

LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

El artículo sobre instituciones de inversión colectiva comienza con una introducción en la que se enfoca el tema desde una perspectiva teórica, distinguiendo las notas características de estas instituciones y las formas o clases en que pueden cristalizar. Una segunda parte se dedica a analizar las instituciones de inversión colectiva en España, exponiendo, en primer término, su regulación legal abreviadamente, para estudiar después la evolución en la realidad del mercado de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria; se expone esta evolución con referencia a la última década, destacando las consecuencias que la crisis de nuestras Bolsas de Valores ha ocasionado en el sector.

Una tercera y última parte contiene una serie de criterios del autor, **Pedro Fernández-Rañada y de la Gándara**, en orden a la modificación de la legislación en materia de instituciones de inversión colectiva, planteándose, asimismo, la posible introducción de nuevas instituciones, tales como las Sociedades de Inversión de capital variable y los llamados Fondos de Dinero. En lo referente a los Fondos de Pensiones, el artículo se limita a una breve referencia, de acuerdo con el criterio general adoptado en el programa legislativo del Gobierno de establecer un tratamiento separado y específico para estas últimas Instituciones.

I. INTRODUCCION

1. El fenómeno de la inversión colectiva

En todos los sistemas financieros desarrollados existen determinadas entidades que tienen como actividad principal o exclusiva la captación, canalización, realización y gestión de la llamada inversión colectiva; estas entidades adoptan formas jurídicas distintas de acuerdo con las tradiciones e instituciones propias de cada ordenamiento jurídico, pero desempeñan sustancialmente

la misma función: la de captar recursos mediante la emisión de activos financieros indirectos (sus propias acciones o títulos de participación), invirtiéndolos en la adquisición de activos financieros directos (tradicionalmente acciones y obligaciones contratadas en las Bolsas de Comercio y títulos de Deuda Pública). Es esencial que esta función de intermediación financiera se realice concentrando capitales de una pluralidad de personas y disponiendo de ellos con arreglo a principios de división y limitación de riesgos, de compensación de los distintos ti-

pos de rendimientos, y de ausencia de ánimo de dominio o control de empresas. Se trata de instituciones cuya finalidad fundamental y legitimadora de su origen es «la ampliación del mercado de capitales por medio de la atracción del pequeño ahorro, de tal manera que amplios sectores sociales pueden participar en su formación» (DL 30-4-64), superando las dificultades que ofrece el conocimiento de la situación y evolución económica de las empresas, liberándoles de las incomodidades de la gestión personal e individual de sus carteras y ofreciéndoles la posibilidad de diversificar el riesgo entre muy variadas inversiones, cualquiera que sea la cuantía de la aportación individual del ahorrador. Por tanto, son notas características de la inversión colectiva:

- La captación de recursos de una pluralidad de personas por una entidad financiera especializada y su canalización para su inversión en activos financieros.
- La inversión de dichos recursos se decide por la propia institución, pero atendiendo criterios de diversificación de riesgos y compensación de tipos de rendimientos sin ánimo de control de empresas.
- La determinación del resultado para cada ahorrador se realiza en función de los resultados colectivos o conjuntos que se hayan obtenido.

2. Clases de Instituciones de Inversión Colectiva

En la práctica de los distintos países, la inversión colectiva ha cristalizado tradicionalmente en dos clases de instituciones con forma jurídica distinta: la basada en el *trust* o fiduciaria y la socie-

dad por acciones o de base estatutaria.

2.1. *Forma fiduciaria*

El *trust* es una fórmula del derecho anglosajón que entraña un compromiso de confianza (o fiducia), mediante el que una persona se obliga a la administración de un bien o conjunto de bienes por cuenta de un tercero o terceros. Esta fórmula tiene distintas aplicaciones en la vida económica, especialmente en el mundo de las sociedades anónimas, pero aquí sólo interesa describir brevemente su utilización como instrumento de realización de la inversión colectiva. Al aplicar a ésta la forma fiduciaria, surge una organización apoyada en tres elementos: el gestor, el depositario y los inversores.

El primero es la persona a quien se confía la administración de los recursos aportados por los inversores; el segundo es el custodio de los bienes y órgano de supervisión de la gestión. Los inversores se limitan a realizar sus aportaciones para la constitución de un patrimonio o fondo que se administrará y custodiará en la forma apuntada.

Este patrimonio carece, por supuesto, de personalidad jurídica, no tiene capacidad de autoadministración, y se caracteriza por la variabilidad, es decir, por la susceptibilidad de experimentar modificaciones continuas en su volumen y en el número de sus titulares.

2.2. *Sociedad por acciones o de base estatutaria*

Se trata, en este caso, de sociedades anónimas que vierten sus recursos en activos financie-

ros. Al utilizarse esta fórmula, el inversor no es mero partícipe sino accionista titular de los derechos correspondientes, y la sociedad tiene sus propios órganos de administración y representación. No existe, por tanto, la figura del gestor ni, en realidad, tampoco la del depositario, aunque las legislaciones exijan, para garantía de los accionistas y para facilitar el tráfico, el depósito de los valores integrados en la cartera, pero sin función ninguna de fiscalización o vigilancia de la gestión social.

