

# INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

La insuficiente normativa actual justifica el análisis realizado por **Pedro A. Fernández Rañada** respecto a las diversas modalidades de encauzamiento de la inversión colectiva.

Sociedades de inversión, abiertas y cerradas, y Fondos habrán de ser las modalidades fundamentales.

Entre los Fondos, los de Pensiones están llamados a tener una importancia trascendental en el futuro. El establecimiento de los adecuados instrumentos de control y un nuevo tratamiento tributario son, además, complemento indispensable de la futura regulación de esta materia.

## INTRODUCCION

Dentro del proceso de reforma de nuestras instituciones financieras, que comienza a mediados de 1977 y se continúa en los años sucesivos, una de las cuestiones que ha sido objeto de frecuentes controversias en las páginas de las revistas especializadas e, incluso, de los diarios de información general, es la que se refiere a la conveniencia de modificar las normas legales españolas sobre instituciones de inversión colectiva. La atención puesta en este punto es plenamente lógica si se tienen en cuenta las dificultades que el sector de la inversión mobiliaria ha experimentado durante los últimos años, como consecuencia obligada de la crisis de nuestros mercados de valores, y las esperanzas puestas en marcha por la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, al incluir, en su disposición transitoria cuarta, la necesidad de incorporar a nuestro Derecho Positivo una Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

En esta situación, probable-

mente no sea inútil recapitular aquí y ahora la situación actual, desde el punto de vista legislativo, de estas instituciones, analizar los defectos que esta normativa pueda presentar y que operan o deben operar como justificante y fundamento de la anunciada reforma, intentar la formulación de un concepto de institución de inversión colectiva que sirva para acotar el campo de actuación de la misma, y, en fin, recordar los criterios y directrices consagrados para la materia en la legislación comunitaria en la medida en que, a buen seguro, habrán de ser tenidos muy en cuenta por nuestro legislador. A estas tareas se dedican las páginas que siguen, que han de ser precedidas necesariamente de una precisión básica: la expresión «instituciones de inversión colectiva» aparece, por vez primera, en nuestra legislación en la citada disposición transitoria del Impuesto de Sociedades, de forma que nuestro ordenamiento jurídico-financiero carece hasta el momento de un concepto legalmente acuñado de lo que deba entenderse por tal. La vigente legislación española re-

gula únicamente las Sociedades y Fondos de Inversión, aunque admite la existencia de estas figuras en distintas modalidades. Con ello, queremos poner de manifiesto el importante cambio de perspectiva que supondrá la institución, en su día, de las leyes y normas relativas a Sociedades y Fondos de Inversión por una disciplina genérica sobre las instituciones de inversión colectiva, y la oportunidad que implica de elevarse de lo concreto a lo general, introduciendo en nuestro Derecho el concepto de estas instituciones como presupuesto necesario para una adecuada regulación del fenómeno de la inversión colectiva.

## I. REFERENCIA A LA LEGISLACION VIGENTE SOBRE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSION

Como es conocido, las Sociedades y Fondos de Inversión son, en España, de tardío nacimiento legal: no hubo ninguna regulación hasta la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria; la falta de regulación específica determinó la falta de desarrollo en nuestro sistema de estas instituciones (con anterioridad a la disposición citada, sólo existía en España una Sociedad de Inversión Mobiliaria, creada en diciembre de 1945) debido a una razón fundamental: la doble imposición sobre las rentas a que llevaba la inexistencia de una regulación fiscal adecuada.

La Ley del 52, prudente norma con una eficacia práctica muy limitada, fue derogada por

la aún vigente, de 26 de diciembre de 1958, encaminada, según palabras del legislador, a «... crear las condiciones legales necesarias para que el pequeño y disperso ahorro pueda acudir a la inversión de valores mobiliarios dentro de unas circunstancias de seguridad y equilibrio de rentabilidad, así como de facilidad de realización, que ofreciera garantías e incentivos y subsanara las dificultades derivadas de la imposibilidad de una información perfecta para cuantos se encuentren alejados de los centros de actividades económicas».

De otro lado, el artículo 9.º del Decreto-ley 10/1959, de 21 de julio, autorizó la regulación de las sociedades anónimas españolas cuyo objeto exclusivo es la tenencia de acciones de sociedades extranjeras, autorización de la que se hizo uso por Decreto 2.305/1959, de 17 de diciembre, actualizado y adaptado a la Ley de Reforma del Sistema Tributario de 11 de junio de 1964 por el Decreto 2.580/1966, de 6 de octubre.

Quedaba en pie, sin embargo, el problema de una regulación más amplia de las instituciones de inversión colectiva, ya que la Ley de 1958, al igual que la de 1952, sólo se refería a las sociedades anónimas y no se tomaban en consideración las formas de inversión colectiva de capital variable o fiduciarias.

La Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, de 14 de abril de 1962, señaló en el preámbulo «que es menester también ampliar la protección del ahorro, ofrecerle mayores, más atractivos y seguros cauces hacia la inversión directa...», y que «a este fin han de tender

las normas sobre reglamentación de las sociedades de cartera en sus diversas modalidades...». En consecuencia, la base octava de la misma estableció: «Se perfeccionará la legislación vigente sobre sociedades de cartera, apoyando su desarrollo, dándoles para ello mayores facilidades como instrumento de fomento del ahorro, procurándose, al mismo tiempo, mediante las oportunas regulaciones del Ministerio de Hacienda, que no puedan convertirse en un medio para controlar privadamente ciertos sectores financieros.»

