha sido objeto de nueva redacción por la disposición adicional 6.ª 20 de la Ley 24/1988.

*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 concurran 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 25 por 100 y en proporción análoga. Aquéllos deberán ser repuestos hasta su cuantía primitiva cuando el índice bursátil se recupere en forma significativa (1).

#### 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 12 de la Ley 76/1980, de 26 de diciembre (RCL 1981, 45), 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 al número mínimo de socios y partícipes, así como para ajustar la valoración de sus activos a lo dispuesto en el artículo 14 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 (2):

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

(1) Modificada por la disposición adicional 6.ª 22 de la Ley 24/1988.

(2) La última frase del último párrafo de esta disposición ha sido modificada por la disposición adicional 6.ª 21 de la Ley 24/1988.

*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 14 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 3 del artículo 34 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 (RCL 1959, 1007), 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 1989 y, dentro del mismo, podrán realizarse las operaciones de transformación o disolución sin devengo de tributo alguno vinculado a éstas (3).

*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 (RCL 1978, 1936), del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y 15 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre (RCL 1978, 2837), 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.

(3) Nueva redacción dada por la disposición adicional 6.ª 23 de la Ley 24/1988.

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 (1).

(1) Incorporada a la Ley por la disposición adicional 6.ª 24 de la Ley 24/1988.

## DISPOSICIONES ADICIONALES

*Primera (2).*

*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.

(2) La presente disposición ha sido derogada por la disposición derogatoria de la Ley 24/1988.

## LEY 19/1992, DE 7 DE JULIO, SOBRE RÉGIMEN DE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y SOBRE FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA (BOE de 14 de julio)

### Exposición de motivos

La implantación efectiva de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter inmobiliario, pieza de la política gubernamental de vivienda, exige, dado su carácter novedoso, la modificación de determinados preceptos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, para dotar de cobertura legal al régimen fiscal y financiero de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

En cuanto al régimen fiscal, éste se caracteriza, fundamentalmente, por la fijación de unos tipos reducidos en el Impuesto sobre Sociedades para los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria que inviertan exclusivamente en viviendas u otros bienes inmuebles para su arrendamiento posterior.

En el plano financiero, por un lado, se precisan las especialidades necesarias para dotar de un régimen jurídico adecuado a las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, de otro, se particularizan las especialidades del régimen sancionador para las mencionadas Instituciones.

La presente Ley regula, igualmente, por primera vez en España, los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria». Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de Entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorgan, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

### *Artículo primero*

Este precepto introduce modificaciones al artículo 32 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

### *Artículo segundo*

Da nueva redacción al artículo 33 de la Ley 46/1984, citada.

### *Artículo tercero*

Añade dos nuevos artículos (34 bis y 35 bis) a la Ley 46/1984, citada.

### *Artículo cuarto*

Introduce modificaciones en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros (artículo 8.1). No obstante, este último —artículo 8 de la Ley 14/1985— ha sido derogado por la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

### *Artículo quinto. Fondos de titulización hipotecaria*

1. Para la emisión de los valores a que se refiere este artículo deberán constituirse agrupaciones de participaciones hipotecarias denominadas «Fondos de titulización hipotecaria».

Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que, sin perjuicio de lo dispuesto en el número 7, estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo.

2. La administración y representación legal de los Fondos corresponderá a las Sociedades Gestoras que los hubieran creado. La constitución de cada fondo se formalizará en escritura pública. En esta escritura:

- 1.º Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de aquéllas.
- 2.º Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir, o el de cada una de las series, si fueran varias.

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 (1).

(1) Incorporada a la Ley por la disposición adicional 6.ª 24 de la Ley 24/1988.

## DISPOSICIONES ADICIONALES

*Primera (2).*

*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.

(2) La presente disposición ha sido derogada por la disposición derogatoria de la Ley 24/1988.

## LEY 19/1992, DE 7 DE JULIO, SOBRE RÉGIMEN DE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y SOBRE FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA (BOE de 14 de julio)

### Exposición de motivos

La implantación efectiva de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter inmobiliario, pieza de la política gubernamental de vivienda, exige, dado su carácter novedoso, la modificación de determinados preceptos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, para dotar de cobertura legal al régimen fiscal y financiero de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

En cuanto al régimen fiscal, éste se caracteriza, fundamentalmente, por la fijación de unos tipos reducidos en el Impuesto sobre Sociedades para los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria que inviertan exclusivamente en viviendas u otros bienes inmuebles para su arrendamiento posterior.

En el plano financiero, por un lado, se precisan las especialidades necesarias para dotar de un régimen jurídico adecuado a las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, de otro, se particularizan las especialidades del régimen sancionador para las mencionadas Instituciones.

La presente Ley regula, igualmente, por primera vez en España, los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria». Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de Entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorgan, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

### Artículo primero

Este precepto introduce modificaciones al artículo 32 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

### Artículo segundo

Da nueva redacción al artículo 33 de la Ley 46/1984, citada.

### Artículo tercero

Añade dos nuevos artículos (34 bis y 35 bis) a la Ley 46/1984, citada.

### Artículo cuarto

Introduce modificaciones en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros (artículo 8.1). No obstante, este último —artículo 8 de la Ley 14/1985— ha sido derogado por la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

### Artículo quinto. Fondos de titulización hipotecaria

1. Para la emisión de los valores a que se refiere este artículo deberán constituirse agrupaciones de participaciones hipotecarias denominadas «Fondos de titulización hipotecaria».

Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que, sin perjuicio de lo dispuesto en el número 7, estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo.

2. La administración y representación legal de los Fondos corresponderá a las Sociedades Gestoras que los hubieran creado. La constitución de cada fondo se formalizará en escritura pública. En esta escritura:

- 1.º Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de aquéllas.
- 2.º Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir, o el de cada una de las series, si fueran varias.

3.º Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose, en particular, las operaciones que, conforme a lo establecido en el número 7, vayan a concertarse por su cuenta.

3. Otorgada la escritura de constitución del fondo, no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan.

La constitución de Fondos deberá ser objeto de verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos previstos en la Ley 24/1988 para la emisión de valores, con las adaptaciones que reglamentariamente puedan establecerse. Ni los Fondos ni los valores que se emitan con cargo a ellos serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil, ni quedarán sujetos a lo dispuesto en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean Sociedades Anónimas.

Los Fondos se extinguirán en todo caso al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen. También podrá preverse expresamente en la escritura de constitución su liquidación anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendiente de amortización sea inferior al 10 por 100 del inicial, debiendo en tal caso determinarse en la escritura la forma en que se dispondrá de los activos remanentes del fondo.

4. Las participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos, además de corresponder a préstamos que reúnan los requisitos establecidos en la Sección segunda de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, deberán tener un vencimiento igual al de los préstamos participados.

5. Reglamentariamente podrá fijarse el importe mínimo que deberán tener los Fondos en el momento de su constitución.

6. Los valores emitidos con cargo a Fondos podrán diferir en cuanto a tipo de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de las participaciones hipotecarias, o cualesquiera otras características.

Sin perjuicio de las diferencias que puedan establecerse entre sus distintas series, los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al fondo deberán coincidir con los del conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en él, sin más diferencias o desfases temporales que los derivados de las comisiones y gastos de administración y gestión, primas de aseguramiento u otros conceptos aplicables. Reglamentariamente podrán limitarse tales conceptos y desfases temporales.

7. Con sujeción a lo dispuesto en el número precedente y a lo previsto en la escritura de constitución del fondo podrán las Sociedades Gestoras, con la finalidad de aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y los valores emitidos con cargo a él o, en general, transformar las características financieras de todos o algunos de dichos valores, contratar por cuenta del fondo permutas financieras, contratos de seguro, con-

tratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras cuya finalidad sea la señalada. También podrán, con la finalidad de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de las participaciones hipotecarias y el de los valores emitidos, adquirir transitoriamente activos financieros de calidad igual o superior a los valores de mejor calificación crediticia emitidos con cargo al propio fondo.

8. El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión.

Los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la Sociedad Gestora del Fondo, sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución.

9. Los valores emitidos con cargo a los Fondos se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, surtiendo la escritura pública señalada en el número 2 precedente los efectos de la prevista en el artículo 6 de la Ley 24/1988, del mercado de valores. Las Sociedades Gestoras de los Fondos deberán obligatoriamente solicitar la admisión a negociación de los valores emitidos en un mercado oficial u organizado establecido en España, con las excepciones que reglamentariamente puedan establecerse.

10. Los Fondos de titulización hipotecaria estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general. Su constitución estará exenta del concepto «Operaciones Societarias» del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los valores que se emitan con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria tendrán, en todo caso, la consideración de rendimientos del capital mobiliario, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros.

La administración de los Fondos por las Sociedades Gestoras quedará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

11. Reglamentariamente podrán establecerse limitaciones especiales a la adquisición por Instituciones de Inversión Colectiva de valores emitidos con cargo a Fondos de Titulización Hipotecaria administrados por Sociedades pertenecientes al mismo grupo que las Sociedades Gestoras de dichas instituciones.

#### *Artículo sexto. Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria*

1. La constitución de Fondos de titulización hipotecaria se llevara a cabo por Sociedades Gestoras especializadas, denominadas precisamente «Sociedades gestoras de Fondos de titulización hipotecaria», que tendrán en ésta su objeto exclusivo.

Las Sociedades Gestoras podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o mas Fondos. Les corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los Fondos que administren.

2. La creación de Sociedades Gestoras requerirá autorización del Ministro de Economía y Hacienda, que se otorgará previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una vez autorizadas deberán inscribirse en el Registro Especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Reglamentariamente podrá limitarse la participación máxima de una misma persona, entidad o grupo de entidades en el capital o en los derechos de voto de una sociedad gestora, o la utilización de cualquier otro medio de ejercer el control efectivo sobre ella.

3. Las Sociedades Gestoras y los Fondos de titulación hipotecaria que administren quedarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y, en su caso, sanción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Será aplicable a ambos, en lo que proceda, lo dispuesto en el Capítulo V del Título I de la Ley 46/1984, de 26 de

diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Además de lo allí dispuesto tendrán la consideración de infracciones muy graves las siguientes:

- a) La inversión de los recursos del Fondo en activos, o la contratación de operaciones, que no estén autorizadas en la escritura de constitución del Fondo o resulten contrarios a lo dispuesto en este artículo y el precedente o en sus normas de desarrollo.
- b) La negativa o resistencia a la actividad inspectora.
- c) La falta de comunicación de las informaciones que les sean requeridas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando dicha falta no tenga la consideración de infracción grave o leve.

#### DISPOSICIÓN ADICIONAL

Se autoriza al Gobierno a desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en la presente Ley.

En particular, podrá el Gobierno establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a Fondos de Titulación Hipotecaria, y reservarlo en exclusiva para tales valores.

### LEY 43/1995, DE 27 DE DICIEMBRE, DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES (BOE de 28 de diciembre)

#### TÍTULO VI

#### CAPÍTULO I

#### Tipo de gravamen y cuota íntegra

*Artículo 26. El tipo de gravamen*

6. Tributarán al tipo del 1 por 100:

a) Las sociedades de inversión mobiliaria reguladas por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, cuyos valores representativos del capital social estén admitidos a negociación en Bolsa de Valores.

b) Los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de inversión en activos del mercado monetario regulados por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

c) Las sociedades de inversión inmobiliaria y los fondos de inversión inmobiliaria regulados por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, que con el carácter de instituciones de inversión colectiva no financieras tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento.

La aplicación del tipo de gravamen previsto en este apartado requerirá que los bienes inmuebles que integran el activo de las instituciones de inversión colectiva a que se refiere el párrafo anterior no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

d) El fondo de regulación de carácter público del mercado hipotecario, establecido en el artículo 25 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.

7. Tributarán al tipo del 40 por 100 las entidades que se dediquen a la investigación y explotación de hidrocarburos en los términos establecidos en la Ley 21/1974, de 27 de junio, sobre Investigación y Explotación de Hidrocarburos.

Las actividades relativas al refino y cualesquiera otras distintas de las de investigación, explotación, transporte, almacenamiento, depuración y venta de hidrocarburos extraídos, quedarán sometidas al tipo general de gravamen.

8. Tributarán al tipo del 0 por 100 los fondos de pensiones regulados por la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Planes y Fondos de Pensiones.

#### TÍTULO VIII

#### REGÍMENES TRIBUTARIOS ESPECIALES

#### CAPÍTULO V

#### Instituciones de inversión colectiva

*Artículo 71. Tributación de las instituciones de inversión colectiva*

1. Las instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de

Las Sociedades Gestoras podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o mas Fondos. Les corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los Fondos que administren.

2. La creación de Sociedades Gestoras requerirá autorización del Ministro de Economía y Hacienda, que se otorgará previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una vez autorizadas deberán inscribirse en el Registro Especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Reglamentariamente podrá limitarse la participación máxima de una misma persona, entidad o grupo de entidades en el capital o en los derechos de voto de una sociedad gestora, o la utilización de cualquier otro medio de ejercer el control efectivo sobre ella.