Las sociedades de inversión colectiva se autodividen en dos categorías, atendiendo al régimen jurídico de su capital: de capital fijo o cerradas (*closed-end*) y de capital variable o abiertas (*opened-end*). Las primeras se caracterizan porque la disciplina de su capital es la común de las demás sociedades anónimas; en las segundas, al contrario, el capital suscrito desembolsado varía continuamente entre el límite mínimo que las legislaciones señalan y el llamado capital máximo, que suele ser mención obligada de los estatutos sociales. Dentro de este principio general de variabilidad del capital desembolsado, caben dos concepciones de las sociedades abiertas: la de equipararlas funcionalmente a los Fondos, permitiendo que la variación se produzca a través de la continua puesta en circulación y reembolso por la sociedad de sus propias acciones, y la de configurarlas como sociedades bursátiles, permitiendo únicamente la variación del capital a través de la compra o venta en Bolsa por la sociedad de sus propias acciones dentro de una determinada banda de fluctuación de los valores liquidativos y de cotización.

II. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Regulación legal

1. *Antecedentes*

Como es conocido, las instituciones de inversión colectiva 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 una Sociedad de Inversión Mobiliaria creada en Diciembre de 1945) debido a una razón fundamental: la doble imposición sobre las rentas a que conducía la inexistencia de una regulación fiscal adecuada.

La Ley del 52, que tuvo una eficacia práctica muy limitada, fue derogada y sustituida por la aún vigente de 26 de diciembre de 1958, que estableció una normativa claramente incentivadora, especialmente en sus aspectos fiscales. De otro lado, el artículo 9 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.

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 de capital fijo y no se

tomaban en consideración las formas de inversión colectiva de capital variable o fiduciarias. Por ello, en desarrollo de la base octava de la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, del 14 de abril de 1962, el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, modificando parcialmente la Ley de 1958, introdujo las correspondientes autorizaciones para que el Gobierno pudiera regular las Sociedades de Capital Variable y los Fondos de Inversión, éstos en dos modalidades, los de inversión mobiliaria y los especializados en acciones de sociedades inmobiliarias.

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 extranjero. Surgió así 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.

En consecuencia de lo anterior, 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 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 so-

iedades 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 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.

2. Aspectos principales de la regulación legal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión Mobiliaria

2.1. Régimen financiero.

2.1.1. Sociedades de Inversión Mobiliaria.

Los rasgos estructurales y de funcionamiento de estas entidades pueden sintetizarse básicamente distinguiendo los puntos siguientes:

A) Definición y requisitos de carácter estatutario.

Definición legal. Son Sociedades de Inversión Mobiliaria (art. 1.

de la Ley de 1958) «las compañías anónimas que, teniendo un capital desembolsado no inferior a doscientos millones de pesetas, tienen por exclusivo objeto la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios para compensar por una adecuada composición de sus activos, los riesgos o tipos de rendimientos, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras Sociedades». Con este objeto social, las sociedades anónimas adquieren legalmente la condición de Sociedades de Inversión Mobiliaria en virtud de su inscripción en el Registro Especial de Sociedades y Fondos de Inversión que lleva la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y gozan desde ese momento de su régimen especial.

Requisitos de carácter constitutivo:

a) Todas las acciones han de gozar de iguales derechos.

b) El capital ha de ser propiedad de súbditos españoles, residentes o no en España, o de sociedades de nacionalidad española en un 50 por 100 como mínimo.

c) La sociedad ha de ser de nacionalidad española y, por tanto, constituida y domiciliada en España.

d) La mitad más uno de sus administradores han de ser españoles de origen o nacionalizados con veinte años de antelación a su nombramiento.

e) Están prohibidas las remuneraciones o ventajas particulares que, de acuerdo con el artículo 12 de la Ley de Sociedades Anónimas, pueden reservarse los fundadores y promotores.

B) Financiación

a) **Financiación propia:** viene constituida, evidentemente, por el capital y reservas. En punto al primero, la exigencia legal de un capital desembolsado mínimo tiene, desde luego, valor esencial para la constitución social, pero también ha de mantenerse a lo largo de la vida social, de tal modo que su reducción voluntaria u obligada, por debajo del límite legal, determinará la exclusión de la entidad del Registro Especial. En cuanto a las reservas, la legislación, con ánimo de garantizar la solvencia de las entidades, establece un complejo sistema cuya síntesis es como sigue:

- **Reserva legal:** se dota tanto con el 10 por 100 de los beneficios líquidos superiores al 6 por 100 del importe nominal del capital, y con un límite del 20 por 100 del capital desembolsado, como con el 25 por 100 del beneficio obtenido en la enajenación de valores integrantes de la cartera y el importe total de las primas de emisión, y con un límite total de la mitad del capital social.

- **Fondo de Fluctuación de Valores:** se dota con el 50 por 100 de los beneficios obtenidos en la enajenación de valores, con el mismo límite de la mitad del capital social. De este fondo sólo puede disponerse para cubrir las pérdidas resultantes en la enajenación de títulos o el saldo deudor de la cuenta de regularización de cartera.

- **Regularización de dividendos:** se nutre del 10 por 100 de la parte del beneficio neto ordinario que exceda del 5 por 100 del capital desembolsado, y tiene como fin el reparto de dividendos cuando el beneficio del ejercicio no permita la distribución de un porcentaje de dividendos igual al de

menor cuantía satisfecho en el quinquenio anterior.

b) **Financiación ajena.** La legislación es muy restrictiva en la captación de recursos ajenos, sometiéndola a dos limitaciones fundamentales:

Primera. Las obligaciones de todo orden frente a terceros no pueden exceder en ningún caso del 50 por 100 del importe total del patrimonio neto social.