En cumplimiento de esta norma, el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, modificó parcialmente la Ley de 1958 e introdujo las correspondientes autorizaciones para que el Gobierno pudiera regular las sociedades de capital variable y los Fondos de Inversión, éstos en dos posibles modalidades, los Fondos de Inversión Mobiliaria (cuyo objeto es el mismo que el de las Sociedades de Inversión) y los fondos especializados en la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de acciones de sociedades cuyo único objeto social sea la posesión y administración de bienes inmuebles, su compra-venta, explotación, edificación, urbanización, parcelación y, en general, cuantas actividades se relacionen directamente con la propiedad inmobiliaria.

Como es conocido, sólo los Fondos Mobiliarios encontraron desarrollo reglamentario, quedando sin aplicación práctica en España las sociedades de capital variable y los Fondos Inmobiliarios.

En fin, el Decreto 153/1966, de 27 de enero, encomendó al

Instituto Nacional de Industria la constitución de una entidad con el nombre de «Sociedad de Inversiones Mobiliarias en el Exterior», a la que debía aportar «las participaciones accionarias del mismo en las empresas con sede en el exterior y, en su caso, las que correspondan a otras empresas extranjeras en las que el Gobierno estime conveniente que participe dicho Instituto». Surgió así, entre nosotros, la primera (y única) Sociedad de Inversión Mobiliaria de carácter público, dentro de la amplia gama de fines que al Instituto encomendó su Ley constitutiva de 25 de septiembre de 1945.

De lo escrito hasta aquí se desprende que nuestro Derecho conoce las siguientes clases de Sociedades y Fondos de Inversión:

a) *Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo*, reguladas por la Ley de 26 de diciembre de 1958, y reglamentadas en la Orden Ministerial de 5 de junio de 1964.

b) *Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable*, creadas por el Decreto-ley de 30 de abril de 1964, y no reglamentadas.

c) *Sociedades que tienen por exclusivo objeto la tenencia de valores mobiliarios emitidos por sociedades extranjeras*, creadas por el Decreto-ley de 21 de julio de 1959. Una de ellas, con estatuto propio, tiene carácter público.

d) *Fondos de Inversión Mobiliaria*, creados por el Decreto-ley de 30 de abril de 1964, y cuyo reglamento vigente se aprobó por Orden Ministerial de 1 de diciembre de 1970.

e) *Fondos de Inversión Inmobiliaria*, creados por el Decreto-ley de 30 de abril de 1964, y no reglamentados.

Importa señalar que las sociedades para tenencia de valores extranjeros no encajan dentro de los moldes teóricos de la inversión colectiva, y que las sociedades de capital variable y los Fondos Inmobiliarios no han sido objeto de reglamentación ni conocido, por tanto, aplicación práctica. En consecuencia, como instituciones de inversión colectiva operantes en el sistema financiero español, se deben citar exclusivamente las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo y los Fondos de Inversión Mobiliaria.

No podemos entrar aquí ni en la exposición de la regulación legal existente ni en la descripción del papel desempeñado por estas instituciones en nuestro mercado de valores, y nos limitamos a señalar, a grandes rasgos, las características básicas en las que se apoya el sistema español vigente en materia de Sociedades y Fondos de Inversión. Tales son:

a) La inexistencia de un concepto general de «institución de inversión colectiva» que serviría para someter a una disciplina especial a todas las instituciones, cualquiera que sea su naturaleza, que canalicen la inversión colectiva, esto es, la agrupación de recursos de una pluralidad de ahorradores para su inversión, compensando riesgos y rendimientos, en activos financieros o reales, sin ánimo de control de empresas.

b) La existencia de una regulación específica de figuras concretas (Sociedades y Fondos de Inversión), cuyo cumplimiento opera únicamente co-

mo condición para gozar de determinados beneficios fiscales. «Condiciones materiales necesarias para gozar de las exenciones fiscales» es la gráfica rúbrica bajo la que los Reglamentos respectivos contienen la regulación sustantiva (financiera) de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Hay una subordinación total del tratamiento financiero del fenómeno de la inversión colectiva a las reglas estrictamente fiscales.

c) En consecuencia de lo anterior, la legislación mercantil general acoge a las instituciones de inversión colectiva no reglamentadas o que no quieran gozar de los beneficios fiscales establecidos, aun cuando la práctica haya demostrado reiteradas veces que aquélla no contiene las normas suficientes para lograr la protección efectiva del inversor.

## II. FUNDAMENTO DE LA REFORMA LEGISLATIVA

Las anteriores consideraciones generales ponen ya de manifiesto la necesidad de promulgar una ley sobre instituciones de inversión colectiva que cambie la filosofía de las leyes actuales y acepte como principio básico el establecimiento de una disciplina financiera sobre el fenómeno de la inversión colectiva, en toda su generalidad. Así, podrán conseguirse la definición precisa de las fórmulas jurídicas que pueden instrumentarla y el establecimiento de unos principios de protección y garantía suficientes del ahorrador, al tiempo que se establece un régimen tributario adecuado.