3. Las Sociedades Gestoras y los Fondos de titulación hipotecaria que administren quedarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y, en su caso, sanción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Será aplicable a ambos, en lo que proceda, lo dispuesto en el Capítulo V del Título I de la Ley 46/1984, de 26 de

diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Además de lo allí dispuesto tendrán la consideración de infracciones muy graves las siguientes:

- a) La inversión de los recursos del Fondo en activos, o la contratación de operaciones, que no estén autorizadas en la escritura de constitución del Fondo o resulten contrarios a lo dispuesto en este artículo y el precedente o en sus normas de desarrollo.
- b) La negativa o resistencia a la actividad inspectora.
- c) La falta de comunicación de las informaciones que les sean requeridas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando dicha falta no tenga la consideración de infracción grave o leve.

#### DISPOSICIÓN ADICIONAL

Se autoriza al Gobierno a desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en la presente Ley.

En particular, podrá el Gobierno establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a Fondos de Titulación Hipotecaria, y reservarlo en exclusiva para tales valores.

### LEY 43/1995, DE 27 DE DICIEMBRE, DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES (BOE de 28 de diciembre)

#### TÍTULO VI

#### CAPÍTULO I

#### Tipo de gravamen y cuota íntegra

*Artículo 26. El tipo de gravamen*

6. Tributarán al tipo del 1 por 100:

a) Las sociedades de inversión mobiliaria reguladas por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, cuyos valores representativos del capital social estén admitidos a negociación en Bolsa de Valores.

b) Los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de inversión en activos del mercado monetario regulados por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

c) Las sociedades de inversión inmobiliaria y los fondos de inversión inmobiliaria regulados por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, que con el carácter de instituciones de inversión colectiva no financieras tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento.

La aplicación del tipo de gravamen previsto en este apartado requerirá que los bienes inmuebles que integran el activo de las instituciones de inversión colectiva a que se refiere el párrafo anterior no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

d) El fondo de regulación de carácter público del mercado hipotecario, establecido en el artículo 25 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.

7. Tributarán al tipo del 40 por 100 las entidades que se dediquen a la investigación y explotación de hidrocarburos en los términos establecidos en la Ley 21/1974, de 27 de junio, sobre Investigación y Explotación de Hidrocarburos.

Las actividades relativas al refino y cualesquiera otras distintas de las de investigación, explotación, transporte, almacenamiento, depuración y venta de hidrocarburos extraídos, quedarán sometidas al tipo general de gravamen.

8. Tributarán al tipo del 0 por 100 los fondos de pensiones regulados por la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Planes y Fondos de Pensiones.

#### TÍTULO VIII

#### REGÍMENES TRIBUTARIOS ESPECIALES

#### CAPÍTULO V

#### Instituciones de inversión colectiva

*Artículo 71. Tributación de las instituciones de inversión colectiva*

1. Las instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de

Inversión Colectiva, con excepción de las sometidas al tipo general de gravamen, no tendrán derecho a deducción alguna de la cuota.

2. Cuando el importe de los pagos fraccionados, retenciones e ingresos a cuenta practicados sobre los ingresos supere la cuantía de la cuota íntegra, la Administración tributaria procederá a devolver de oficio el exceso.

*Artículo 72. Tributación de los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva*

1. Lo dispuesto en este artículo será de aplicación a los socios o partícipes sujetos a este Impuesto por obligación personal de contribuir o por obligación real mediante establecimiento permanente en territorio español, de las instituciones de inversión colectiva a que se refiere el artículo anterior.

2. Los sujetos pasivos a los que se refiere el apartado anterior integrarán en la base imponible los siguientes conceptos:

a) La renta, positiva o negativa, obtenida como consecuencia de la transmisión de las acciones o participaciones o del reembolso de estas últimas.

b) Los beneficios distribuidos por la institución de inversión colectiva. Estos beneficios no darán derecho a deducción por doble imposición.

*Artículo 73. Rentas contabilizadas de las acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva*

Se integrará en la base imponible el importe de las ren-

tas contabilizadas por el sujeto pasivo derivadas de las acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva.

*Artículo 74. Tributación de los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales*

1. Los sujetos pasivos por obligación personal de contribuir por este impuesto o por obligación real mediante establecimiento permanente en territorio español, que participen en instituciones de inversión colectiva constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales, integrarán en la base imponible la diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación al día del cierre del período impositivo y su valor de adquisición.

La cantidad integrada en la base imponible se considerará mayor valor de adquisición.

2. Los beneficios distribuidos por la institución de inversión colectiva no se integrarán en la base imponible y minorarán el valor de adquisición de la participación. Estos beneficios no darán derecho a deducción por doble imposición.

3. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que la diferencia a que se refiere el apartado 1 es el 15 por 100 del valor de adquisición de la acción o participación.

**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 (BOE de 16 de noviembre. Corrección de errores, BOE de 12 de diciembre)**

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 de 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, aquellas 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



Inversión Colectiva, con excepción de las sometidas al tipo general de gravamen, no tendrán derecho a deducción alguna de la cuota.

2. Cuando el importe de los pagos fraccionados, retenciones e ingresos a cuenta practicados sobre los ingresos supere la cuantía de la cuota íntegra, la Administración tributaria procederá a devolver de oficio el exceso.

*Artículo 72. Tributación de los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva*

1. Lo dispuesto en este artículo será de aplicación a los socios o partícipes sujetos a este Impuesto por obligación personal de contribuir o por obligación real mediante establecimiento permanente en territorio español, de las instituciones de inversión colectiva a que se refiere el artículo anterior.

2. Los sujetos pasivos a los que se refiere el apartado anterior integrarán en la base imponible los siguientes conceptos:

a) La renta, positiva o negativa, obtenida como consecuencia de la transmisión de las acciones o participaciones o del reembolso de estas últimas.

b) Los beneficios distribuidos por la institución de inversión colectiva. Estos beneficios no darán derecho a deducción por doble imposición.

*Artículo 73. Rentas contabilizadas de las acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva*

Se integrará en la base imponible el importe de las ren-

tas contabilizadas por el sujeto pasivo derivadas de las acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva.

*Artículo 74. Tributación de los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales*

1. Los sujetos pasivos por obligación personal de contribuir por este impuesto o por obligación real mediante establecimiento permanente en territorio español, que participen en instituciones de inversión colectiva constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales, integrarán en la base imponible la diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación al día del cierre del período impositivo y su valor de adquisición.

La cantidad integrada en la base imponible se considerará mayor valor de adquisición.

2. Los beneficios distribuidos por la institución de inversión colectiva no se integrarán en la base imponible y minorarán el valor de adquisición de la participación. Estos beneficios no darán derecho a deducción por doble imposición.

3. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que la diferencia a que se refiere el apartado 1 es el 15 por 100 del valor de adquisición de la acción o participación.

**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 (BOE de 16 de noviembre. Corrección de errores, BOE de 12 de diciembre)**

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 de 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, aquellas 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

Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las disposiciones que sean necesarias para el cumplimiento y ejecución del presente Real Decreto y con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, salvo en materias fiscales, para que, en el ejercicio de sus competencias, dicte, a su vez, las circulares que procedan (1).

### REGLAMENTO POR EL QUE SE DESARROLLA LA LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

#### TÍTULO PRELIMINAR

*Artículo 1. 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

(1) Redactada por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

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.

#### TÍTULO PRIMERO

### INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE CARÁCTER FINANCIERO

#### CAPÍTULO PRIMERO

#### Disposiciones comunes

*Artículo 2. Tipos de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero.*—1. Se considerarán 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.

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, 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 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.

*Artículo 3. 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.

*Artículo 4. 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 concurra 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 del total de activos financieros y de los valores en 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 concurran las condiciones previstas en el artículo 4 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 que 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.

*Artículo 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.

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 de la Ley del 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, controlada por él.

*Artículo 6. 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 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, del 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. 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. 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.

*Artículo 7. 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, 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.

*Artículo 8. 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.

*Artículo 9. 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 Insti-

tuciones 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.

Concorre 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 conocimientos 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, basando 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.

**Artículo 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.

**Artículo 11. Denominación exclusiva.**—Las denominaciones «Institución 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 Colecti-

va» y «Sociedad Gestora de Carteras» y sus respectivas abreviaturas «I.I.C.», «S.I.M.», «S.I.M.C.A.V.», «F.I.M.», «F.I.A.M.M.», «S.G.I.I.C.» y «S.G.C.» 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.

## CAPÍTULO II

### **Sociedades de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario**

#### SECCIÓN PRIMERA. DISPOSICIONES GENERALES

*Artículo 12. Capital y patrimonio de las Sociedades y Fondos de Inversión.*—1. El capital social de las Sociedades de Inversión Mobiliaria estará representado mediante 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.

*Artículo 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.

**Artículo 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 establecidas en el artículo 4 y en los demás previstos en este Reglamento.

**Artículo 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.

**Artículo 16. Reducciones patrimoniales.**—Cuando por circunstancias del mercado o del número de accionistas o partícipes por el obligado cumplimiento de la legis-

lación 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.

**Artículo 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 alguno de los mercados a los que se refieren las letras anteriores. A dichos valores se equiparán aquellos 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.

*Artículo 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 pignorarse 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.

*Artículo 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 II. SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA DE CAPITAL FIJO

*Artículo 20. Legislación aplicable y denominación social.—*1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo se registrarán por lo establecido en la Ley 46/1984, en este Reglamento, y en lo no previsto en aquella, en la Ley de Sociedades Anónimas.

2. En la razón social de estas Sociedades deberá figurar necesariamente la denominación de «Sociedad de Inversión Mobiliaria», o su abreviatura «SIM».

*Artículo 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 el 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.

*Artículo 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 de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les imponen.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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 de 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 31. Determinación de los 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 supondrá 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 III. SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE

*Artículo 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 regirán 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 «S.I.M.C.A.V.».

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.

*Artículo 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 IV. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA

*Artículo 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 su abreviatura, «F.I.M.».

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 las 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.

*Artículo 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 en 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.

*Artículo 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 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, del 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.

**Artículo 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.

**Artículo 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.

**Artículo 39. Operaciones.**—Se aplicaran a los Fondos de Inversión las normas generales sobre operativa establecida para Sociedades de Inversión en el artículo 28 de este Reglamento.

**Artículo 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.

**Artículo 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.

**Artículo 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 cifra 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, la 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 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.

**Artículo 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 aquel al que se refiere la valoración. No obs-

tante, 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.

**Artículo 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.

**Artículo 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 10.1.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.

*Artículo 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.

*Artículo 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 V. FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO

*Artículo 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».

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

### CAPÍTULO III

#### **Sociedades Gestoras y Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva**

*Artículo 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 por 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.

*Artículo 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 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.

*Artículo 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 del grupo 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 contenidas en el párrafo segundo del artículo 4 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 confiere 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.

*Artículo 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 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 en 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.

**Artículo 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 competirá 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 electos 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 los diarios de difusión nacional.

**Artículo 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 y 6 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.

## CAPÍTULO IV

### Otras Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero

*Artículo 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.

## CAPÍTULO V

### Auditoría e Inspección

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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.

*Artículo 63. Inspección.*—Corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la inspección de las Instituciones y Sociedades reguladas en el presente Reglamento.

## CAPÍTULO VI

### Régimen sancionador y medidas de intervención y de sustitución

*Artículo 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.

*Artículo 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 y sobre los que se estipulen al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, siempre que el exceso tenga carácter transitorio y no exceda del 20 por 100 de los límites legales.

Cuando se refiera a los coeficientes establecidos en el artículo 4, se entenderá que un exceso es transitorio cuando se den las tres circunstancias siguientes:

1.<sup>a</sup> 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 apartado 5 del artículo 10.

2.<sup>a</sup> Que el exceso no se produzca más de una vez en el mismo período.

3.<sup>a</sup> Que esta situación no se reitere en más de dos períodos en un ejercicio.

Cuando se refiera a los coeficientes que se establezcan al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, se considerará que un exceso es transitorio si no se prolonga más de seis meses en un período de un año (1).

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.

(1) Nueva redacción de la letra d) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

**Artículo 66. Infracciones graves.**—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 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 y sobre los que se establezcan al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, párrafo segundo, cuando la infracción no deba calificarse como leve (1).

d) El exceso en las limitaciones impuestas en el artículo 19 a las obligaciones frente a terceros, o las que se establezcan conforme a lo dispuesto en el artículo 72.5 (2).

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, o los que se establezcan al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, párrafo primero, del presente Reglamento, cuando la falta de inversión tenga carácter transitorio y no supere el 20 por 100 del mismo. Para apreciar el carácter transitorio del incumplimiento se estará a lo previsto en el apartado d) del artículo 65.