Segunda. No pueden emitir obligaciones ni otros títulos de renta fija, ni admitir depósitos ni cuentas corrientes de valores o efectivo.

C) Inversiones.

Existen dos principios fundamentales, que inspiran la normativa de las Sociedades de Inversión en todos los ordenamientos jurídicos, que pueden enunciarse de la forma siguiente: de un lado, el activo social ha de estar integrado fundamentalmente por valores mobiliarios y activos financieros en un alto porcentaje, dotado de un carácter básico estructural; de otro, se introducen coeficientes de diversificación de inversiones y de limitación de participaciones en otras empresas, coeficientes que tienden a garantizar que las inversiones se realizan de acuerdo con los criterios de división y distribución de riesgos y a evitar que estas entidades se transformen en sociedades *holding*. La legislación española regula esta materia con las reglas siguientes:

a) **El coeficiente de inversión obligatoria:** el activo debe estar constituido al menos en un 90 por 100 por valores mobiliarios de renta fija o variable, cotizados o no en alguna de las Bolsas Oficiales. El 10 por 100 restante puede mantenerse en efectivo o invertirse en

mobiliario, instalaciones, inmuebles o cualquier otra rúbrica adecuada al cumplimiento de los fines sociales; es, por tanto, un activo de libre disposición. Excepcionalmente, y por tiempo no superior a un año, puede mantenerse en efectivo otro 10 por 100 del activo, con reducción del nivel de inversión en valores.

b) **Los valores computables en el mismo:** en principio, cualquier título de renta fija o variable, cotizado o no en Bolsa; sin embargo, los valores no cotizados no pueden superar el 30 por 100 del activo, es decir, la tercera parte del coeficiente de inversión, y su adquisición requiere previa autorización administrativa. El problema de mayor interés en este punto es determinar la aptitud o no de los nuevos activos financieros para integrarse en la cartera; la doctrina administrativa, interpretando los términos, siempre confusos, de la legislación especial, admite la adquisición sin restricciones de Pagarés del Tesoro, con limitaciones la de Certificados de Regulación Monetaria y, en ningún caso, la de pagarés de empresa y letras de cambio.

c) **Coeficiente de diversificación de inversiones:** el activo no podrá estar integrado en más de un 25 por 100 por valores emitidos por una misma entidad o empresa; a *sensu* contrario, esto quiere decir que bastan cuatro valores para formar la cartera de una Sociedad de Inversión Mobiliaria. No se hace referencia alguna al grupo de empresas como elemento de diversificación real de riesgos.

d) **Coeficiente de limitación de participaciones:** el principio es que no pueden participar en más del 20 por 100 en cada uno de los

capitales propios de las sociedades en que estén interesadas.

D) Valoración de activos.

Lo característico de las Sociedades de Inversión Mobiliaria es que no están sometidas a las reglas de valoración de las sociedades anónimas, sino que su régimen especial les permite mantener en sus balances los precios de adquisición aunque sean superiores a los de cotización, y ello sin necesidad de constituir la previsión que para el caso establece el artículo 104 de la Ley de Sociedades Anónimas. La sociedad no está obligada a regularizar la cartera, ni a aflorar las minusvalías potenciales de la misma. Si opta por ello, ha de realizar una operación global de regularización cuyo resultado se lleva a una cuenta especial de «regularización de cartera», cuyo saldo deudor indicará la pérdida patrimonial experimentada.

E) Distribución de resultados.

Está limitada por las dotaciones obligatorias a reservas y por la prohibición elemental de su reparto cuando las minusvalías de la cartera (afloradas o no) no vienen cubiertas por las reservas.

2.1.2. Fondos de Inversión Mobiliaria.

A) Definición legal: se contiene en el artículo 7 del Decreto-ley de 30 de abril de 1964, a cuyo tenor: «se podrán crear Fondos de Inversión Mobiliaria de cuantía variable integrados por un conjunto de valores mobiliarios y dinero perteneciente a una pluralidad de inversores, que tendrán sobre los mismos un derecho de propiedad representado por un certificado de participación». Su fin exclusivo es similar al de las Sociedades, esto es, la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mo-

biliarios admitidos a la cotización oficial 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.

B) Requisitos de carácter fundacional o estatutario. Afectan a:

- La cuantía del patrimonio: en el acto de constitución no puede ser inferior a 1.000 millones de pesetas, aunque, transcurrido el primer año de vida del Fondo, este patrimonio puede descender sin límite alguno.

- La denominación: es obligatoria la indicación de «Fondo de Inversión Mobiliaria», mención que tienen legalmente reservada con carácter exclusivo.

- El reglamento de gestión: es sustancial la existencia de este reglamento donde se recogen aspectos tales como la duración, política de inversiones, de reparto de beneficios, comisiones de suscripciones y reembolsos, normas sobre liquidación del Fondo, etc. Desempeña una función similar al Estatuto en las sociedades anónimas.

C) Financiación. Dada la naturaleza de los Fondos de Inversión, la única posibilidad de allegar recursos al Fondo es a través de las aportaciones de los partícipes. Por excepción, se permite en un solo caso que los Fondos puedan endeudarse: cuando, a consecuencia de reembolsos excepcionales, la tesorería descende por debajo del límite legal, el Fondo puede tomar a préstamo del Depositario las cantidades necesarias para cumplir con el coeficiente, siempre con un límite máximo del 15 por 100 de su propio patrimonio.