Concretamente, podemos señalar algunas cuestiones mal

resueltas o no resueltas en la legislación en vigor, que abonan la necesidad de una nueva normativa y se refieren tanto a los aspectos tributarios como financieros.

### 1. Cuestiones fiscales

El régimen fiscal tradicional de las Sociedades y Fondos de Inversión era, sin duda alguna, generoso. Sustancialmente consistía en la exención total del Impuesto de Sociedades y del Impuesto sobre las Rentas del Capital, bonificaciones y exenciones en el ámbito del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, exención de los tributos locales homologables a los anteriores y tratamiento específico de plusvalías ocasionadas por las aportaciones y transmisiones de acciones y participaciones a y/o de Sociedades y Fondos de Inversión.

Este marco tradicional de beneficios fiscales se ha ido modificando durante estos últimos años en el proceso de Reforma Fiscal. El primer paso se dio en la Ley 50/1977, de 14 de noviembre, de medidas urgentes de Reforma Fiscal, que, en sus artículos 38 y 39, sometía a tributación por el Impuesto de Sociedades a las Sociedades de Inversión Mobiliaria que no cotizasen efectivamente en Bolsa por la parte de beneficio no distribuido, y derogaba la exención de las plusvalías puestas de manifiesto en la adquisición de valores por las Sociedades de Inversión. Con posterioridad, las Leyes de 8 de septiembre y 27 de diciembre de 1978 y la Orden del Ministerio de Hacienda de 31 de julio de 1980 han diseñado el marco actualmente vigen-

te para el tratamiento fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión, diferenciando tres regímenes distintos:

a) *Régimen general*, es decir, el establecido en la Ley del Impuesto de Sociedades y destinado, en principio, a regir, en forma permanente y salvo las excepciones luego citadas, las relaciones tributarias de las Sociedades y Fondos de Inversión. En sustancia, implica la tributación al tipo general del 33 por 100 del Impuesto de Sociedades de los ingresos integrados por intereses o plusvalías, beneficiándose la parte de los ingresos integrada por dividendos de la exoneración de gravamen por razón de la doble imposición de las rentas.

b) *Régimen de transparencia obligatoria*. Se aplica a aquellas Sociedades y Fondos que reúnan los requisitos del artículo 12, apartado 2, letra A) de la Ley del Impuesto sobre la Renta, y lleva consigo la no tributación por Impuesto de Sociedades, imputándose los beneficios (distribuidos o no) a los socios y partícipes para su integración en la base del impuesto que corresponda.

c) *Régimen transitorio*. Supone el mantenimiento del régimen de exención tradicional hasta el 31 de diciembre de 1983, en virtud de lo establecido en la disposición transitoria tercera de la Ley del Impuesto de Sociedades. Es el sistema que, en la actualidad, se aplica a todos los Fondos y a la mayor parte de las Sociedades de Inversión.

De otro lado, debe reseñarse que la disposición transitoria segunda de la Ley 32/1980, de 21 de junio, del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y

Actos Jurídicos Documentados dejó sin efecto todas las exenciones y bonificaciones que no figuran mencionadas en la misma, afectando así al cuadro de beneficios fiscales que en el Impuesto de Transmisiones disfrutaban las Sociedades y Fondos de Inversión.

En suma, por el mero transcurso del plazo de cinco años del régimen transitorio, Sociedades y Fondos se verán, en principio, abocados a un régimen de tributación que, a nuestro juicio, no implica un tratamiento adecuado de estas instituciones; y ello por dos razones: en primer término, porque resulta en alguna medida desincentivador de su desarrollo, ya que la inversión individual y directa gozará de un régimen fiscal más favorable que la realizada a través de una institución de inversión colectiva, elemento que sin duda operará en la práctica como un obstáculo a la potenciación de este sector; y en segundo lugar, porque entraña graves problemas técnicos en su futura aplicación, especialmente los derivados de la tributación por el Impuesto de Sociedades de unas instituciones como los Fondos de Inversión, basadas en la determinación diaria de su patrimonio neto (y consiguientemente también de sus resultados) como único medio de garantizar el ejercicio del derecho de separación que, como requisito de sustancia, corresponde siempre al partícipe.

De otro lado, la revisión del régimen tributario previsto con carácter general ha de ser buena ocasión para considerar si debe existir algún estímulo fiscal para estas instituciones, habida cuenta de la función (de garantía de los inversores, de po-

tenciación del eficaz funcionamiento de nuestros mercados financieros) que están llamadas a desempeñar en el sistema económico nacional.