No se calificará como infracción del coeficiente de inversión mínima el incumplimiento resultante de la liquidación de operaciones de enajenación de valores, siempre que en el plazo de un mes se reinviertan los recursos y se alcance el coeficiente de inversión obligatoria mínimo establecido para cada tipo de Instituciones de Inversión Colectiva (3).

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.

**Artículo 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:

(1) Nueva redacción de la letra c) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(2) Nueva redacción de la letra d) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(3) Nueva redacción de la letra h) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

a) La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar, de conformidad con los artículos 6 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 caudelas 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.

k) El incumplimiento de los plazos de permanencia de las inversiones fijadas en el artículo 75 bis.4 (4).

l) El incumplimiento por las Sociedades Gestoras de las obligaciones en materia de valoración de inmuebles que se establezcan conforme a lo previsto en el artículo 74.6 del presente Reglamento (5).

m) 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 (6).

**Artículo 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.

(4) Nueva redacción de la letra k) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(5) Nueva redacción de la letra l) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(6) Nueva redacción de la letra m) por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

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.

**Artículo 69. Órganos 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.

**Artículo 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, 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.

## TÍTULO II

### INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA NO FINANCIERAS

#### CAPÍTULO I

##### Disposiciones comunes

**Artículo 71. Definición y legislación aplicable.**—

1. 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, apartado 1, de este Reglamento, para su inversión, en forma mayoritaria, en activos distintos de los de carácter financiero.

2. Estas Instituciones deberán estar domiciliadas en España y tener en territorio español su administración central. Podrán adoptar cualquier forma jurídica legalmente reconocida, rigiéndose 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 válidamente hubieran adoptado.

3. Estas Instituciones estarán sometidas al régimen de autorización previa y registro establecido en el artículo 9 de este Reglamento.

4. El principio de diversificación de riesgos contenido en los artículos 2.2 y 4 se adaptará por el Ministro de Economía y Hacienda a las especialidades del tipo y naturaleza de sus inversiones.

#### CAPÍTULO II

##### De las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria

**Artículo 72. Disposiciones generales.**—1. Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria son aquellas Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero cuyo objeto exclusivo es la inversión en bienes inmuebles para su explotación, exclusividad que será compatible con la inversión en valores y activos líquidos a que se refiere el apartado siguiente.

2. Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria invertirán mayoritariamente su activo en bienes inmuebles. Asimismo, podrán invertir un porcentaje de aquél en valores negociables, siempre que resulten aptos para su adquisición por Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Además, en el caso de Fondos, deberán mantener un coeficiente de liquidez, que se deberá materializar en efectivo, depósitos, cuentas a la vista, activos de renta fija con plazo de vencimiento o amortización inferior a dieciocho meses negociados en mercados secundarios organizados o compraventas con pacto de recompra de valores de Deuda Pública.

El Ministro de Economía y Hacienda determinará los porcentajes máximos y mínimos de inversión en los diferentes tipos de activos, el número mínimo de bienes integrantes, tipos de los mismos, porcentaje máximo que un único bien inmueble puede representar sobre el activo total, plazo para alcanzar los porcentajes de inversión, que en ningún caso será superior a dos años, así como las posibles limitaciones a adquisiciones de bienes inmuebles de entidades del grupo de las Sociedades Gestoras.

3. Los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria deberán incluir en su denominación las expresiones Fondos de Inversión Inmobiliaria, Sociedades de Inversión Inmobiliaria o sus correspondientes abreviaturas «F.I.I.» y «S.I.I.». Las anteriores denominaciones serán privativas de las entidades inscritas en los correspondientes registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. Ni los socios o partícipes de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, ni las personas o entidades que mantengan vínculos con aquéllos conforme a los criterios contenidos en el artículo 5.4 del presente Reglamento, o formen parte del mismo grupo conforme a lo previsto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de los mismos, ni titulares de otros derechos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes.

5. En materia de obligaciones frente a terceros, las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria se ajustarán a lo dispuesto en el artículo 19 del presente Reglamento. No obstante, podrán obtener financiación con garantía hipotecaria sobre sus bienes o derechos en el porcentaje que determine el Ministro de Economía y Hacienda.

*Artículo 73. Régimen de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (1).*—1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria serán Sociedades Anónimas que sólo podrán adoptar la forma de Capital Fijo.

2. El capital social mínimo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, que estará totalmente desembolsado desde su constitución, será de 1.500 millones de pesetas.

3. Las aportaciones para la constitución del capital deberán realizarse en efectivo.

4. El número mínimo de accionistas, el plazo para alcanzarlo y el régimen de admisión o negociación en Bolsa de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria se ajustarán a lo previsto en los artículos 13 y 15 del presente Reglamento. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer limitaciones a la participación directa o indirecta de un único socio.

*Artículo 74. Régimen de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (2).*—1. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria deberán tener un patrimonio mínimo inicial de 1.500 millones de pesetas, totalmente desembolsado.

2. Las aportaciones para la constitución del patrimonio sólo podrán realizarse en efectivo.

(1) Nueva redacción por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(2) Nueva redacción por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

3. El número mínimo de partícipes será el previsto en el artículo 15 del presente Reglamento, número que deberá ser alcanzado en el plazo de un año a contar desde la constitución del Fondo. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer limitaciones a la participación directa o indirecta de un único partícipe.

4. El régimen de las participaciones y de su suscripción y reembolso se ajustará a las siguientes reglas:

a) El precio de suscripción y reembolso deberá ser fijado, al menos, mensualmente por la Sociedad Gestora del Fondo.

b) El valor de los bienes inmuebles tomará como referencia el de la última tasación. Sin embargo, los incrementos del valor de los bienes inmuebles, conforme a las tasaciones que se realicen de cada uno de ellos, se distribuirá mes a mes durante un plazo de doce meses. Las disminuciones del valor se imputarán al mes en que se realice la tasación.

c) Deberá permitirse a los partícipes el reembolso de sus participaciones al menos una vez al año.

d) Podrá suspenderse temporalmente, y con carácter excepcional, la suscripción o el reembolso de participaciones en los casos de peticiones superiores al 15 por 100 del patrimonio total del Fondo, así como en los casos que el Ministro de Economía y Hacienda establezca para asegurar una buena gestión del Fondo. Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores dar la oportuna autorización expresa en cada caso concreto.

5. Los criterios de valoración de los bienes inmuebles que integren el patrimonio de los Fondos serán, en general, los contemplados en el Reglamento de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, y en la Orden de 28 de julio de 1989 sobre valoración de bienes en el mercado hipotecario, con las adaptaciones que sean necesarias por la especialidad del régimen de inversiones de los citados Fondos que establezca el Ministro de Economía y Hacienda. Los demás derechos reales sobre bienes inmuebles se valorarán por el criterio de valor de mercado.

6. Los bienes inmuebles deberán tasarse al menos una vez al año, y, en todo caso, en el momento de su adquisición o venta. Dicha tasación será realizada, conforme a los criterios y periodicidad establecidos expresamente en el Reglamento de Gestión de los Fondos, por una Sociedad de Tasación de las previstas en la legislación del Mercado Hipotecario.

### TÍTULO III

#### RÉGIMEN FISCAL DE LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN (3)

*Artículo 75. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.*

(3) La Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades no sólo ha derogado el título III de la Ley 48/1984, relativo al régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión —desarrollado reglamentariamente en el Título que ahora anotamos—, sino que también ha modificado la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en



*Artículo 75 bis. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.*

*Artículo 76. Imposición indirecta de las Sociedades de Inversión Mobiliaria (1).*—1. Las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión de Sociedades de Inversión Mobiliaria, cuyo capital esté representado por valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

2. La exención se entenderá concedida con carácter provisional y quedará sin efecto transcurrido el plazo de dos años, desde la inscripción de la Sociedad en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 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.

*Artículo 76 bis. Imposición indirecta de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (2).*—1. Las adquisiciones de viviendas destinadas a arrendamiento por las Sociedades de Inversión Inmobiliaria a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis del presente Reglamento gozarán de una bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, siempre que el régimen de adquisición e inversión se ajuste a lo dispuesto en el artículo 72 del presente Reglamento.

2. Las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión de Sociedades de Inversión Inmobiliaria quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

3. Los beneficios previstos en los apartados 1 y 2 del presente artículo se entenderán concedidos con carácter provisional y quedarán sin efecto transcurrido el plazo de un año desde la inscripción de la Sociedad en el Registro

cuanto al sistema para evitar la doble imposición económica de dividendos. Por ello consideramos vigente sólo los preceptos de este Título relativos a la imposición indirecta.

En cuanto a la imposición indirecta, el artículo 45.I.C), 8.<sup>a</sup> del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, dispone la aplicación de los beneficios fiscales establecidos por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, con la modificación introducida por la Disposición Adicional cuarta de la Ley 29/1991, de 16 de diciembre.

Esta Disposición Adicional cuarta de la Ley 29/1991 establece: «A partir de la entrada en vigor de la presente Ley quedarán exentas en la modalidad de "operaciones societarias" del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados las operaciones de constitución y aumento de capital de Sociedades Anónimas Laborables, Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo y Sociedades y Fondos de Capital Riesgo, siempre que concurren las condiciones y requisitos establecidos en su normativa reguladora para la aplicación de bonificaciones en la cuota devengada o en la base imponible.»

(1) Nueva redacción por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(2) Nueva redacción por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sin alcanzar los porcentajes de inversión en viviendas u otros bienes inmuebles a que se refiere el artículo 72.2 del presente Reglamento. En este caso, se requerirá el ingreso de la totalidad del impuesto devengado por las operaciones realizadas, con sus correspondientes intereses de demora.

*Artículo 77. Régimen fiscal aplicable a los socios de Sociedades de Inversión Mobiliaria.*

*Artículo 77 bis. Régimen fiscal aplicable a los socios de Sociedades de Inversión Inmobiliaria.*

*Artículo 78. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.*

*Artículo 78 bis. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.*

*Artículo 79. Imposición indirecta de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (3).*—1. Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario 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.

2. La gestión de Fondos de Inversión Mobiliaria y de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

*Artículo 79 bis. Imposición indirecta de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (4).*—1. Las adquisiciones de viviendas destinadas a arrendamiento por los Fondos de Inversión Inmobiliaria a los que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 78 bis del presente Reglamento gozarán de la misma bonificación prevista en el apartado 1 del artículo 76 bis del presente Reglamento para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

2. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 78 bis del presente Reglamento gozarán de la exención para constitución prevista en el apartado 2 del artículo 76 bis del presente Reglamento.

3. Los beneficios previstos en los apartados 1 y 2 del presente artículo se entenderán concedidos con carácter provisional, y quedarán sin efecto si, transcurrido el plazo de un año desde la inscripción del Fondo de Inversión Inmobiliaria en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, aquél no alcanza los porcentajes de inversión en viviendas o bienes inmuebles a que se refiere el artículo 72.2 de este Reglamento.

4. La gestión de Fondos de Inversión Inmobiliaria estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

*Artículo 80. Régimen fiscal aplicable a los partícipes de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.*

(3) Nueva redacción por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

(4) Nueva redacción por Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

*Artículo 80 bis. Régimen fiscal aplicable a los participantes de Fondos de Inversión Inmobiliaria.*

## TÍTULO IV

### SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERAS

*Artículo 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 «S.G.C.», 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.

*Artículo 82. Requisitos de las Sociedades Gestoras de Carteras.—*1. La relación de 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 acti-

vidad 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 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.

*Artículo 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 y 6 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.

*Artículo 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.

*Artículo 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 Carteras 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> La publicidad en España de la Institución deberá respetar las disposiciones que regulan esta materia en el Derecho español.

3.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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, 2, 3 y 4 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 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.

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.*—1. Los deberes de información y publicidad sobre participaciones significativas previstas en los artículos 5 y 6 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 en Instituciones de Inversión Colectiva iguales o superiores a los expresados en el número 2 del artículo 5, 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 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, dispon-

drán 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 inscritas 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.

## ORDEN DE 6 DE JULIO DE 1992 SOBRE OPERACIONES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN FUTUROS Y OPCIONES FINANCIEROS (BOE de 21 de julio)

El artículo 17.2 del 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, autoriza a las Sociedades y Fondos de Inversión a operar en los mercados de futuros y opciones financieros con sujeción a las limitaciones que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda especialmente respecto a las operaciones cuya finalidad no sea la estricta cobertura de riesgos.

La presente Orden tiene por objetivo básico establecer dichas limitaciones y el régimen de supervisión y publicidad al que deberán someterse estas operaciones.

En su virtud,

### DISPONGO

#### *Primero. Régimen general*

1. Con los límites establecidos en este número, las Sociedades y Fondos de inversión podrán realizar operaciones de futuros y opciones, compra de «warrants», así como compraventas a plazo de Deuda Pública en anotaciones en las que la contrapartida sea una entidad gestora con capacidad plena siempre que se realicen en los mercados mencionados en el artículo 17.1 del Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

2. El importe de las magnitudes de referencia definidas en el apartado 3 siguiente no podrá superar los siguientes límites:

- a) Para la suma de futuros, opciones y compra de «warrants», todos ellos sobre valores o índices de renta variable, el 16 por 100 del activo diario de la Institución.
- b) Para la suma de compraventas a plazo en el mercado de Deuda Pública en anotaciones, futuros, opciones y compra de «warrants», estos tres últimos sobre valores o índices de renta fija, el 4 por 100 del activo diario de la Institución.