D) Inversiones. Las normas

que las regulan están inspiradas en parecidos principios que las de las Sociedades, si bien con criterios más estrictos.

Coeficiente de inversión: el 80 por 100 del patrimonio, medido en promedio mensual de saldos diarios, debe estar invertido en valores, de renta fija o variable, cotizados en Bolsa. Se admiten en este concepto los Pagarés del Tesoro.

Coeficientes de liquidez: es necesaria su implantación (al contrario que en las Sociedades) porque el Fondo está obligado a reembolsar o restituir al partícipe su cuota en el patrimonio, a su solicitud. Deben diferenciarse un coeficiente de tesorería en sentido estricto y un coeficiente de liquidez; por el primero, el Fondo ha de mantener un 10 por 100 de su patrimonio en cuenta bancaria a la vista con libertad de tipo de interés; por el segundo, podrá tener otro 10 por 100 en depósitos a plazo, certificados de depósito y Certificados de Regulación Monetaria.

Coeficientes de diversificación de inversiones: Los Fondos no podrán estar integrados en más de un 10 por 100 por valores emitidos por una misma entidad o empresa y no podrán poseer más de un 5 por 100 del capital desembolsado de cada una de las sociedades en que estén interesados. Tampoco podrán poseer obligaciones convertibles por un importe nominal que, sumado al de las acciones, hiciera exceder la inversión total del 10 por 100 del capital de la sociedad.

E) Valoración del patrimonio y regularización de la cartera.

La determinación exacta del patrimonio que integra el Fondo es esencial porque, en función de

ella, se fija el precio o valor de los certificados de participación a efectos de la entrada o salida de los partícipes. De ahí que, independientemente de la contabilización por precios de coste o históricos, el patrimonio ha de valorarse diariamente, atendiendo al valor de cierre del día correspondiente.

Esta configuración tradicional de los Fondos enerva la necesidad de una regularización contable de la cartera de valores. Las plusvalías o minusvalías potenciales de los títulos integrados en ella se recogen en las correspondientes cuentas de orden, reflejando las cuentas de activo los precios históricos y la cuenta de partícipes el saldo resultante de las suscripciones y reembolsos.

Ello no obstante, habida cuenta de la caída de las cotizaciones bursátiles a partir de 1974, se ha permitido, por resolución administrativa, la operación de regularización de la cartera.

F) Participaciones y certificados.

El Fondo se divide en participaciones de iguales características, sin valor nominal, que confieren a sus titulares, los copropietarios o partícipes del Fondo, un derecho de copropiedad del mismo, representándose estas participaciones por certificados nominativos. El valor de cada participación será el resultado de dividir el valor total del patrimonio del Fondo (fijado diariamente) por el número de participaciones en circulación.

G) Resultados.

Existe un régimen de libertad en el reparto de beneficios, de acuerdo con la política que conste en el Reglamento de Gestión.

H) Gestión y Depósito.

El Fondo es administrado y representado por una Sociedad Gestora, que es una sociedad anónima sujeta a ciertos requisitos especiales (capital mínimo, objeto exclusivo, etc.), y su patrimonio ha de estar depositado bajo la custodia de un Depositario que sea Banco o Caja de Ahorros.

2.2. Inversión en valores extranjeros por las Sociedades y Fondos de Inversión.

Desde 1973, se permitió que algunas Sociedades y Fondos pudieran tener acceso, con determinados límites, a la inversión en valores extranjeros, posibilidad que, al hilo del movimiento liberalizador del Real Decreto de 14 de septiembre de 1979, fue ampliada por la Orden Ministerial de 10 de diciembre del mismo año. Hoy se les permite invertir a las Sociedades y Fondos que tengan la condición de cotización calificada en valores extranjeros contratados en Bolsa hasta un 20 por 100 de su patrimonio, si bien esta inversión debe realizarse en forma paulatina en función de los incrementos patrimoniales que cada institución experimenta.

3. Régimen Fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión

Tradicionalmente, estas instituciones gozaban de un régimen tributario de privilegio, que se traducía en exención del Impuesto de Sociedades, de Rentas del Capital, de Transmisiones Patrimoniales y de Tributos Locales, así como exenciones fiscales de las plusvalías puestas de manifiesto en las adquisiciones de valores por las Sociedades y en las transmisiones a los propios accionis-

tas de títulos representativos del capital de las Sociedades de Inversión.

Este sistema tradicional ha sido variado, primero por la Ley 50/77 de medidas urgentes de reforma fiscal, después, por las Leyes de los Impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas y de las Sociedades, en tal forma que la situación actual conoce tres regímenes distintos:

a) Régimen general: es el establecido con este carácter en la Ley del Impuesto de Sociedades; implica la tributación por este gravamen con desgravación del 100 por 100 de los dividendos percibidos por la Sociedad o Fondo, pagando los intereses y plusvalías al tipo general del 35 por 100.

b) Régimen de transparencia obligatoria: afecta a las Sociedades y Fondos que, no siendo de cotización oficial pertenecen (en más de un 50 por 100) a un grupo familiar o a 10 o menos socios; estas entidades no tributan por el Impuesto de Sociedades y sus beneficios o pérdidas se imputan a los socios o partícipes para su integración en la base imponible del impuesto correspondiente.

c) Régimen transitorio: En virtud de lo establecido en la Disposición Adicional Novena de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1984, y en tanto no se produzca la aprobación de la Ley reguladora de las Instituciones de inversión colectiva, las Sociedades y Fondos no sujetos a los anteriores regímenes mantienen el régimen fiscal establecido con anterioridad al 1 de enero de 1979, sustituyéndose la referencia a los derogados impuestos a cuenta por las vigentes retenciones a cuenta, y reconociéndose al socio o partícipe el crédito fiscal para atenuar la doble impo-

sición. Este derecho al *avoir fiscal*, concedido con independencia de la composición de la cartera de las instituciones, implicará en muchos casos un incentivo fiscal injustificado.