## 2. Cuestiones financieras

La regulación vigente de las Sociedades y Fondos de Inversión, en cuanto entidades integrantes de nuestro sistema financiero, se manifiesta hoy con claridad como una normativa incompleta y poco adecuada para responder a las exigencias del funcionamiento de un sistema financiero desarrollado. Para constatar esta afirmación deben valer las consideraciones siguientes:

a) *Clases de instituciones reguladas*. Como ya se indicó, no existe un concepto general de institución de inversión colectiva ni un desarrollo reglamentario ordenado de alguna de las figuras previstas: las Sociedades de Capital Variable y los llamados Fondos Inmobiliarios. Es más, este desarrollo reglamentario es, hoy día, absolutamente inviable, y no sólo por razones de su ilegalidad desde el punto de vista de los preceptos constitucionales, sino también por causa de la falta de adecuación de los principios y reglas establecidos en nuestras leyes; el ejemplo más claro lo encontramos en el Decreto-Ley de 1964 y, concretamente, en su artículo 6.º, que recoge los requisitos básicos y de funcionamiento de las Sociedades de Capital Variable: piénsese en la viabilidad actual de la norma que se contiene en su párrafo cuarto de acuerdo con la que: «En las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable existirá un representante del Es-

tado designado por el Ministro de Hacienda, con la asistencia del personal que se juzgase conveniente, y que tendrá a su cargo la vigilancia de las operaciones de la Sociedad, cuidando especialmente del cumplimiento de los preceptos legales que la regulen y pudiendo asistir a las reuniones del Consejo de Administración de la Sociedad.» Aun cuando es cierto que las instituciones que se encargan de la inversión colectiva deben ser objeto de una cuidadosa legislación y de un especial régimen de control administrativo, no parece presentable que la intervención administrativa se realice en la forma descrita.

b) *Insuficiencia de las normas actuales para el cumplimiento de sus objetivos.* Sin ánimo exhaustivo, podemos señalar dos aspectos importantes de la regulación vigente en los que la práctica ha demostrado, reiteradamente, la insuficiencia de las normas correspondientes. Tales son el aspecto, siempre llamativo, de los coeficientes de diversificación de inversiones y limitación de participaciones, y el del control administrativo y procedimiento de imposición de sanciones. En cuanto al primero, cabe señalar, ante todo, que dichos coeficientes constituyen norma necesaria e indispensable de cualquier regulación legal sobre instituciones de inversión colectiva, ya que son obligada consecuencia del propio concepto de este tipo de inversión; así lo recogió, con claridad y precisión, el legislador español en 1958, al describir el objeto específico de las Sociedades de Inversión Mobiliaria en estos términos: «La adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valo-

res mobiliarios 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.» En aplicación de esta filosofía, se impone, de un lado, un coeficiente de diversificación de inversiones para la consecución de una mayor seguridad de los recursos invertidos (compensación de riesgos) y para el aseguramiento de una rentabilidad media (compensación de tipos de rendimiento), y, de otro, un coeficiente de la limitación en las participaciones en el capital de otras sociedades, que tiene como objetivo impedir que las sociedades matrices, *holdings*, etcétera, revistan la forma de Sociedad de Inversión Mobiliaria. Pues bien, a nuestro juicio, la vigente normativa española ha sido incapaz de conseguir estos objetivos por sus propias carencias: los porcentajes establecidos (25 por 100 para la diversificación en las sociedades, 20 por 100 para la limitación de participaciones) son superiores a los contenidos en la directiva de la comunidad; no se contiene norma alguna limitativa de las participaciones recíprocas entre Instituciones de Inversión Colectiva, contra el prudente criterio comunitario de restringirlas enérgicamente habida cuenta de sus peligros potenciales, etcétera. Estas insuficiencias legales han permitido que coexistan en el catálogo las Sociedades de Inversión Mobiliaria, junto a entidades que respondían al concepto sustancial de la institución de inversión colectiva, otras que obedecían, más bien, a la necesidad de aprovechar los beneficios fiscales, tradicionalmente concedidos, o que funcionaban como sociedades *holdings*.

En cuanto al segundo aspecto, el del control administrativo, los mecanismos vigentes, en particular en materia de Sociedades de Inversión, han demostrado reiteradas veces su falta de poder coercitivo en forma tal que dañan gravemente la eficacia de la actuación administrativa; para demostrarlo bástenos su somera descripción: en el supuesto de que una sociedad incumpla lo establecido en la legislación especial, cualquiera que sea la gravedad o trascendencia de la infracción, debe concedérsele un plazo de dos meses durante el cual podrá realizar los actos pertinentes para volver a cumplir las disposiciones legales; en caso de que, vencido este plazo, la infracción no haya sido subsanada, la autoridad financiera le impondrá una sanción pecuniaria no menor de 500 pesetas ni mayor de 10.000 pesetas. La imposición de cualquier otra sanción está subordinada únicamente a la reincidencia (no a la gravedad) en la infracción y exige siempre la presencia de dos expedientes (el inicial y el de reincidencia) y el acuerdo del Consejo de Ministros. Basta comparar el dato de la cuantía de las sanciones pecuniarias con las establecidas para otras instituciones financieras, para comprender la debilidad del mecanismo sancionador. Es ésta una carencia grave de nuestra normativa, porque la obligada consecuencia de la atribución de la Administración de funciones de control y, por ende, de garantía frente al administrado, es el establecimiento de los mecanismos adecuados para su ejercicio y, más concretamente, de un régimen sancionador eficaz.