- c) El límite global máximo para la suma de las operaciones mencionadas en los apartados a) y b) precedentes será el 16 por 100 del activo diario de la Institución.

- d) Para futuros y opciones sobre divisas, el 4 por 100 de la parte del activo diario de la institución que esté invertido en la divisa en cuestión.

3. Las magnitudes de referencia mencionadas en el apartado 2 serán, en cada caso, las siguientes:

- a) Para futuros y opciones, la suma del importe de los depósitos de garantía exigidos y de las primas netas pagadas por dichas operaciones.
- b) Para compraventas a plazo de Deuda Pública en anotaciones, el doble del importe de la suma de la garantía exigida más la diferencia en valor absoluto entre el precio diario de contado del activo subyacente el precio pactado en el contrato.
- c) Para compras de «warrants», el doble del importe de las primas pagadas.

4. Si en algún momento se rebasase alguno de los límites anteriores, la institución deberá remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores un estado que recoja la posición del riesgo de los activos en tal fecha, mostrando que las operaciones que ocasionan la superación del límite máximo no suponen un aumento del riesgo preexistente en el activo, sino que reducen dicho riesgo.

La superación de los límites fijados en el apartado 2 de este número podrá ser constitutivo de infracción, de acuerdo con lo establecido en el capítulo V de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva y en el capítulo VI de su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, salvo que quede acreditado, conforme a lo previsto en el párrafo anterior, que dicha superación no supone un aumento del riesgo preexistente en el activo.

5. Los depósitos de garantía y demás importes líquidos afectos a la realización de las operaciones a que se refiere esta Orden no serán computables dentro del coeficiente de liquidez exigido a los Fondos de inversión y Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

drán 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 inscritas 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.

## ORDEN DE 6 DE JULIO DE 1992 SOBRE OPERACIONES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN FUTUROS Y OPCIONES FINANCIEROS (BOE de 21 de julio)

El artículo 17.2 del 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, autoriza a las Sociedades y Fondos de Inversión a operar en los mercados de futuros y opciones financieros con sujeción a las limitaciones que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda especialmente respecto a las operaciones cuya finalidad no sea la estricta cobertura de riesgos.

La presente Orden tiene por objetivo básico establecer dichas limitaciones y el régimen de supervisión y publicidad al que deberán someterse estas operaciones.

En su virtud,

### DISPONGO

#### *Primero. Régimen general*

1. Con los límites establecidos en este número, las Sociedades y Fondos de inversión podrán realizar operaciones de futuros y opciones, compra de «warrants», así como compraventas a plazo de Deuda Pública en anotaciones en las que la contrapartida sea una entidad gestora con capacidad plena siempre que se realicen en los mercados mencionados en el artículo 17.1 del Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

2. El importe de las magnitudes de referencia definidas en el apartado 3 siguiente no podrá superar los siguientes límites:

- a) Para la suma de futuros, opciones y compra de «warrants», todos ellos sobre valores o índices de renta variable, el 16 por 100 del activo diario de la Institución.
- b) Para la suma de compraventas a plazo en el mercado de Deuda Pública en anotaciones, futuros, opciones y compra de «warrants», estos tres últimos sobre valores o índices de renta fija, el 4 por 100 del activo diario de la Institución.

- c) El límite global máximo para la suma de las operaciones mencionadas en los apartados a) y b) precedentes será el 16 por 100 del activo diario de la Institución.

- d) Para futuros y opciones sobre divisas, el 4 por 100 de la parte del activo diario de la institución que esté invertido en la divisa en cuestión.

3. Las magnitudes de referencia mencionadas en el apartado 2 serán, en cada caso, las siguientes:

- a) Para futuros y opciones, la suma del importe de los depósitos de garantía exigidos y de las primas netas pagadas por dichas operaciones.
- b) Para compraventas a plazo de Deuda Pública en anotaciones, el doble del importe de la suma de la garantía exigida más la diferencia en valor absoluto entre el precio diario de contado del activo subyacente el precio pactado en el contrato.
- c) Para compras de «warrants», el doble del importe de las primas pagadas.

4. Si en algún momento se rebasase alguno de los límites anteriores, la institución deberá remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores un estado que recoja la posición del riesgo de los activos en tal fecha, mostrando que las operaciones que ocasionan la superación del límite máximo no suponen un aumento del riesgo preexistente en el activo, sino que reducen dicho riesgo.

La superación de los límites fijados en el apartado 2 de este número podrá ser constitutivo de infracción, de acuerdo con lo establecido en el capítulo V de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva y en el capítulo VI de su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, salvo que quede acreditado, conforme a lo previsto en el párrafo anterior, que dicha superación no supone un aumento del riesgo preexistente en el activo.

5. Los depósitos de garantía y demás importes líquidos afectos a la realización de las operaciones a que se refiere esta Orden no serán computables dentro del coeficiente de liquidez exigido a los Fondos de inversión y Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

### *Segundo. Régimen especial*

1. Las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria cuya política de inversiones pretenda no estar sometida a las limitaciones previstas en el número anterior requerirán para ello autorización administrativa.
2. Estas instituciones deberán incluir necesariamente en su denominación la expresión «Opciones y Futuros», u otra que denote la especialidad de sus inversiones, estando sometidas, igualmente, a una supervisión especial por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y resultándoles de aplicación lo previsto en el apartado 5 del número precedente.

### *Tercero. Supervisión*

1. Las Sociedades de Inversión y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva deberán remitir periódicamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una información detallada de las operaciones a que se refiere esta Orden.

En las operaciones de cobertura deberá reflejarse en particular, el riesgo cubierto y los resultados obtenidos. En operaciones de otro tipo se informará, como mínimo, de las posiciones abiertas, los importes de las primas ingresadas o satisfechas y los beneficios o pérdidas materializadas o latentes.

2. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer los modelos de remisión de la información a que se refiere el presente número y la forma de cumplimentarlos.

### *Cuarto. Información a socios y partícipes*

1. Las Sociedades de Inversión y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva se referirán expresamente en el folleto informativo de la Institución, en el apartado correspondiente a los criterios de inversiones, a su política respecto a las operaciones a que se hace referencia en esta Orden, y en especial, a las previstas en el número segundo, precisando la finalidad, los tipos de operaciones que, en su caso, realizarán y los límites máximos de riesgos, medidos de acuerdo con los criterios definidos en esta Orden, que la Institución está dispuesta a asumir en estos mercados.

2. Las instituciones incluirán en su informe trimestral y en la memoria anual una amplia información, ajustada a lo que establezca la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las operaciones a que se refiere la presente Orden y en especial, a las previstas en el número segundo, que se hayan realizado durante los períodos correspondientes, incluyendo, en todo caso, datos sobre los resultados obtenidos de dichas operaciones.

## DISPOSICIONES ADICIONALES

### *Primera*

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 17.2 del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, las operaciones a que se refiere la presente Orden, realizadas en mercados reconocidos y creados al amparo de lo dis-

puesto en los artículos 59 y 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, son valores aptos para la inversión del activo de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión.

### *Segunda*

Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la modificación de los límites de las operaciones previstas en esta Orden.

### *Tercera*

De acuerdo con lo establecido en el artículo 83.4 del 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, se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer o modificar los registros que deberán llevar las Sociedades Gestoras de Cartera y, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, las normas contables y modelos a que deberán sujetar sus Balances y Cuentas de Resultados, disponiendo la frecuencia de presentación y el detalle con el que éstos deberán suministrarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o hacerlos públicos con carácter general.

### *Cuarta*

1. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 14.7 del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones, se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la misma extensión y alcance que se fija en la Orden de 26 de julio de 1989, por la que se desarrolla el artículo 86 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para que pueda establecer y modificar los registros que deben llevar, y las normas contables y modelos públicos y confidenciales a que se deben ajustar los estados financieros periódicos y cuentas anuales, así como otra información estadística de las Sociedades Rectoras de los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones. Asimismo, se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las normas sobre su elaboración, frecuencia de envío, y la forma en la que, en su caso, deben hacerse públicos.

2. Para el establecimiento o modificación de los modelos de cuentas anuales, así como para la fijación o alteración de los criterios de valoración, será preceptivo el informe previo del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

3. Asimismo, se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para determinar el plazo en que las Sociedades Rectoras de los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones deberán remitir a la misma las cuentas anuales e informe de auditoría a los que se refiere el artículo 14.8 del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre.

## DISPOSICIONES TRANSITORIAS

### *Primera*

Hasta el 31 de diciembre de 1992 las Instituciones de

Inversión Colectiva que no modifiquen en su folleto informativo el apartado correspondiente a los criterios de inversión para incluir en él su política en relación con las operaciones sobre futuros y opciones financieros, no podrán llevar éstas a cabo sin comunicarlas previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como hecho relevante y anunciar su realización en el informe trimestral anterior al inicio de las mismas.

#### *Segunda*

A partir del 1 de enero de 1993, las Instituciones de Inversión Colectiva no podrán llevar a cabo operaciones sobre futuros y opciones sin antes haber actualizado su folleto informativo en los términos establecidos en el

apartado 1 del número cuarto de la presente Orden Ministerial.

### DISPOSICIONES FINALES

#### *Primera*

Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar cuantas normas sean precisas para el desarrollo de la presente Orden.

#### *Segunda*

Esta Orden Ministerial entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

## ORDEN DE 30 DE JULIO DE 1992 SOBRE PRECISIÓN DE LAS FUNCIONES Y OBLIGACIONES DE LOS DEPOSITARIOS, ESTADOS DE POSICIÓN Y PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS EN INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (BOE de 14 de septiembre)

La presente Orden Ministerial desarrolla el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, con un contenido ciertamente heterogéneo, como se manifiesta en el propio título de la Orden.

Así, en primer lugar, los apartados primero a quinto precisan y, por ende, refuerzan las funciones y obligaciones de los Depositarios de las Sociedades y Fondos de Inversión, destacando su cualidad de supervisores de la actuación de las Sociedades Gestoras y de los administradores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV).

En segundo lugar, el apartado sexto contempla la posibilidad de que las Sociedades y Fondos de Inversión rentabilicen su coeficiente de liquidez mediante la inversión en Deuda Pública a través de compraventas con pacto de recompra a un día.

En tercer lugar, el apartado séptimo especifica el régimen de comunicación de las participaciones significativas, distinguiendo entre entidades que cotizan —Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo (SIMCF) y SIMCA— y los Fondos de Inversión —Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM)—, previéndose en este último supuesto la utilización de los estados de posición para efectuar la citada comunicación.

Por último, el apartado octavo regula el régimen y el contenido de los estados de posición de las SIMCAV y de los Fondos de Inversión, en cuanto instrumento que sirve tanto para informar al socio o partícipe de su posición inversora como para comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las participaciones significativas.

En su virtud,

### DISPONGO

#### SECCIÓN PRIMERA

#### **Funciones de las Entidades Depositarias**

##### *Primero. Vigilancia y supervisión*

1. De conformidad con lo establecido en el artículo 56.b) del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, y en ejercicio de las funciones de supervisión y vigilancia de la gestión de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión y de los administradores de las SIMCAV, los Depositarios de las citadas instituciones deberán específicamente:

- a) Comprobar que las operaciones realizadas por la Sociedad Gestora o por los administradores de las SIMCAV lo han sido en régimen de mercado, vigilando sobre todo las operaciones bursátiles especiales, conforme a lo establecido en el artículo 8 del Reglamento de la Ley 46/1984. Asimismo, deberán comprobar que la Sociedad Gestora o los administradores de las SIMCAV se han ajustado en sus operaciones a lo previsto en el artículo 7 del Reglamento citado.
- b) Comprobar que las operaciones de los Fondos de Inversión y de las SIMCAV han respetado los coeficientes y criterios de inversión previstos en los artículos 4, 17, 37 y 49 del Reglamento de la Ley 46/1984 y demás normativa aplicable.
- c) Supervisar los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la Sociedad Gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones del Fondo de Inversión.

2. Para desarrollar las actuaciones antes precisadas, el Depositario deberá recabar mensualmente de la Sociedad Gestora o de los administradores de las SIMCAV



Inversión Colectiva que no modifiquen en su folleto informativo el apartado correspondiente a los criterios de inversión para incluir en él su política en relación con las operaciones sobre futuros y opciones financieros, no podrán llevar éstas a cabo sin comunicarlas previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como hecho relevante y anunciar su realización en el informe trimestral anterior al inicio de las mismas.