Significación real de las Sociedades y Fondos de Inversión en el Mercado de Capitales

1. Sociedades de Inversión Mobiliaria

1.1. Número de entidades. La evolución del número de Sociedades de Inversión durante la última década ha conocido tres fases: una primera, de desarrollo espectacular, que comprende los años 1973-1975 durante los cuales el censo pasa de 183 entidades a 496, con un incremento en un solo año (1974) de 215, una segunda, de estabilidad, que cubre los años 1976-1977-1978 y una tercera, que se inicia en 1979 (a consecuencia de la entrada en vigor del nuevo Impuesto sobre la Renta y el plazo concedido en su Disposición Transitoria Tercera para la disolución sin coste fiscal) y que continúa en la actualidad, que significa una importantísima reducción del número de sociedades inscritas, hasta situarse por debajo de las 300, con la desaparición de unas 200 entidades.

1.2. Evolución de sus recursos propios. La evolución numérica tiene un fiel reflejo en la evolución cuantitativa del importe de los recursos totales del sector, que atraviesa las mismas fases. De 55.000 millones en 1972, se pasa al límite máximo de 241.000 millones en 1976, iniciándose a partir de entonces un rápido descenso que sitúa esta rúbrica, al fin

de 1982, en 160.000 millones (disminución de un 30 por 100). Si, en lugar de los recursos totales a valor contable, tomamos como dato más significativo el del valor efectivo de la cartera, la evolución negativa aparece más claramente marcada: en 1972, significaba 98.000 millones, en 1975 se alcanza la cifra máxima de 264.000 millones de pesetas, habiéndose reducido en 1981 a bastante menos de la mitad (118.000 millones).

1.3. Importancia en las Bolsas de Valores. La fuerte retracción del sector se pone, asimismo, de manifiesto contemplando su significación en la capitalización bursátil y en la trascendencia de la contratación de sus acciones dentro del total del mercado de títulos de renta variable; así, de representar las Sociedades de Inversión Mobiliaria más del 4 por 100 de la capitalización bursátil, el capital admitido a cotización de las Sociedades de Inversión Mobiliaria ha pasado a ser en 1982 solamente del 2,5 por 100. Un descenso similar se ha experimentado en la contratación de acciones, en la que los títulos de estas sociedades han visto disminuir su participación entre los citados años de un 12 por 100 a un 5,1 por 100.

El hecho de que estas instituciones de inversión colectiva, que canalizan más del 80 por 100 de los recursos del sector en España, hayan acabado representando poco más del 2 por 100 de las acciones admitidas a cotización oficial es bien significativo de la pérdida de la capacidad de atracción del ahorro que, en otro tiempo, llegaron a tener.

1.4. Evolución de sus beneficios. La contracción del sector se ha puesto también de manifiesto

en la evolución de los resultados de las entidades. Los resultados netos globales han experimentado una brusca reducción, como se comprueba con la lectura de la siguiente serie:

	Millones
1973	15.757
1974	23.354
1975	12.341
1976	10.681
1977	2.166
1978	4.223
1979	1.830
1980	5.829
1981	9.974
1982	14.369

Tan sólo a partir de 1980, se inicia una recuperación significativa.

Esta evolución se confirma si se consideran estos resultados netos globales en relación con la cifra de recursos propios de las sociedades que los generan, tal como hace la relación siguiente:

	%
1973	15,02
1974	12,18
1975	5,25
1976	4,42
1977	0,94
1978	1,89
1979	0,96
1980	3,28
1981	5,96
1982	8,57

Por tanto, de un beneficio global de más del 15 por 100 de los recursos totales, se baja en 1977 y 1979 a menos del 1 por 100. La causa de la disminución reside en una clara contracción de los resultados en operaciones sobre valores, partida que va acusando la realización de las minusvalías acu-

muladas a raíz del descenso de las cotizaciones bursátiles, mientras que se contempla una mejora de los resultados ordinarios, consecuencia de las transformaciones de cartera de las entidades y de la elevación de los tipos de interés. En todo caso, las mejoras en la cuenta de resultados no se deben a una disminución de los gastos de administración, que se han mantenido en términos absolutos y han aumentado en su relación con los recursos propios (representaban el 0,65 por 100 en 1973 y el 1,01 en 1981), sino a una elevación de la rentabilidad del patrimonio social, lo que queda contrastado tanto con referencia al total activo como en relación a la rentabilidad de la cartera de valores (véase cuadro núm. 1).