c) *Limitaciones injustificadas de la autonomía de la voluntad*

de los Estatutos y Reglamentos de las Sociedades y Fondos de Inversión. Las normas vigentes se muestran, en ocasiones, excesivamente rígidas, acotando de manera injustificada la autonomía de gestión de las instituciones; buen ejemplo de ello son las disposiciones sobre dotaciones a reservas y distribución de beneficios, que condicionan en forma muy importante la política de gestión, produciendo como efecto secundario, que el sector no logre el grado de diversificación y especialización que sería deseable. Este efecto es muy visible en el caso de los Fondos de Inversión, en los que la distribución obligada de la mayor parte de sus rendimientos (concretamente, los dividendos e intereses de su cartera y las plusvalías procedentes de la enajenación de valores con menos de un año de permanencia en la misma) ha evitado que surjan fondos especializados (de renta, de acumulación, etc.) en función de las preferencias de los partícipes.

d) *Obsolescencia e inadecuación de la normativa actual.* Bajo esta rúbrica pueden agruparse las reglas sobre los activos computables en los coeficientes de inversión obligatoria, y ello por dos razones: primera, la admisión de títulos no cotizados como aptos para cubrir una parte importante del coeficiente de inversión de las sociedades, y, segunda, el escaso catálogo de activos computables en contraste con la variedad actual de activos financieros. En cuanto al primer aspecto, la posibilidad de inversión en títulos no cotizados, a nuestro juicio debería quedar proscribida por diversas y evidentes razones; porque implican una parcial desnaturalización de la

función de una institución de inversión colectiva al comprometer los recursos captados en activos carentes de liquidez; por los riesgos potenciales que entrañan los títulos no cotizados para el inversor dados los problemas que origina su valoración y, en fin, porque no es propio de estas instituciones el lanzamiento o promoción de empresas. Nuestros sistemas financiero y fiscal asignan a otras entidades la realización de esta función. La exclusión de los títulos no cotizados del ámbito de actuación de las instituciones de inversión colectiva constituye uno de los pilares de la legislación comunitaria en esta materia. En lo que concierne al segundo aspecto, baste indicar que el catálogo de los activos computables en los coeficientes de inversión de Sociedades y Fondos contrasta con la diversificación actual de los activos financieros, originando la imposibilidad de relaciones de complementariedad y sustitución entre los distintos mercados, adecuados a una eficaz gestión de carteras.

### **3. El concepto de institución de inversión colectiva**

---

Apuntaremos, al comienzo, el dato de que en nuestro Derecho no existe una definición de las instituciones de inversión colectiva; sólo se definen las Sociedades y Fondos de Inversión. A la vista de esta situación, parece obligado intentar construir un concepto claro de instituciones en cuanto categoría general, comprensiva de las diferentes figuras o modalidades concretas a que pueden dar lugar. Esta labor se nos aparece

como necesaria si se tiene en cuenta el desplazamiento que, lógicamente, ha de producirse en el legislador desde una consideración predominantemente fiscal a otra de preeminencia financiera, esto es, que el acento ha de colocarse, en lo sucesivo, en la regulación jurídica de los aspectos financieros de la inversión colectiva y en la tutela y concordia de los intereses en juego (de los emisores de títulos o activos financieros, de los inversores públicos...).

Para intentar definir la institución, hemos de comenzar por recordar la definición de la actitud, la inversión colectiva, que aquélla va a encauzar. Así, por contraposición a la inversión personal e institucional, se caracteriza de modo tradicional a la colectiva por el dato de realizarse exclusivamente por entidades que, mediante la emisión de títulos propios, concentran capitales de una pluralidad de personas para invertirlos, con arreglo a una política de división y limitación de riesgos, en la adquisición de activos financieros u otros bienes, sin ánimo especulativo ni de control de empresas. La inversión colectiva queda así caracterizada por la concurrencia de dos circunstancias: por un lado, que las decisiones de inversión no se adoptan directamente por quien ahorra, sino que son los gestores de la entidad interpuesta los que deciden por cuenta de los socios o partícipes; por otro, que el resultado, bueno o malo, de esta gestión repercute sobre el particular que proporciona los medios para la inversión.

En esta primera aproximación, y de acuerdo con lo anterior, cabe conceptuar como institución de inversión colectiva a toda entidad que, cualquiera que

sea su forma jurídica, capte recursos de los particulares para su inversión, usualmente en valores mobiliarios u otros activos financieros, potencialmente en otros bienes o actividades, recayendo los resultados de la inversión directamente sobre los ahorradores. De esta fórmula queremos que se deduzcan tres conclusiones que juzgamos de interés: primera, que es indiferente la fórmula jurídica que revista la entidad que capta y gestiona los recursos del público (en el análisis de la legislación comparada en la materia, se acostumbra a clasificar a las instituciones de inversión colectiva en dos categorías, por razón de la estructura jurídica que se utiliza: las de base fiduciaria y las de base estatutaria); segunda, que, en teoría, es también indiferente la finalidad u objeto de su actividad inversora, aun cuando, en la práctica, la regla general consista en la inversión en activos financieros directos (usualmente, títulos valores cotizados en las Bolsas oficiales o efectos públicos); y, tercera, que los resultados, prósperos o adversos, de la inversión han de recaer sobre los ahorradores. Este último rasgo no debe ser entendido en un sentido tan general que le prive de todo valor de identificación pues, si así se hace, quedarán comprendidos todos los supuestos de funcionamiento de cualquier sociedad mercantil; al contrario, debe ser interpretado en el sentido de que implica que la retribución de los recursos aprobados por los ahorradores se determina cumpliendo dos requisitos: que lo sea en función de los resultados comunes y que este derecho a una parte de los beneficios colectivos no derive de la cualidad de socio. Con el primer requisito, quedan fuera