#### *Segunda*

A partir del 1 de enero de 1993, las Instituciones de Inversión Colectiva no podrán llevar a cabo operaciones sobre futuros y opciones sin antes haber actualizado su folleto informativo en los términos establecidos en el

apartado 1 del número cuarto de la presente Orden Ministerial.

### DISPOSICIONES FINALES

#### *Primera*

Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar cuantas normas sean precisas para el desarrollo de la presente Orden.

#### *Segunda*

Esta Orden Ministerial entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

## ORDEN DE 30 DE JULIO DE 1992 SOBRE PRECISIÓN DE LAS FUNCIONES Y OBLIGACIONES DE LOS DEPOSITARIOS, ESTADOS DE POSICIÓN Y PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS EN INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (BOE de 14 de septiembre)

La presente Orden Ministerial desarrolla el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, con un contenido ciertamente heterogéneo, como se manifiesta en el propio título de la Orden.

Así, en primer lugar, los apartados primero a quinto precisan y, por ende, refuerzan las funciones y obligaciones de los Depositarios de las Sociedades y Fondos de Inversión, destacando su cualidad de supervisores de la actuación de las Sociedades Gestoras y de los administradores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV).

En segundo lugar, el apartado sexto contempla la posibilidad de que las Sociedades y Fondos de Inversión rentabilicen su coeficiente de liquidez mediante la inversión en Deuda Pública a través de compraventas con pacto de recompra a un día.

En tercer lugar, el apartado séptimo especifica el régimen de comunicación de las participaciones significativas, distinguiendo entre entidades que cotizan —Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo (SIMCF) y SIMCA— y los Fondos de Inversión —Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM)—, previéndose en este último supuesto la utilización de los estados de posición para efectuar la citada comunicación.

Por último, el apartado octavo regula el régimen y el contenido de los estados de posición de las SIMCAV y de los Fondos de Inversión, en cuanto instrumento que sirve tanto para informar al socio o partícipe de su posición inversora como para comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las participaciones significativas.

En su virtud,

### DISPONGO

#### SECCIÓN PRIMERA

#### **Funciones de las Entidades Depositarias**

##### *Primero. Vigilancia y supervisión*

1. De conformidad con lo establecido en el artículo 56.b) del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, y en ejercicio de las funciones de supervisión y vigilancia de la gestión de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión y de los administradores de las SIMCAV, los Depositarios de las citadas instituciones deberán específicamente:

- a) Comprobar que las operaciones realizadas por la Sociedad Gestora o por los administradores de las SIMCAV lo han sido en régimen de mercado, vigilando sobre todo las operaciones bursátiles especiales, conforme a lo establecido en el artículo 8 del Reglamento de la Ley 46/1984. Asimismo, deberán comprobar que la Sociedad Gestora o los administradores de las SIMCAV se han ajustado en sus operaciones a lo previsto en el artículo 7 del Reglamento citado.
- b) Comprobar que las operaciones de los Fondos de Inversión y de las SIMCAV han respetado los coeficientes y criterios de inversión previstos en los artículos 4, 17, 37 y 49 del Reglamento de la Ley 46/1984 y demás normativa aplicable.
- c) Supervisar los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la Sociedad Gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones del Fondo de Inversión.

2. Para desarrollar las actuaciones antes precisadas, el Depositario deberá recabar mensualmente de la Sociedad Gestora o de los administradores de las SIMCAV

información suficiente que le permita desempeñar correctamente sus funciones de supervisión y vigilancia.

3. Los Depositarios deberán llevar a cabo las comprobaciones oportunas para contrastar la calidad y suficiencia de la información, documentación y publicidad remitida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la Sociedad Gestora o por los administradores de las SIMCAV, conforme a lo dispuesto en los artículos 6 y 10 del mencionado Reglamento o en las normas sobre contabilidad de Instituciones de Inversión Colectiva.

4. Si de las comprobaciones realizadas por el Depositario, conforme al apartado anterior, resultara la exactitud y suficiencia de la información suministrada por la Sociedad Gestora o por los administradores, esta información se enviará suscrita por la Sociedad Gestora o por los administradores y por el Depositario, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Si de las comprobaciones anteriores resultara la inexactitud o insuficiencia de esta información, o el Depositario, por cualquier otra causa, estuviera en desacuerdo con su contenido, lo pondrá, asimismo, en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. En el desarrollo de las funciones recogidas en el presente apartado, los Depositarios que detectaran cualquier anomalía en la gestión o administración, respectivamente, de Fondos de Inversión o de SIMCAV, deberán comunicarlo por escrito a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### *Segundo. Sobre la función del Depositario en cuanto a la suscripción de participaciones*

En desarrollo de lo previsto en el artículo 56.d) del Reglamento de la Ley 46/1984, la suscripción de las participaciones de Fondos de Inversión deberá efectuarse, obligatoriamente, mediante cheque nominativo librado a favor del Fondo, mediante transferencia bancaria a favor del mismo, o mediante entrega de efectivo directamente por la persona interesada al Depositario, para su posterior abono en la cuenta del Fondo. En los casos de suscripción mediante cheque nominativo y transferencia, no se considerará hecho el ingreso en la cuenta del Fondo hasta la fecha de abono de la transferencia o cheque que respalde la suscripción.

#### *Tercero. Sobre la función del Depositario en el reembolso de participaciones*

1. De conformidad con lo establecido en el artículo 56.e) del Reglamento de la Ley 46/1984, el reembolso de las participaciones en un Fondo de Inversión será efectuado por el Depositario previa orden remitida, expresamente, por la Sociedad Gestora. El reembolso deberá realizarse mediante cheque nominativo, transferencia a una cuenta del titular de las participaciones o entrega de efectivo directamente al partícipe.

2. Para reembolsar a un tercero distinto del titular de la participación, la Sociedad Gestora deberá tener en su poder documentos que acrediten suficientemente que el partícipe faculta al tercero para actuar en su nombre y recibir el reembolso correspondiente.

3. En ningún caso la Sociedad Gestora podrá disponer

directamente de los saldos de cuentas pertenecientes al Fondo de Inversión que gestione. Por lo tanto, no podrá extender cheques ni ningún otro instrumento de pago contra las cuentas del Fondo en el Depositario, siendo este último el único autorizado para ello siguiendo las instrucciones de la Sociedad Gestora. Cuando el Fondo disponga de cuentas de liquidez en entidades de depósito diferentes al Depositario, o cuando éste no sea entidad de depósito, únicamente el Depositario podrá realizar movimientos sobre estas cuentas.

#### *Cuarto. Sobre las funciones del Depositario acerca de la compra y venta de instrumentos financieros*

1. El artículo 56.g) del Reglamento de la Ley 46/1984 deberá entenderse referido, en cuanto a las operaciones de compra y venta de cualquier clase de valores, a la liquidación por el Depositario de estas operaciones.

2. Los Depositarios de los Fondos de Inversión, en las compraventas con pacto de recompra de valores en el Mercado de Deuda Pública Anotada, deberán operar de la siguiente forma:

a) Una vez que la Sociedad Gestora dé la orden de compra a la Entidad Gestora del Mercado de Deuda Pública, esta orden, que deberá ser comunicada al Depositario, será contrastada por éste con la Entidad Gestora mencionada, correspondiendo en todo caso al Depositario realizar el desembolso u ordenarlo.

b) En los supuestos de renovación del pacto de recompra, la Sociedad Gestora informará, asimismo, al Depositario, procediendo éste como se menciona en el apartado anterior.

3. El Depositario deberá asegurarse de que las liquidaciones de valores y de efectivo las recibe en los plazos al uso.

#### *Quinto. Sobre la función de depósito de valores de los Fondos de Inversión*

1. De acuerdo con lo previsto en el apartado h) del artículo 56 del Reglamento de la Ley 46/1984, el Depositario de un Fondo de Inversión será responsable de la custodia de todos los valores mobiliarios integrantes del patrimonio del Fondo.

2. Si se tratara de valores representados mediante anotaciones en cuenta negociados en mercados secundarios organizados, el registro de los valores corresponderá a la Entidad designada al efecto, cuya identidad deberá ser comunicada por la Sociedad Gestora al Depositario.

No obstante lo anterior, si las referencias de registro fueron de valores negociados en Bolsas de Valores y el Depositario fuera entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, deberá solicitar que le sean traspasadas las correspondientes referencias de registro. De no ser el Depositario entidad adherida deberá solicitar al Servicio el traspaso de las referencias de registro a la entidad adherida que designe.

En el caso de que el Depositario sea Entidad Gestora del Mercado de Deuda Pública Anotada, mantendrá en una cuenta suya de terceros los valores correspondientes al Fondo del que sea depositario. En el supuesto de que el

Fondo sea titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, el Depositario será el responsable de la utilización y funcionamiento de la citada cuenta.

3. El Depositario deberá custodiar, en su caso, los certificados acreditativos de los valores pertenecientes al Fondo representados mediante anotaciones en cuenta.

*Sexto. Sobre la materialización de un porcentaje del coeficiente de liquidez en activos financieros*

Las compraventas con pacto de recompra a un día de valores de Deuda Pública se considerarán aptas para cubrir el coeficiente de liquidez de los Fondos de Inversión y de las SIMCAV previsto en el artículo 17.4 del Reglamento de la Ley 46/1984.

## SECCIÓN SEGUNDA

### Participaciones significativas y estados de posición

*Séptimo. De la obligación de comunicación de participaciones significativas*

1. Las personas físicas o jurídicas que adquieran una participación significativa en Sociedades de Inversión Mobiliaria, tanto de Capital Fijo como Variable, cuyo capital esté admitido a negociación en cualquiera de las Bolsas de Valores, lo comunicarán, de acuerdo con lo establecido en los artículos 5 y 6 del Reglamento de la Ley 46/1984, mediante la remisión de la información regulada en el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, y normas que lo desarrollen.

2. En los supuestos de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo que no coticen en Bolsa de Valores, la obligación de comunicación de participaciones significativas se ajustará a lo dispuesto en el artículo 5 del Reglamento de la Ley 46/1984, debiendo comunicarse en el plazo de diez días hábiles a partir de la realización de la operación, sometiéndose, en el resto de aspectos, al régimen previsto en el número anterior para las Sociedades de Inversión Mobiliaria que cotizan.

3. En los casos de Fondos de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, el cumplimiento de la obligación de comunicación por adquisi-

siones de participaciones significativas a que se refieren los artículos 5 y 6 del Reglamento de la Ley 46/1984 se producirá, en su caso, mediante la remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la Sociedad Gestora o Sociedad de Inversión del estado de posición en el Fondo o en la Sociedad del partícipe o socio que adquiera, alcance o quede por debajo de la participación considerada como significativa.

4. En los supuestos de aumento o disminución de sus participaciones por conceptos diferentes a la suscripción y reembolso, el titular adquirente o transmitente de las citadas participaciones que adquiera, alcance o quede por debajo de la participación considerada como significativa deberá ponerlo en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de la Sociedad Gestora, para que ésta, en su caso, cumpla la obligación de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecida en el apartado precedente.

*Octavo. Del estado de posición*

1. El estado de posición a que se refiere el artículo 12.3.a) del Reglamento de la Ley 46/1984 deberá contener, como mínimo, la siguiente información:

- a) Fecha de la operación, identidad de la Institución, así como de su Sociedad Gestora y Depositario, y del partícipe o accionista.
- b) Para suscripciones y reembolsos: número de participaciones o acciones, valor liquidativo a la fecha, importe bruto y neto, comisión percibida por la Sociedad Gestora, así como el saldo de participaciones o acciones, valor efectivo y porcentaje que representan sobre el patrimonio total de la Institución.

2. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que establezca el modelo del estado de posición. En tanto la Comisión Nacional no haga uso de esta habilitación, las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión y los administradores de las SIMCAV podrán continuar remitiendo la información a que se refiere este número sin sujeción a modelo.

## DISPOSICIÓN FINAL

Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo de la presente Orden Ministerial.

## LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA SOCIEDAD ESPAÑOLA

María Luisa Atarés

El desarrollo de la inversión colectiva a través de los fondos ha sido, y está siendo, piedra de toque para que muchos ahorradores españoles se animen a entrar en los mercados. Invertir en fondos resulta muy positivo para el ahorrador, ya que desde sumas moderadas puede obtener rentabilidades en principio reservadas a los grandes patrimonios, con una gestión profesional y experimentada que controla el riesgo, y con destacadas ventajas fiscales.

Los fondos de inversión existen en España desde hace treinta años. Su primera regulación legal data de 1964, pero su espectacular desarrollo ha tenido lugar tras su segunda regulación en 1984 y, sobre todo, durante los cinco últimos años. Los fondos iniciaron su imparable carrera en 1991, cuadruplicando su patrimonio total gestionado, que pasó, según datos de Inverco, de un escaso billón de pesetas a 3,870 billones en diciembre de ese año. En el emblemático 1992 se captaron 2,441 billones de pesetas; en 1993, un incremento del 65 por 100 añadía 2,5 billones más, y en diciembre del año pasado los fondos de inversión gestionaban un patrimonio total de 12,2 billones de pesetas, y el número de partícipes rozaba los tres millones de personas.