1.5. Evolución de sus inversiones.

La evolución de la composición de la cartera de valores de las Sociedades de Inversión mobiliaria muestra dos características básicas: de un lado, un desplazamiento paulatino, pero firme, hacia los títulos de renta fija, fundamentalmente Deuda Pública, en perjuicio de sus participaciones accionarias; de otro, un mantenimiento de los rasgos generales de

la estructura de la cartera de acciones, centrada fundamentalmente en el sector bancario. En punto al primer aspecto, las acciones, que significaban el 96 por 100 de la cartera en 1972, pasan a representar al cierre de 1981 un 85,8 por 100, pérdida de 10 puntos que se traslada prácticamente a los títulos públicos que, de representar en la primera de las fechas un porcentaje despreciable (un 0,38 por 100), pasan a significar en 1981 un 7,64 por 100; este incremento de las inversiones en Deuda Pública no hace en la actualidad sino fortalecerse con la política de Deuda de los últimos años: la entrada de las Sociedades de Inversión Mobiliaria en los Pagarés del Tesoro y (con las limitaciones ya apuntadas) en los Certificados de Regulación Monetaria.

Por lo que hace al segundo aspecto, la distribución sectorial de las participaciones accionarias de las Sociedades se ha mantenido, en general, estable: la rúbrica más importante es el sector bancario que, si representaba en 1975 el 36,87 por 100 de la cartera de acciones, tan sólo ha descendido al 35,75 por 100 en 1981. Tras éste está el sector eléctrico (12,54 por 100 y 14,31 por 100

respectivamente) y el propio de Sociedades de Inversión (6,67 por 100 y 8,8 por 100 para los dos años referidos).

2. Fondos de Inversión Mobiliaria

2.1 Número de instituciones.

El número de Fondos de Inversión ha sido considerablemente más estable que el de las Sociedades, a pesar de estar sujetos a las mismas circunstancias de orden fiscal y bursátil de aquéllas. Las razones de esta diferenciación residen en la distinta naturaleza de los Fondos en cuanto entidades de promoción más difícil, no aptas para acoger patrimonios individuales o familiares ni para actuar como entidades matrices o dominadoras de grupos de empresas, y de más difícil modificación o disolución. Así, los 23 Fondos operantes en 1973 aumentaron a 25 en el período 1975-1977, volviendo a la cifra inicial desde 1979 hasta el día de hoy.

2.2. Evolución de sus patrimonios.

El patrimonio conjunto de los Fondos ofrece una evolución, en cuanto a su importancia, similar a la experimentada por las Sociedades: en 1972 significaba 35.078 millones, cifra que en 1973 asciende a 41.429 millones, iniciándose desde entonces un proceso de disminución cuyas cotas más bajas se sitúan en los años 1979 y 1980 (16.308 y 16.959 respectivamente). Esta reducción no solamente es consecuencia del descenso de las cotizaciones de Bolsa, sino también se debe a una reducción del número de partícipes y de sus aportaciones a los Fondos.

CUADRO N.º 1

	Relación Ingresos Ordin./ activo total (%)	Relación dividendo/ V. efectivo cartera (%)
1973	2,16	1,81
1974	1,93	1,74
1975	2,36	2,11
1976	2,62	2,80
1977	3,26	4,89
1978	3,87	5,09
1979	4,60	6,48
1980	5,97	7,29
1981	6,55	9,50

En efecto, el número de partícipes ha descendido en el período 1973-1981 de 170.500 a 123.000, y el saldo de entradas y salidas de partícipes ha sido continuamente negativo desde el año 1974. De igual manera, ha descendido la inversión media por partícipe en el mismo período desde 183.000 pesetas a 130.000, habiendo sido también mayores los reembolsos que las suscripciones de forma ininterrumpida desde 1974.

No obstante lo anterior, a partir del ejercicio de 1981 comienza un proceso de recuperación patrimonial que se consolida durante 1982 y alcanza un ritmo de crecimiento espectacular en 1983. Así, la evolución de estos tres últimos ejercicios en cuanto al volumen patrimonial es la siguiente:

importante caída a partir del ejercicio de 1975, apareciendo sólo la recuperación en el año 1980. La serie en el período 1973-1982 es la siguiente:

	Millones de pesetas
1973	5.754
1974	3.665
1975	847
1976	362
1977	-2.969
1978	-876
1979	-662
1980	1.199
1981	2.091
1982	2.475

Esta evolución negativa se explica fundamentalmente por las pérdidas derivadas de las opera-

la rentabilidad obtenida por el partícipe (véase cuadro núm. 2).

Como se observa, queda confirmada, de un lado, la fortísima crisis de los resultados globales de los Fondos durante el quinquenio 1975-1979, llegando al extremo, en 1977, de que los resultados globales negativos llegaron a representar una pérdida superior al 15 por 100 del patrimonio valorado a fin de ejercicio (ha de tenerse en cuenta que tales resultados no comprenden las minusvalías no realizadas), y, de otro, la discutible estructura de las comisiones de las Sociedades Gestoras, que suponen más de dos puntos del patrimonio efectivo y cuya aplicación conduce a consecuencias a veces no deseables: en 1977 representan más de un 3,5 por 100 del patrimonio, habiéndose obtenido en su gestión una pérdida del 15 por 100 de éste, produciéndose en los años sucesivos el mismo fenómeno, aunque en cifras menos llamativas (nótese que la propia comisión de gestión es un elemento fundamental determinante del resultado negativo).