del ámbito de la inversión colectiva los moldes clásicos de captación de recursos que nos ofrece la legislación mercantil (empréstitos, depósitos); con el segundo, eliminamos el modo más natural (y regulado) de contribuir con una aportación a la realización de cualquier empresa, éste es, la adquisición de la condición de socio.

Este concepto de institución de inversión colectiva engloba, en nuestra opinión, las distintas formas que pueden utilizarse para encauzar la inversión colectiva, en su sentido técnico; no obstante, excluye a la figura que en España es el prototipo de estas instituciones, la Sociedad de Inversión Mobiliaria, que representa en términos cuantitativos el 90 por 100 de los recursos del sector. Explica esta aparente paradoja el hecho de que la directiva comunitaria no considera a las Sociedades Anónimas de Inversión como *organismes de placement collectif en valeurs mobilières*, por la razón fundamental de que se trata de sociedades anónimas, sujetas a la legislación correspondiente, en las que el inversor es un socio dotado de un catálogo de derechos mínimos y de mecanismos importantes para participar y controlar la gestión social.

#### **4. Criterios de las Comunidades Europeas en punto a las instituciones de inversión colectiva**

Parece conveniente, a la hora de revisar nuestra legislación sobre Sociedades y Fondos de Inversión, considerar con especial atención el derecho comunita-

rio, no ya sólo por nuestro futuro ingreso en las Comunidades, sino también porque está dotado del valor intrínseco que implica ser una cristalización de los sistemas jurídicos de países de tanta significación en el desarrollo del derecho moderno. Necesariamente los criterios comunitarios han de influir además en la labor de nuestros legisladores en esta materia; por todo ello, hemos creído oportuno espigar de la directiva comunitaria algunos de sus principios y reglas, precisamente aquellos que puedan tener una mayor trascendencia práctica para el desenvolvimiento de las instituciones de inversión colectiva en España. Importa señalar que, a nuestro juicio, la futura legislación española en este punto no debe, desde luego, limitarse a ser fiel traducción al castellano del correspondiente texto original, pero sí debe importar los principios comunitarios que mejor responden a las necesidades y exigencias del sector. Por todo ello, entendemos que es de interés referirnos brevemente a los extremos siguientes:

##### **4.1. Ambito de la directiva**

El primer problema que surge, al tiempo de estudiar las instituciones de inversión colectiva, es el de determinar o identificar las entidades agrupadas bajo este título. De la solución adoptada para esta cuestión, dependerá la extensión y el carácter de las correspondientes normas legales.

Para el Derecho Comunitario, son instituciones de inversión colectiva (OPDVM) las Sociedades y Fondos de Inversión cuyo objeto es la inversión colecti-

va, particularmente en valores mobiliarios y activos líquidos, de los recursos captados mediante apelaciones al público, estando basado su funcionamiento en el principio de la diversificación de riesgos, emitiéndose sus acciones o participaciones de forma continua o mediante ofertas públicas, y reembolsándose a solicitud de sus titulares, directa o indirectamente a cargo de sus propios activos.

De esta definición se deduce que únicamente se consideran como auténticas instituciones a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable y a los Fondos de Inversión, excluyéndose expresamente de su ámbito a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo. En cualquier caso, quedan incluidas en la normativa comunitaria las entidades que realicen las funciones de gestores y depositarios de las instituciones.

Si comparamos esta enumeración con las figuras reconocidas en nuestro Derecho vigente, habremos de señalar la diferencia, antes apuntada, de las Sociedades de Inversión cerradas. Obvio es decir que cualquier futura regulación en nuestra patria no debe olvidar el papel esencial jugado en el sector de la inversión colectiva por nuestras sociedades de capital fijo.

Sociedades de Inversión, cerradas y abiertas, y Fondos constituyen, en principio, las tres figuras destinadas a obtener un reconocimiento legal específico como instituciones de inversión colectiva. Esto no obstante, nos parece necesario mencionar un supuesto cuyo reconocimiento y calificación en nuestro Derecho ha suscitado ya algún de-

bate: es el caso de los Fondos de Pensiones.