Este curso ha empezado bien para la inversión colectiva. Como recuerda el catedrático **Prosper Lamothe**, en el primer semestre de 1996 los fondos han vivido un aumento de «aproximadamente tres billones de pesetas, hasta superar los 15 billones de patrimonio». El futuro se contempla con optimismo. «Nuestras previsiones nos llevan a considerar que, en el año 2000, el patrimonio de los fondos de inversión podría superar los 22 billones de pesetas», señala el Director General de Ahorro Corporación, **Javier Zoido**. Y hay analistas que aún van más lejos, y opinan que la próxima centuria se inaugurará con 30 billones de patrimonio en fondos.

De momento, nuestro país ocupa el quinto lugar de Europa —después de Francia, Luxemburgo, Inglaterra y Alemania— a muy corta distancia de este último país. Aunque, como dice **Manuel Menéndez**, Presidente de Caja Asturias, la inversión colectiva en España «está todavía lejos de su madu-

rez» tanto por tamaño, como por cultura financiera —aún escasa— y grado de sofisticación de sus productos.

El espectacular ascenso de este sistema de inversión colectiva en nuestro país se explica por la rentabilidad financiero-fiscal que proporcionan los fondos de inversión y la creciente necesidad de previsión de los ciudadanos. Aun conviviendo con sistemas alternativos, y quizá por sus características especiales de diversidad, liquidez, transparencia y divulgación, la inversión colectiva ha atraído en los últimos años una parte sustancial del ahorro español. Muchos ahorradores, huyendo de la inestabilidad del mercado de valores y de las altas comisiones bancarias de otros productos, vieron y ven en las ventajas fiscales de los fondos una posibilidad real de rentabilizar sus ahorros con la tranquilidad de encontrarse en manos de profesionales expertos.

El natural atractivo de los fondos de inversión tuvo su mejor aliado en el tratamiento fiscal establecido. A decir de los expertos, inicialmente se contemplaron tan bien como los fondos de pensiones, con la ventaja añadida de su liquidez. Las recientes modificaciones acordadas por la Administración suponen cambios significativos en el trato fiscal de estos productos: se fomenta la movilidad y la mayor competitividad y transparencia entre las gestoras. Las novedades son, por término general, ventajosas. Pero las rentas más bajas salen perjudicadas.

En lo que se refiere al impuesto sobre sociedades, quizá la novedad más importante, cuando la sociedad ha invertido sus fondos en instituciones de inversión colectiva, es el momento en que debe computar el ingreso, ya que la nueva ley del Impuesto, siguiendo los criterios del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, exige la contabilización como ingreso del ejercicio de la diferencia entre el valor contable y el valor liquidativo en la fecha de enajenación o de cierre del ejercicio. Tales ingresos han de incrementar la base imponible.

En lo referente a personas físicas, el cambio introducido en el tratamiento fiscal de los fondos, por

término medio, resulta ventajoso, especialmente, como señala **Mariano Rabadán**, en lo que se refiere a la inversión a medio o corto plazo. Se elimina la posibilidad de exención total a los quince años de la inversión. Pero si hasta ahora se tributaba a partir de dos años y un día al tipo medio y por toda la plusvalía generada, ahora se obtiene una plusvalía real fiscal, descontando un coeficiente que fijará el gobierno, y sólo se tributa por esa parte y al tipo del 20 por 100, lo que, en general, reduce la tributación. No obstante, tal medida pone en desventaja a las rentas bajas, cuyo tipo medio es inferior al 20 por 100. En tal caso, la única manera de evitar el perjuicio es vender la participación en el fondo entre el primer y el segundo año de vida de la inversión, ya que entonces la plusvalía tributará al tipo medio.

Estas novedades fiscales acaban con la inmovilización que suponía el sistema anterior —el «estancamiento de las inversiones», como señala **Martín Peñato**— y la primacía de la permanencia, fomentan la movilidad entre fondos y animan la competitividad entre gestores. Salen perdiendo la planificación a largo y los inversores de rentas bajas. Para ellos, y para todos, sería deseable establecer una tributación a tipo medio, con un máximo del 20 por 100.

¿Qué ocurre con los que ya eran partícipes de fondos antes de promulgarse estos cambios? Los que lo deseen podrán acogerse a un régimen transitorio, con vigencia hasta diciembre de 1996, que resulta muy favorable, ya que duplica el coeficiente anual de descuento; es decir, los inversores de 1994 que vendan su participación antes del próximo diciembre se descontarán el 14,28; los de 1993, el 28,56..., la exención total se produce en ocho años, en lugar de en quince. Las inversiones más beneficiadas por este régimen transitorio serán las que cuenten con una antigüedad de entre diez y trece años.

Los que opten por mantener sus inversiones y vendan a partir de enero del próximo año se encontrarán con que a la plusvalía obtenida entre diciembre de 1996 y el momento de la venta se le aplicará un coeficiente de actualización compensatorio. En cuanto a la plusvalía anterior dejará de tributar por el 28 por 100.

Puede decirse que, con algunas salvedades, las últimas modificaciones en materia fiscal suponen un nuevo empujón para la inversión colectiva, ya que favorecen la movilidad de los fondos —siempre a partir de un mínimo de dos años— y priman la rentabilidad por encima de la permanencia. Para **Manuel Menéndez**, estas novedades «fomentarán la competencia entre las gestoras». Los «peros», a decir de los expertos, son para los inversores más modestos, ya que la movilidad beneficiará, fundamentalmente, a los patrimonios altos y con capacidad de diversificación. «La nueva fiscalidad de la inversión colectiva mejora la anterior —apunta **Zoido**—, con salvedades para las rentas bajas y

para el ahorro con un sentido finalista en el largo plazo.»

A las ventajas fiscales, y de rentabilidad, liquidez y gestión profesional de los fondos de inversión, se une la ingente oferta de productos en el mercado: fondos de dinero, de renta fija, de renta variable, mixtos, de divisas, de inversión mobiliaria, de opciones y futuros, fondos de fondos... La amalgama de posibilidades no escapa al gusto de ningún ahorrador. Aunque el tirón más fuerte lo han protagonizado los fondos de renta fija y los fondos de dinero. Los primeros, por su carácter conservador tan afín al del ahorrador español medio, y los segundos, quizá, por ser los más fáciles de entender, ya que se asemejan mucho a una cuenta corriente, y por su objetivo de dar un horizonte de rentabilidad alto corriendo un riesgo adicional de precio.

La complejidad y variedad de los fondos exige una venta responsable y profesionalizada. El papel de las entidades gestoras es fundamental para la formación y mentalización del ahorrador español medio, cuya cultura financiera sigue aún lejos del nivel deseable. Cada vez acude más al reclamo de los altos rendimientos, la liquidez, la seguridad y la gestión profesionalizada. Pero, aún hoy, se mantiene un cierto grado de escepticismo ante esos productos, los fondos, que se presentaron como la panacea fiscal de los últimos tiempos y el mejor activo para un inversor no especialista. Los vaivenes de los mercados han servido para educar, en cierta manera, a los inversores, y se ha incrementado la demanda de productos con riesgo superior, pero aún queda mucho por andar.

La transparencia y la buena información son elementos indispensables en esta lucha, y han jugado un importante papel en los avances conseguidos hasta ahora. Los partícipes de fondos de inversión son, según los expertos, los mejor informados de nuestro país. No solamente disponen a diario del valor liquidativo de sus participaciones, sino que reciben información trimestral y anual muy amplia y detallada, esta última sujeta además a las correspondientes normas de auditoría. Inicialmente, el fondo era genéricamente bueno, pero como producto específico tenía que demostrar esa «bondad», y es ahí donde entra en juego la calidad de las sociedades gestoras.

Desde el punto de vista bancario, los fondos de inversión no son el producto más aconsejable ni el más rentable, ya que «se comen» parte de su pasivo, y las comisiones que generan no desarrollan demasiado negocio. El tremendo empuje de la inversión colectiva «ha contribuido a presionar al alza el coste de los pasivos bancarios, lo cual, junto con la creciente competencia por el lado del activo, ha intensificado la tendencia hacia el estrechamiento de los márgenes, que hace más difícil el ejercicio continuado de la actividad intermediadora», señala el director de Caixa Ourense, **Luis Carrera**. No obs-

tante, los bancos se han interesado por los fondos por el gran reclamo que estos han supuesto de cara a los inversores y que, de no ofrecerse desde sus oficinas, hubiera podido generar una escapada de clientes. El futuro de estos productos en cuanto a

políticas comerciales pasa, según **Asunción Ortega**, por «la especialización y la segmentación del mercado, la diferenciación entre competidores y la búsqueda de los mejores canales de distribución según el tipo de fondo».

## Prosper Lamothe

Director de Inversiones del Área de Sociedades de Gestión de Inversiones y Seguros del Banco Santander

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La inversión colectiva se encuentra en España en un período de crecimiento espectacular, y con unas perspectivas de futuro excelentes. Así, el aumento de los fondos de inversión en los primeros seis meses del año ha sido de aproximadamente tres billones de pesetas, hasta superar la cifra de 15 billones de pesetas y se espera que este crecimiento se mantenga en los próximos años.

Las razones de este éxito son diversas, debiendo destacar las ventajas fiscales de los fondos frente a otras modalidades de activos y la atractiva rentabilidad que han ofrecido, con excepción del sobresalto de 1994, en los últimos años. Dentro de este panorama positivo, también existen algunas «sombras» que en mi opinión se pueden sintetizar en los siguientes aspectos:

Los fondos de inversión españoles invirtieron un excesivo porcentaje de sus activos en renta fija y activos monetarios. En concreto, el 93 por 100 de sus activos responde a estas modalidades de inversión, lo que es el porcentaje más elevado de todos los países desarrollados.

La comparación con los países anglosajones refleja diferencias abrumadoras. Así, los fondos españoles invierten un 6,7 por 100 en renta variable frente a un 94,3 por 100 de los fondos británicos y un 65 por 100 de los fondos USA. En países más próximos, como Italia y Francia, los fondos invierten un 23,2 por 100 y un 43,3 por 100, respectivamente, en acciones. Este fenómeno ha hecho que el efecto beneficioso de la inversión institucional en la actividad económica y en el empleo y la reducción del coste de capital-acciones de las empresas que la misma puede generar en España haya sido insignificante.

Redundando en estos argumentos, diremos que la inversión en activos emitidos por el sector privado se sitúa en una cifra próxima a los 600.000 millones de pesetas. Este importe representa un 4,02 por 100 del total activo de los fondos de inversión, lo cual es realmente un porcentaje reducido.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Uno de los retos de nuestro sistema financiero es lograr que las instituciones de inversión colectiva

coloquen más recursos en activos emitidos por el sector privado.

Por otra parte, en el momento de escribir estas líneas, las posibilidades de utilización de derivados y modulación de riesgos en los fondos de inversión son limitadas.

Es cierto que dentro de las últimas medidas aprobadas por el actual gobierno se contempla una mayor liberalización en el uso de estos instrumentos por parte de los fondos de inversión, lo cual corregirá esta deficiencia sufrida por la inversión colectiva española.

Otro inconveniente a señalar es el hecho de la poca diversificación internacional de los fondos de inversión españoles. Esto supone una asignación estratégica de activos ineficiente que, en nuestra opinión, se corregirá de forma paulatina en los próximos años.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—Con respecto a las últimas medidas fiscales del gobierno hay que decir que, en principio, presentan un perfil positivo, al orientarse hacia una mayor movilidad entre los diferentes instrumentos de actualización del ahorro. Quizá habría sido mejor incentivar más la inversión en renta variable y capital-riesgo frente a la inversión en renta fija y activos monetarios. En cualquier caso, los efectos de estas medidas deben ser positivos.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—Hay que resaltar el elevado potencial de crecimiento de la inversión colectiva en España. Así, a finales de 1997 es posible que los fondos de inversión se acerquen a los 20 billones de pesetas de patrimonio total, y los fondos de pensiones estén ligeramente por debajo de los cuatro billones. Estas cifras, impensables hace tres años, junto con las importantes tasas de crecimiento que debemos esperar hasta el año 2000, nos permiten afirmar que la inversión colectiva irá ocupando el papel principal dentro de nuestro sistema financiero. Este fenómeno ya ha ocurrido en países más avanzados, y aumenta la importancia de una adecuada regulación en este campo. Una regulación más liberal, acompañada de un mayor peso de la renta variable y de los activos internacionales, exigirá a nuestros fondos una gestión más avanzada, con un mayor uso de técnicas cuantitativas y un seguimiento exhaustivo de los mercados. Estamos seguros de que las gestoras de fondos sabrán responder a este reto.