2.4. Evolución de las inversiones.

La composición de la cartera de valores de los Fondos de Inversión Mobiliaria ha experimentado la misma transformación que la de las Sociedades, en perjuicio del capital de riesgo y a favor de la renta fija, fundamentalmente fondos públicos, pero de manera mucho más acentuada. Las acciones representan hoy menos de la mitad de la cartera (en 1975, un 88 por 100), los títulos de renta fija un 23,9 por 100 y los fondos públicos un 20,21 por 100 (en 1975, un 0,3 por 100). En este aspecto, destaca en los últimos ejercicios la inversión en activos del merca-

PATRIMONIO CONJUNTO A 31-12 (En millones) Índice: 1980 = 100

	Patrimonio	Índice
1980	16.960	100
1981	19.316	113,9
1982	20.883	123,1
1983	33.193	195,7

La causa de este relanzamiento ha sido la inversión en activos del mercado monetario (fundamentalmente, Certificados de Regulación Monetaria del Banco de España y Pagarés del Tesoro), inversión que, con total seguridad y liquidez, ha permitido alcanzar para los partícipes retribuciones muy interesantes.

2.3. La evolución de sus resultados.

De forma similar a las Sociedades, la evolución de los resultados de los Fondos muestra una

caída sobre títulos de la cartera, cuyo saldo ha sido negativo en el período 1976-1980.

El análisis general de los resultados debe completarse examinando, de un lado, la rentabilidad efectiva del patrimonio de los Fondos (relación resultados netos/patrimonio) y la trascendencia de los costes de administración (relación comisión de gestión/patrimonio administrado) con la advertencia de que el primer índice no es, evidentemente,

CUADRO N.º 2

RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS

Ejercicio	Resultado/ Patrimonio	Comisión de gestión/ Patrimonio	Gastos de Administración Comisión de gestión/ Resultados
1973	13,88	2,36	16,99
1974	10,43	2,45	23,52
1975	2,46	2,15	87,36
1976	1,40	2,52	181,33
1977	-15,33	3,52	Pérdida
1978	-5,06	2,31	Pérdida
1979	-4,05	1,82	Pérdida
1980	7,06	1,95	27,65
1981	10,82	2,07	19,12
1982	11,85	2,07	17,49

do monetario, concretamente Pagars del Tesoro y Certificados de Regulación Monetaria que, al cierre del primer trimestre de 1983, representaban un 25 por 100 del patrimonio total.

III. HACIA UNA NUEVA REGULACION DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Por mandato legal (de la Disposición Transitoria Cuarta de la Ley 61/78, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades) es obligada la promulgación de una Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva, cuya futura entrada en vigor significará la derogación de la legislación actual en la materia. En cumplimiento de esta obligación, se remitió un Proyecto de Ley a las Cortes Generales en la pasada legislatura, que caducó con la disolución de las mismas. En el programa legislativo del actual Gobierno figura la remisión de un nuevo Proyecto en el ejercicio de 1984, habiéndose prorrogado por la Ley de Presupuestos para dicho

año para las Sociedades y Fondos de Inversión la situación fiscal anterior a 1 de enero de 1979, en los términos más arriba apuntados.

Ante esta próxima reforma legislativa, cabe apuntar algunas reflexiones personales sobre determinados criterios básicos que podrían inspirar la normativa y, concretamente, sobre los puntos siguientes:

1. Instituciones que deben ser objeto de regulación y su carácter.
2. Criterios en cuanto a los requisitos estructurales: composición personal y regulación de las inversiones.
3. Régimen fiscal.

A continuación se examinan con brevedad cada uno de estos puntos.

1. Instituciones que deben ser objeto de regulación y su carácter

De acuerdo con el mandato del legislador, la nueva Ley no debe ser sólo una Ley de Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria,

sino de instituciones de inversión colectiva, esto es, que debe regularse el fenómeno de la inversión colectiva en su generalidad, cualquiera que sea la forma jurídica que revista la entidad que la canaliza. Por tanto, habrá de partirse de una definición legal de estas instituciones, que no las reconduzca a las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, sino que comprenda a todas las entidades que, captando recursos de los particulares, deciden su inversión en activos financieros o reales conforme a una política de división de riesgos y limitación de participaciones societarias, determinándose los resultados de cada inversor en función de los resultados colectivos. De esta manera, las normas de protección del ahorrador que la legislación implica (vg. auditoría o revisión contable obligatoria, reglas sobre información financiera, control del cumplimiento de la legislación por los órganos administrativos, etc.) se extenderán a cuantas entidades realicen aquellas funciones, independientemente de si encajan o no en los moldes tradicionales de la Sociedad o Fondo de Inversión Mobiliaria; así, la legislación se aplicará a los Fondos que invierten en activos reales, a la captación y gestión de recursos a través de contratos como el de cuentas en participación (que ya ha conocido, y de forma desgraciada, nuestra vida económica mercantil), etc.

Dentro de este marco general, deben distinguirse, en razón de la distinta función que desempeñan y de sus principios diferentes de funcionamiento, las instituciones que tienen un carácter financiero, por ser su objeto la inversión y gestión de activos financieros, de las demás, en que esta nota falta. La legislación debe ser de-

tallada e incentivadora en el primer caso, tutelar y de mera protección del inversor en el segundo.

Centrando la cuestión en las instituciones de carácter financiero, no cabe duda que deben siempre comprender a las instituciones hoy operantes: Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. El problema se plantea respecto de otras figuras: Sociedades de Inversión de Capital Variable, los llamados Fondos de Dinero y los Fondos de Pensiones, supuestos que consideraremos brevemente.