Forman parte estas instituciones de lo que se ha dado en llamar el Sistema de Previsión Social Complementario a la Seguridad Social, esto es, el sistema de ampliación y mejora de los seguros obligatorios que se ha impuesto y generalizado, durante las últimas décadas, en los países de nuestro entorno cultural. Las prestaciones sociales de carácter privado y complementario de las propias de la Seguridad Social, es decir, los planes de pensiones, pueden encargarse a través de diferentes moldes jurídicos, tal como demuestra con claridad el derecho comparado. Así, en breve repaso, podemos recordar que en la República Federal Alemana se ofrecen las siguientes alternativas: la del aseguramiento con una compañía de seguros sobre la vida; la de fondos benéficos dotados de personalidad jurídica independiente; la de fondos mutuos de prestaciones a trabajadores igualmente con propia personalidad, y, la más extendida, de compromisos de las empresas o reservas afectas. En Estados Unidos los planes de pensiones se articulan a través de la figura del fideicomiso, dispositivo legal en virtud del cual un tercero, fideicomisario, posee y administra un conjunto de bienes en beneficio de sus propietarios. En Italia coexisten diversas fórmulas de precisión de pensiones, garantizadas o no, existiendo los Fondos de Pensiones sujetos a requisitos como la aprobación previa y el control del Estado cuando las pensiones no están garantizadas por una compañía de seguros. En Francia también es amplia la gama de posibilidades de articulación de los

planes de pensiones privadas, con diferente grado de intervención y control público según los casos. En Gran Bretaña, y dentro de un gran respeto a la autonomía de la voluntad de los interesados en cuanto a su capacidad para establecer y articular mejoras voluntarias sobre los seguros obligatorios, los Fondos de Pensiones adoptan la forma de fideicomiso. En Suiza, las instituciones de previsión social privadas son, en su mayor parte, fundaciones y, ocasionalmente, sociedades cooperativas.

En España existen también diversas posibilidades legales para encauzar el sistema de Previsión Social Complementario: las Mutualidades o Montepíos, las Fundaciones Laborales, las Cajas de Pensiones o instituciones de previsión del personal sin personalidad jurídica, y los seguros de grupo contratados con entidades aseguradoras.

El panorama descrito ayuda a enfocar este conflictivo tema de los Fondos de Pensiones, distinguiendo dos cuestiones diversas: de un lado, el reconocimiento de estos Fondos como una de las fórmulas jurídicas aptas para instrumentar un plan privado de pensiones; de otro, el problema de su configuración como institución, los requisitos de su funcionamiento, su relación con las entidades aseguradoras, su control administrativo. En el primer aspecto, entendemos que está fuera de duda que la introducción, en nuestro ordenamiento jurídico, de los Fondos de Pensiones ofrece notables ventajas, tanto desde el punto de vista de su papel como entidad de instrumentación de mejoras voluntarias sobre el nivel de los seguros obligatorios, como desde el de su



función como intermediario financiero. Es el segundo aspecto el que suscita controversia, en este punto; su configuración cabe realizarla de acuerdo con las siguientes posibilidades:

- Entidades privadas de seguros, con carácter mutuo o cooperativo.
- Fondos sin personalidad jurídica propia, gestionados por sociedades de seguros.
- Fondos sin personalidad propia, gestionados por entidades distintas de las compañías de seguros.

En principio, cualquier solución de las apuntadas es perfectamente defendible. Ello, no obstante, quizá fuese lo más aconsejable seguir el modelo estructural de las instituciones de base fiduciaria operantes en España, los Fondos de Inversión, para configurar la institución de los Fondos de Pensiones. Si así se hace, queda pendiente, entre otros muchos problemas, el relativo a su gestión. Caben en él dos soluciones: establecer la exclusividad de su gestión por sociedades de seguros sobre la vida, o bien permitir también su administración por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. No parece que ni la directiva comunitaria de 5 de marzo de 1979 en materia de seguros sobre la vida, ni el proyecto de ley español sobre ordenación y fomento del seguro privado se hayan decantado por la exclusividad.

#### **4.2. Activos computables en las instituciones de inversión colectiva**

Es ésta la cuestión a la que hemos aludido más arriba, al referirnos a nuestra actual le-

gislación. Las reglas comunitarias son claras en este punto: sólo pueden formar parte del activo de una institución de inversión colectiva los valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en Bolsa (a ello se equiparan los valores recién emitidos de la misma clase y condición que otros que figuren en cotización oficial, siempre que se solicite su admisión), los activos financieros contratados en mercados reconocidos, de funcionamiento regular y abiertos al público, y todos aquellos títulos que, por su vencimiento a muy corto plazo y por las garantías de su realización, pueden asimilarse a efectivo.

Entendemos que este principio es sustancial en la regulación de nuestras instituciones por la transparencia, seguridad y liquidez que aporta a su funcionamiento y por las vías de comunicación que abre entre los distintos mercados financieros. Por ello, parece fuera de toda duda la necesidad de su establecimiento.