## Javier Zoido

Director General de Ahorro Corporación

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—En realidad, al hablar de inversión colectiva, deberíamos mencionar todos aquellos patrimonios que canalizan los recursos de una pluralidad de inversores, esto es, de las instituciones encuadradas en el ámbito de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y de las sometidas a la Ley Reguladora de Fondos de Pensiones, si bien, en nuestro país, por razones de dimensión y desarrollo, se identifica inversión colectiva con fondos de inversión y, en este entorno, cabe admitir que estas últimas instituciones atraviesan, en la actualidad, por un momento al que, a juicio de todos, cabe calificar como de madurez, si valoramos tanto el importe de sus patrimonios (12,2 billones de pesetas a 31 de diciembre de 1995) como el número de partícipes con el que se cuenta (2,95 millones de personas) y el grado de penetración que estas instituciones han alcanzado en el conjunto de los instrumentos financieros que forman parte de los activos financieros de las familias españolas.

No obstante, cabe indicar que, como elemento diferenciador que nos separa de una situación de pleno desarrollo, está la configuración del propio patrimonio de estas instituciones, centrada, básicamente, en la preponderancia de los activos a corto plazo y la escasa importancia de los activos de riesgo, lo que pone de manifiesto que, en cierto modo, tenemos que referirnos más bien al ahorro colectivo que a la inversión colectiva. El reto de los próximos años será, precisamente, traspasar esta frontera.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—El proceso seguido hasta la fecha es una resultante de la estructura financiera de nuestro país. Conviene precisar, como antes señalaba, que para que el sector de fondos de inversión alcance la fase de pleno desarrollo, caracterizada por la homogeneización en cuanto a estructura de sus inversiones con el de las instituciones similares a nivel internacional, es necesaria una modificación en preferencias de los demandantes de fondos de inversión hacia productos de mayor riesgo, que vaya generada y acompañada por un cambio en las técnicas de comercialización hacia aquellas que confieran una mayor importancia al asesoramiento al cliente basado en su situación fiscal y patrimonial.

En este contexto, y deseando una armónica evolución del sector, es inevitable el giro en la «manera de gestionar», de tal forma que se pase de la «generalización» actual con la que son caracterizados los fondos (fondos de dinero, renta fija, fondos mixtos, acciones, etc.) y la amplia discrecionalidad en la dirección de sus inversiones a la «precisión en la definición» de las inversiones de cada institución, que permita al partícipe potencial valorar el riesgo asumido y delimite la capacidad de decisión del gestor al marco de inversión previamente definido para el fondo.

En consecuencia, con independencia del desarrollo legal, que suponemos que, en todo caso, será liberalizador y permitirá la ampliación de la oferta de fondos, la evolución del sector hacia el pleno desarrollo está en manos de los comportamientos de oferentes y demandantes del producto.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—En general, la nueva fiscalidad de la inversión colectiva mejora la anterior, con salvedades hechas para las rentas bajas y para el ahorro con un sentido finalista en el largo plazo.

La tributación a tipo fijo actualizando los precios de compra por índices correctores de la inflación libera a los partícipes de la cautividad anterior, permitiéndoles modificar el soporte de su ahorro en función de las expectativas de los diferentes mercados financieros.

De cualquier modo, la pretendida movilidad, siempre a partir de al menos dos años de permanencia en la inversión, se producirá básicamente en las personas de patrimonio alto, con capacidad de diversificación, que serán objeto personalizado de atención y asesoramiento por parte de los gestores y los agentes comercializadores de fondos.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—En un escenario económico-financiero en el que nuestro país, en el año 2000, esté muy próximo a la integración en la UEM, cabe el hacer diversas aproximaciones al futuro de las instituciones de la inversión colectiva.

Tanto por los factores tendenciales del ahorro como por razones derivadas de la estructura de nuestros tipos de interés y el propio contexto socio-económico en el que se va a producir la adaptación de nuestra economía al marco de integración en la UEM, no nos cabe duda del incremento en la dimensión e importancia que estas instituciones ocuparán en el conjunto de las familias.



Nuestras previsiones nos llevan a considerar que en el año 2000 el patrimonio de los fondos de inversión podría superar los 22 billones de pesetas, lo que supone alrededor del 18 por 100 de los activos financieros en manos de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro, y representan un 30 por 100 del total del pasivo de bancos y cajas (22,3 por 100 en junio de 1996).

Estos datos se verán claramente amplificados si se adicionan los fondos de pensiones, que esperamos tengan un claro desarrollo en los próximos años, debido, en parte, a la esperada revisión de su fiscalidad, determinando que casi una cuarta parte de los activos financieros familiares estén situados en el conjunto de instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión y fondos de pensiones).

Otro aspecto que puede suscitar más dudas es la configuración futura de las inversiones de estas instituciones, y si el comportamiento de los agentes comercializadores y las gestoras, y, en suma, las preferencias de los partícipes, pueden provocar una inserción claramente activa de los fondos de inversión y los fondos de pensiones en los mercados de capitales, cualquiera que sea la ubicación y estructura que estos tengan dentro del nuevo espacio monetario definido por la UEM.

### **Manuel Menéndez Menéndez**

Presidente de Caja de Asturias

—*¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?*

—Está todavía lejos de su madurez, no sólo por cuanto su dimensión es relativamente pequeña, si se compara con la de otros países con mayor cultura financiera, sino también por el escaso grado de sofisticación de los productos. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que su importante desarrollo en los últimos años ha estado muy ligado a determinadas medidas fiscales y a las elevadas necesidades de recursos del Tesoro. Por otra parte, parece que el nivel de comprensión de los productos por parte de los clientes y las redes de distribución es, en muchos casos, deficiente.

—*¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?*

—Las últimas medidas fiscales del gobierno recogen ya buena parte de las aspiraciones del sector en dicha materia. En otro orden de cosas, consideramos conveniente la regulación de los denominados «fondos paraguas», así como cierta flexibilización de la normativa en cuanto a la contratación de productos derivados para la cobertura de riesgos.

—*¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?*

—Podemos distinguir dos importantes modificaciones en la nueva tributación de los fondos de inversión, cada una de ellas con efectos positivos, tanto para los partícipes como para los propios fondos como instrumento de inversión, pero que también conllevan aspectos negativos para algunos de los partícipes, aunque en general puede decirse que el nuevo régimen resulta más beneficioso que el anterior.

Se modifica el sistema de cálculo de las variaciones patrimoniales, sustituyendo los coeficientes correctores por coeficientes de actualización y, por otro lado, se establece un tipo fijo para las inversiones con más de dos años de antigüedad.

Con el nuevo sistema de cálculo de las variaciones patrimoniales, se vuelve, en cierta forma, al procedimiento fijado en la Ley 44 del año 1978. Se abandona el sistema de coeficientes reductores en

función de la antigüedad, implantado por la Ley 18/1991, y se sustituye por la actualización del valor de adquisición mediante la aplicación de unos coeficientes que recojan el efecto de la inflación.

Este nuevo sistema presenta dos ventajas para los partícipes de fondos. Al tener en cuenta la inflación, sólo se tributará por la ganancia real, lo que supondrá dejar exenta una parte importante de las plusvalías obtenidas. Por otro lado, frente al anterior sistema que fomentaba el estancamiento al primar la antigüedad, el sistema actual favorece la movilidad de las inversiones facilitando el cambio de fondo, lo que provocará una mayor competencia entre las gestoras.

No obstante, no todo son ventajas para los partícipes. El sistema de coeficientes nunca llegará a la exención total de la plusvalía obtenida, con lo que muchos partícipes han visto defraudadas sus expectativas de no tributar por las plusvalías obtenidas en sus fondos.

La otra gran modificación en el sistema de tributación de las variaciones patrimoniales es el establecimiento de un tipo fijo del 20 por 100 para las plusvalías generadas en más de dos años. Esta medida, que supone eliminar la progresividad del sistema fiscal para las variaciones de patrimonio, beneficia a aquellos contribuyentes con un tipo medio superior a este porcentaje, y perjudica a los contribuyentes cuyo tipo medio de gravamen es inferior al 20 por 100, aunque, considerando las dos modificaciones en su conjunto, en la mayoría de los casos los contribuyentes resultan beneficiados con respecto al sistema anterior, al tener en cuenta el efecto de la inflación.

En definitiva, podemos considerar positiva la reforma para los partícipes, ya que al favorecer la movilidad de los fondos, primando la rentabilidad por encima de la permanencia, se fomentará la competencia entre las gestoras. Por otra parte, excepto a muy largo plazo, todos los partícipes salen beneficiados con el nuevo sistema de tributación, aunque también es cierto que las más favorecidas son las rentas altas.

—*¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?*

—Salvo que se produzcan cambios importantes en la normativa fiscal, los fondos de inversión continuarán ganando terreno a los productos bancarios tradicionales. Por otra parte, si se confirma el escenario de tipos de interés más bajos, probablemente los fondos que inviertan en renta variable y mercados internacionales irán ganando terreno en detrimento de los FIAMM y fondos garantizados. No obstante, conviene ser más cautelosos sobre esta segunda afirmación, dado que requerirá cambios culturales importantes en la clientela, cuya mentalidad ahorradora, con casi nula propensión al riesgo,

debería transformarse progresivamente en mentalidad inversora. En este proceso será esencial disponer de redes comerciales bien formadas, que sepan asesorar a los clientes y orientarlos hacia aquellos fondos que mejor se adapten a sus respectivas preferencias.

## Luis Carrera Pasaro

Director General de Caixa Ourese

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La inversión colectiva supone actualmente una vía muy importante de materialización de los ahorros de las familias españolas, tanto en términos absolutos como en relación con el volumen de ahorro propiamente bancario, lo que la convierte en uno de los productos financieros de mayor éxito en los últimos tiempos en España.

Ahora bien, este éxito de la inversión colectiva en España se basa, sobre todo, en consideraciones fiscales, sin negar las ventajas que proporciona en términos de la diversificación y de una gestión profesionalizada de las carteras de los inversores. Por otro lado, la materialización de dicha inversión se halla excesivamente concentrada, de una u otra forma, en la deuda pública, con una aportación mucho menos relevante a la financiación de la economía real, y más concretamente a la economía productiva.

En este sentido, la principal cuestión que cabe plantear es si los efectos del tremendo empuje de la inversión colectiva en España en épocas recientes son, necesariamente, buenos para la economía real. Centrándonos en los efectos sobre las entidades de depósito y los agentes económicos que éstas financian, dicho empuje ha contribuido a presionar al alza el coste de los pasivos bancarios, lo cual, junto con la creciente competencia por el lado del activo, ha intensificado la tendencia hacia el estrechamiento de los márgenes, que hace más difícil el ejercicio continuado de la actividad intermediadora por parte de estas entidades, especialmente en un mundo donde el nivel de los riesgos financieros básicos —riesgo de crédito, riesgo de mercado— se ha incrementado significativamente.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—En principio, la inversión colectiva se encuentra suficientemente desarrollada en España para que no sea necesario estimularla más. Otra cosa es la necesidad de promover su mayor vinculación con la economía real, pero buena parte de esta finalidad exigiría tanto un mayor grado de desarrollo del mercado de renta fija privada como una mayor extensión de las empresas cotizadas en Bolsa, aspectos

ambos que, como tales, no corresponden propiamente al ámbito de la inversión colectiva.

Esto no quiere decir, sin embargo, que no se pueda contribuir a dicha finalidad desde el propio campo de la inversión colectiva. En este sentido, puede señalarse que el Decreto-Ley 7/1996 amplía las posibilidades legales para que las instituciones de inversión colectiva puedan tener en su activo valores no cotizados, si bien resulta dudoso que, al menos en un primer momento, esta vía tenga cierta relevancia, sobre todo si consideramos que queda mucho por hacer para que los valores cotizados privados —de renta fija y de renta variable— tengan una mayor presencia en estas mismas instituciones.

Por otro lado, se echan en falta en España algunas figuras de instituciones de inversión colectiva que ya han hecho acto de presencia en otros países de nuestro entorno, como los denominados fondos paraguas, los fondos de fondos, los fondos en depósitos bancarios, etc., que, por eso mismo, no sería extraño acabaran incorporándose también al sistema financiero español en un plazo más o menos breve. El último tipo de fondos mencionado podría tener un especial interés para las entidades de depósito de nuestro país como vía de equiparación en el trato fiscal efectivo de los fondos y el ahorro bancario.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—A pesar de que estas medidas eliminan, en principio, la posibilidad de que las nuevas inversiones en este tipo de instrumento estén totalmente exentas por el mero paso del tiempo, su efecto global debe considerarse beneficioso para los inversores, aparte de la importante aceleración y consolidación de las ventajas fiscales anteriores que se ha producido.

El problema está en que estas medidas han aumentado, por las mismas razones apuntadas, la brecha entre la inversión colectiva y el ahorro bancario, en claro perjuicio de éste, desde el punto de vista de la rentabilidad financiero-fiscal para el inversor-ahorrador. Aunque esta situación demanda una reforma global de la tributación de las rentas de capital, no cabe duda de que la efectividad de una reforma de este tipo se encuentra, en estos momentos, muy condicionada por las exigencias de reducir el déficit público ante la relativamente próxima decisión de los países que pueden formar parte de la tercera fase de la unión económica y monetaria (UEM).

Precisamente, el inmediato advenimiento de la UEM señala el camino que se debe seguir en España más tarde o más temprano, dado que, en un área donde no sólo existe plena libertad de movimientos de capitales, sino que, incluso, se habrá lle-

gado a suprimir el riesgo de cambio en el seno de la misma, no pueden existir diferencias sustanciales en el tratamiento fiscal de cada uno de los instrumentos financieros o, de lo contrario, el ahorro se acabaría moviendo hacia los países con fiscalidad más baja en este terreno desde aquéllos que la tengan más alta, situación indeseable para unos y otros.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—En principio, mientras se mantenga el trato fiscal favorable hacia los fondos de inversión sobre otras modalidades de ahorro financiero, puede preverse un futuro prometedor para ellos mismos, probablemente sin los fuertes crecimientos relativos registrados en el período 1991-1993.

No obstante, posteriormente, los inversores en fondos han conocido muy bien algunos riesgos que los pueden hacer menos atractivos en determinadas circunstancias, como fue el caso de los FIM en 1994, como consecuencia de la emergencia de un acusado riesgo de mercado. En este sentido, como se demostró en ese mismo año, los depósitos bancarios aportan la importante ventaja de garantizar la recuperación del nominal depositado si la entidad bancaria es lo suficientemente solvente, como es la mayoría de los bancos y, sobre todo, cajas de ahorros de nuestro país, o si el depósito es lo suficientemente reducido en su importe para que esté cubierto por el correspondiente fondo de garantía.

La modificación en el régimen fiscal de los fondos derivada del Decreto-Ley 7/1996 puede entenderse como un riesgo regulador, que planea permanentemente sobre éstos, y que no siempre ha de inclinarse en favor del inversor. De hecho, no todos los inversores en fondos han salido necesariamente beneficiados con dicho cambio. En este sentido, estimamos que actualmente existe una gran probabilidad de que se reduzca sensiblemente la desventaja fiscal con que está penalizado el ahorro bancario, en cuyo caso éste podría recuperar buena parte del terreno perdido en favor de los fondos en los últimos años.

## Asunción Ortega Enciso

Consejera de Gesticaixa

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La situación actual de la inversión colectiva en España es francamente positiva. El crecimiento del sector está siendo casi exponencial durante los últimos ejercicios, con aumentos progresivos en los volúmenes administrados desde principios de la presente década. A finales del año 1990 el patrimonio total invertido en fondos era de 14 billones de pesetas, mientras que a 30 de junio de 1996 se han sobrepasado ya los 15 billones. Hoy en día, cada uno de los tres grupos financieros con mayor volumen de fondos está por encima de las cifras totales nacionales de cinco años atrás.

No se trata solamente de una cuestión de incremento de patrimonio. El número de partícipes también ha experimentado una evolución similar. Así, a 31 de diciembre de 1990 los tenedores de fondos de inversión en España eran poco más de 500.000, mientras que en la actualidad esa cifra se eleva a tres millones y medio de ahorradores que confían en esta modalidad de inversión.

Los fondos garantizados, convertidos en la auténtica estrella de la inversión colectiva en 1996, han contribuido en gran medida a que a mitad de año se hayan superado ya las previsiones que la mayoría de analistas hacían para el ejercicio completo.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Estamos en un momento clave para nuestra industria, pues los niveles alcanzados hasta ahora deben consolidarse y servir de trampolín hacia nuevas cotas, y que ello se consiga va a depender de las medidas que se tomen, tanto legislativas como fiscales, de *marketing*, estrategias inversoras, etcétera. Por tanto, el esfuerzo por afianzar el sector nos implica a todos los que, de una u otra manera, estamos vinculados a él, pero no cabe duda que la mayor influencia viene determinada desde el ámbito legislativo (aprobación de la directiva comunitaria, nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva) y fiscal. Esto permitirá la creación de figuras como los «fondos de fondos», los *master-feeder funds* (fondos de adhesión) o los «fondos de efectivo».

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—Hay que destacar que la reforma fiscal emprendida por el nuevo gobierno no ha hecho más que empezar, por lo que habrá que esperar a que sea completada para valorar en su justa medida el impacto que tendrá sobre el sistema a nivel global, y la posición competitiva en la que queda cada producto frente al resto de alternativas; no obstante, consideramos que es una medida que ayudará a un mayor crecimiento de la inversión colectiva.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—El futuro de la inversión colectiva en España no puede ser más prometedor. Algunos analistas están hablando de niveles de alrededor de los 18 billones de pesetas para el cierre del presente ejercicio y de 30 billones en el año 2000. Aunque dar cifras concretas siempre es muy aventurado, lo que parece indudable es que la tendencia creciente va a continuar, y podría incluso acentuarse. En este sentido, cabe recordar que existen en el mundo más de 30.000 fondos de inversión, de los cuales casi la mitad en la Unión Europea, y que gestionan un volumen conjunto de 700 billones de pesetas. Además, otros países de nuestro entorno con mucha más tradición en inversión colectiva que España continúan creciendo. En concreto, las previsiones de incremento hasta el año 2000 son, para Francia, del 30 por 100; para Luxemburgo, del 20 por 100, y para Alemania, del 11 por 100. Por tanto, todo hace pensar que esa misma línea será la que siga el mercado español.

En cuanto a políticas comerciales, el futuro está en la especialización y la segmentación del mercado, la diferenciación entre competidores, la búsqueda de los mejores canales de distribución según el tipo de fondo. Opinamos que serán estas cuestiones las que marcarán la evolución próxima del mercado. Otro aspecto que cambiará la estructura actual será el de las nuevas formas de distribución a través de cajeros automáticos, banca telefónica, redes informáticas, etcétera.

Respecto a productos, hemos de ver muy pronto en España un gran abanico de nuevas posibilidades, como los ya citados fondos de fondos, fondos de adhesión y fondos sectoriales, sin olvidarnos de los fondos ecológicos, los regionales o los fondos paraguas.

Todas estas nuevas estrategias y productos deben representar estímulos progresivos para acercarnos a las cifras globales de mercado comentadas anteriormente.

### **Tomás Martín-Peñato**

Presidente de la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—En la actualidad, la inversión colectiva está en unos niveles medios. La necesidad de satisfacer un determinado tipo de inversión que tuviera seguridad y rentabilidad al mismo tiempo, la puesta en funcionamiento de los fondos de pensiones, tanto internos como externos, y, por qué no decirlo, la necesidad de financiar el déficit público, han potenciado de un modo considerable un mercado que hasta hace unos años tenía una importancia meramente testimonial.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Bajo el punto de vista del desarrollo cuantitativo, no observo grandes inconvenientes, como indicaba en su pregunta anterior. A mí, probablemente, me interesa más el destino o la finalidad de los fondos captados por este sistema, porque, como es conocido, el ahorro se coloca en deuda pública o en títulos con cotización en Bolsa. Sin embargo, la trascendencia de dichas inversiones en nuestra región es limitada, por lo que, asumiendo quizá una mayor prima de riesgo, habría que hacer compatible este tipo de inversión con la financiación a empresas medianas, incluso pequeñas, que son las únicas que, concretamente en Castilla-La Mancha, pueden crear empleo.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—La publicación del Real Decreto-Ley ha introducido unos mayores grados de dinamismo, puesto que, a través de las medidas fiscales, se puede eliminar el estancamiento de las inversiones. En concreto, la eliminación de la exoneración total a través de los coeficientes reductores moviliza la inversión, ya que se elimina la posibilidad de dejar de pagar impuestos por la vía del plazo. No cabe duda de que también se reconocen los derechos adquiridos por la antigüedad recogida en la normativa de 31 de diciembre de 1995. Resultan interesantes, de cara a la inversión, la creación del tramo de 200.000 pesetas que se liquidan a cero y la posibilidad de reducir la inflación en la obtención de la base imponible por la que se ha de liquidar.

Con independencia de lo expuesto, me gustaría lanzar un reto: puesto que existe un ahorro canalizado a través de libretas, cuentas corrientes o imposición a plazo fijo, con una importancia económica y social de enorme consideración, y que está sometido a tratamientos fiscales tradicionales, por no decir antiguos, sería conveniente que en el momento en que los Presupuestos del Estado lo permitieran, se tuvieran en cuenta algunos de los incentivos recogidos en la Ley que estamos comentando para aplicarlos a estos colectivos que, concretamente en Castilla-La Mancha y en nuestra caja, son un elemento crucial para su desarrollo.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—A la vista de los balances de las entidades financieras, la inversión colectiva ha tenido un fuerte desarrollo en los últimos años y es muy posible que tras el Real Decreto-Ley 7/1996 se incremente el atractivo de este tipo de inversión hasta llegar a adquirir la importancia que mantienen en otros países de nuestro entorno, con una mayor tradición y desarrollo de estos mercados.

### **Mariano Rabadán Forniés**

Presidente de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO)

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La situación actual, en cuanto a volumen de patrimonio gestionado por los fondos de inversión, es ciertamente satisfactoria. Así, en los ocho primeros meses de este año se ha pasado de 12,18 billones de pesetas a 16,03; es decir, casi cuatro billones más. En lo referente al número de partícipes, se ha pasado de 2,92 millones a 3,78 millones; es decir, casi un millón más en este período.

Por otra parte, las sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como de capital variable, alcanzan casi medio billón de pesetas de patrimonio, y cerca de cien mil accionistas.

Estos datos contrastan con los de ejercicios anteriores, 1994 y 1995, en los que los crecimientos de patrimonio gestionado apenas superaron un billón de pesetas por año.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Actualmente, hay dos horizontes temporales en la modificación de la legislación: uno a corto plazo, introducido por el Real Decreto 7/1996, que modificó la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva en dos puntos concretos. En primer lugar, la posibilidad de utilizar instrumentos financieros derivados u otras técnicas para conseguir una adecuada cobertura de los riesgos de cartera de las instituciones; y en segundo lugar, la posibilidad de invertir parte del activo de estas instituciones (el no sujeto a coeficientes) en valores no cotizados. Ambas modificaciones están pendientes de desarrollo normativo, y probablemente la primera de ellas pueda estar en vigor hacia finales de año, mientras la segunda no lo estará hasta el primer trimestre de 1997.

En un horizonte de medio plazo, estaría una reforma global de la actual Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, vigente desde 1984, hace ya más de doce años. El proyecto de nueva directiva comunitaria sobre instituciones de inversión colectiva, aparte de introducir nuevas figuras de fondos (*master-feeder funds*, fondos de fondos, etc.), establece otras modificaciones a la directiva de 1985, como la libre prestación de servicios por parte de los depositarios, etc. Como consecuencia del re-

traso en su aprobación, algunos países europeos, como Inglaterra, Alemania, Suiza o Portugal, se han adelantado a modificar sus legislaciones nacionales en la línea de la futura directiva, por lo que España debería seguir esta tendencia en un futuro próximo.

*—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?*

—La nueva normativa fiscal sobre los incrementos y disminuciones patrimoniales, aplicable también a los partícipes en instituciones de inversión colectiva que sean personas físicas, modifica la tributación en función de la temporalidad de la inversión, por un tipo fijo a partir de dos años y un día.

Con esta nueva regulación no se han respetado los derechos adquiridos por aquellos partícipes que suscribieron participaciones de fondos con posterioridad a la entrada en vigor de la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, en 1992, y que tenían una exención de tributación progresiva hasta quedar exentos pasados quince años de permanencia en un fondo. Por otra parte, la no aplicación del mínimo exento de 200.000 pesetas a las plusvalías generadas por inversiones en estas instituciones crea una desigualdad no justificable respecto a otras inversiones generadoras de incrementos de patrimonio.

A pesar de estas consideraciones, el nuevo régimen fiscal favorece la inversión a corto o medio plazo, dotándola de mayor movilidad, por lo que, en conjunto, puede entenderse neutral respecto al régimen fiscal anterior, pero, en todo caso, menos favorable que en otros países de nuestro entorno.

*—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?*

—El futuro de las instituciones españolas es muy alentador, al igual que en el resto de países desarrollados. En este sentido, la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (FEFSI), realizó el año pasado unas previsiones para el año 2000, pasando de los 18 billones de pesetas en junio de 1995 a 30 billones de pesetas en diciembre del año 2000, lo que supone casi duplicar el patrimonio en sólo cinco años.

Es lógico que, en un entorno creciente e irreversible de integración de los mercados financieros y monetarios, el ahorro doméstico se centre cada vez más en gestores profesionales, en lugar de realizarse directamente por las familias.

Por otra parte, la tendencia futura del ahorro en España seguirá la de los países más desarrollados, que centran el ahorro familiar en productos financieros de ahorro-previsión (fondos de inver-

sión, fondos de pensiones y contratos de seguros), en contraposición a los tradicionales depósitos bancarios.