#### **4.3. Coeficientes de composición de activo**

Los principios de diversificación de riesgos y de limitación de participaciones societarias aparecen consagrados, en el derecho comunitario, con mucho mayor rigor que en la legislación española, si bien computando en éste las normas propias de las Sociedades de Inversión de Capital Fijo. En todo caso, aquél obedece a los siguientes principios:

a) *Ninguna Institución puede colocar más del 5 por 100 de su activo en títulos emitidos por un mismo emisor.* Excepcionalmente, se permite a los Estados

miembros elevar dicho límite hasta un 10 por 100 como máximo, siempre que el importe total de las inversiones en las que se sobrepase el límite del 5 por 100 no exceda del 40 por 100 del valor total de su propio activo. En nuestro Derecho, los porcentajes son, respectivamente, del 25 por 100 para las Sociedades de Inversión y del 10 por 100 para los Fondos.

b) *Ninguna institución puede colocar más de un 10 por 100 de su activo en títulos emitidos por otras instituciones.* Ello, no obstante, un Fondo de Inversión no puede colocar más de un 5 por 100 de su patrimonio en participaciones en otros Fondos administrados por la misma sociedad gestora. En España, las sociedades no están sujetas a ninguna limitación en este punto, en tanto que sobre los Fondos pesa la prohibición de la adquisición de certificados de participación en otros Fondos.

c) *Ninguna institución puede poseer más del 5 por 100 de los títulos de igual categoría emitidos por un mismo emisor, ni puede tener más del 5 por 100 de los derechos políticos en ninguna sociedad.* Estos límites son ampliables, en casos excepcionales, al 10 por 100. Nuestras Sociedades de Inversión ven limitada su participación en el capital de otras empresas a un máximo del 20 por 100, y los Fondos al 5 por 100.

Parece, por tanto, necesario un acercamiento de nuestra legislación a la comunitaria, en busca de una mayor exigencia en la diversificación real de los riesgos asumidos por las instituciones; esta diversificación se traducirá, sin duda, en una mayor garantía y seguridad para el ahorrador.

#### 4.4. Condiciones operativas de las instituciones

Bajo este epígrafe podrían reunirse buen número de reglas que regulan los aspectos dinámicos de las instituciones, sus relaciones con sus accionistas y partícipes, los requisitos y limitaciones de las entidades gestoras y depositarias, las cuestiones referentes a la información que deben suministrar las instituciones y otros aspectos similares. Mas, en aras de la brevedad, y habida cuenta de que muchas de estas normas, en especial las que revisten un carácter estructural, están ya recogidas en nuestro ordenamiento, nos limitaremos a consignar determinadas condiciones operativas de las instituciones, ausentes hoy de nuestra disciplina legal, y cuyo reconocimiento podría traducirse en un funcionamiento más correcto de aquéllas.

a) *Prohibición de operaciones de carácter especulativo y de pignoración.* Se formula esta regla con cita *ad exemplum*. Ninguna institución puede realizar operaciones especialmente especulativas, como lo son las operaciones en descubierto sobre valores mobiliarios. Tampoco puede pignorar los valores de su cartera. La validez de estos principios para las instituciones está fuera de duda. Sin embargo, cabe hacer una matización en el sentido de que no deben reputarse comprendidas en la prohibición las operaciones de préstamo de títulos que posibilitan el funcionamiento del sistema de crédito en las operaciones bursátiles de contado. Antes al contrario, les deben ser permitidas porque no entrañan inseguridad para el patrimonio de las instituciones y coad-

yuvan a una mayor rentabilidad de sus carteras.

b) *Actuación en los mercados.* Las instituciones deben realizar sus transacciones sobre valores mobiliarios y demás activos financieros, necesariamente, en las Bolsas de valores o en los mercados reglamentados de funcionamiento regular, reconocidos y abiertos al público. Se trata de un principio de actuación en mercados que cumple un doble objetivo: de un lado, garantiza la regularidad de las transacciones de cada institución en beneficio del inversor; de otro, coadyuva a la transparencia y correcto funcionamiento de los distintos mercados financieros. Además es obligado corolario de la limitación de los activos computables en los términos más arriba señalados. La única excepción admisible a este principio es la transacción realizable a precio más ventajoso del que resultaría en el mercado.

c) *Operaciones con los gestores y depositarios.* Se prohíbe la realización de operaciones con las instituciones a las sociedades gestoras y a los depositarios, sus administradores, personal o empresas filiales o a cualquiera que ostente más de un 10 por 100 de los derechos de voto en ellas, así como a los administradores, personal y accionistas de las Sociedades de capital variable, salvo que se realicen en un precio más ventajoso para la institución que el que resulte de la Bolsa o mercado, o al precio de emisión pública si se trata de nuevas emisiones en las que participe la entidad depositaria.

Aunque es dudosa la buena presentación de normas cautelares como la transcrita, parece

necesaria su adopción para garantizar, de modo completo, la independencia en la operatoria de unas instituciones que, como las de inversión colectiva, deben siempre apoyarse en la confianza, sólida y estable, del inversor.

Hemos tratado, hasta aquí, sólo algunas de las muchas cuestiones que afectan e interesan a nuestras instituciones de inversión colectiva en esta fase delicada de su desenvolvimiento. Han quedado fuera de nuestra consideración problemas, como el del régimen fiscal, de gran trascendencia práctica; tiempo habrá para su análisis a la hora de la revisión de la legislación española en la materia. Lo que sí nos interesa destacar es que estas instituciones, tras las vicisitudes experimentadas en los últimos años, y a la espera de una nueva ordenación legal, que, sin duda, habrá de modernizar el marco legislativo actual potenciando la solvencia, transparencia y eficaz funcionamiento de las mismas, están destinadas a encontrar un futuro brillante como uno de los pilares básicos de nuestro sistema financiero.