Las Sociedades de Capital Variable (SICAV).

Como quedó dicho, su regulación está prevista en España desde 1964, pero con unos principios que han hecho imposible su reglamentación y desarrollo en la práctica: recuérdese, por ejemplo, que el Decreto-Ley de 1964 obliga a que en cada sociedad exista un representante del Estado (auxiliado por los funcionarios que estime pertinente) que asiste al Consejo de Administración para vigilar las operaciones sociales. Es evidente que este intervencionismo tan directo no se considera aceptable en la vida de una sociedad privada. No obstante, existe otra razón que hace difícil el nacimiento de las SICAV: si en su regulación se reconoce al accionista un derecho de separación o reembolso al valor liquidativo, funciona como un Fondo de Inversión y, existiendo ya éstos con una cierta tradición, no parece que vayan a crearse aquéllas. Por ello, las SICAV deben configurarse como una figura intermedia entre las Sociedades de capital fijo y los Fondos abiertos: tal se hacía en el Proyecto de Ley, en que estas sociedades quedaban diseñadas como específicamente bur-

sátiles, garantizando la liquidez de sus propias acciones, no directamente a solicitud de reembolso del accionista, sino a través del mercado secundario en Bolsa. Si así se hace en el futuro, quedarán recogidas las distintas posibilidades de gestión y liquidez que pueden ofrecerse: gestión propia y liquidez según el mercado libre en las Sociedades de capital fijo; gestión propia y liquidez con cargo a los propios activos, pero a través del mercado bursátil, en las Sociedades de capital variable; gestión ajena y liquidez automática con cargo al propio patrimonio en los Fondos.

Los Fondos de Dinero.

Se llama así usualmente a los Fondos de Inversión que operan exclusivamente en el mercado monetario y, por tanto, en activos a muy corto plazo, de gran seguridad y de absoluta liquidez. Su desarrollo es muy reciente y está íntimamente ligado al propio desarrollo de los mercados monetarios en estos últimos años y a los altos tipos de interés que muchas veces han alcanzado los activos a corto plazo. Su reconocimiento legal plantea algunos problemas: su propia denominación (parece más correcto y preciso designarlos como Fondos de Inversión en el Mercado Monetario o en Activos del Mercado Monetario) y, sobre todo, la conveniencia o no de dar entrada a los Fondos de Inversión a estos Activos o de crear o no unos Fondos especializados en los mismos.

Respecto a la primera cuestión, ésta es si deben poder los Fondos invertir sus recursos en los Activos del Mercado Monetario, y no sólo para cubrir algún coeficiente de tesorería o liquidez, sino como objeto fundamental de su inversión. La respuesta dependerá

de la concepción que se tenga de estas instituciones y del propio Mercado Monetario. Así, cabe pensar que los Fondos de Inversión Mobiliaria nacieron y deben continuar como instrumentos de canalización de recursos hacia el Mercado de Capitales, hacia la financiación a medio y largo plazo, como instrumentos de difusión de la propiedad accionarial, etc. También cabe pensar, por el contrario, que en España, cuando nacieron y se consolidaron los Fondos, no existía el mercado monetario que hoy conocemos, que la evolución de éste, durante los últimos años, ha ido claramente en la línea de su expansión, tanto en los activos que contrata, como en los sujetos intervinientes en el mismo, con un grado mayor o menor de protagonismo, y, en fin, que no hay razones sólidas para prohibir a los Fondos de Inversión su participación en este mercado, participación que, desde luego, beneficia a los partícipes (seguridad de las inversiones, liquidez absoluta, normalmente alta rentabilidad) y que les enriquece desde el punto de vista institucional; además, los Fondos aparecían así como una vía de acceso de los particulares a estos activos y como un mecanismo adicional de colocación de las emisiones públicas a corto plazo.

Tampoco deben olvidarse las repercusiones que un crecimiento acelerado de estas instituciones podría tener en otros intermediarios financieros, fundamentalmente en el desenvolvimiento normal de los depósitos del sistema crediticio; no obstante, si tenemos en cuenta la estructura de la gestión de los actuales Fondos de Inversión Mobiliaria y la insignificancia relativa de las cifras patrimoniales que el sector maneja, no parece que haya motivo para

pensar en un efecto de importancia en el equilibrio de las restantes instituciones financieras.

Creemos, por tanto, que es positiva la entrada plena de los Fondos en el Mercado Monetario. Esto dicho, resta una cuestión adicional, consistente en determinar si deben configurarse legalmente en una forma diferenciada o especializada o no, o, lo que es lo mismo, si han de existir Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en el Mercado Monetario, o sólo Fondos de Inversión que actúen, según las circunstancias, en uno u otro tipo de valores y activos. La primera solución puede fundamentarse en la diversificación y especialización de las instituciones financieras, en la existencia de ciertas reglas de funcionamiento separadas o peculiares en uno u otro caso, y en la ventaja que para el inversor supone la identificación de las propias instituciones, es decir, el saber de antemano las características, ventajas y desventajas, del objeto final de su inversión. La segunda, puede, a su vez, fundarse en la conveniencia de respetar la autonomía de gestión de las instituciones, que acudirán, en función de la estructura de los tipos de interés, de las expectativas en los distintos valores y activos, a uno y a otro mercado según su conveniencia, favoreciendo la comunicación entre estos y optimizando la gestión de su patrimonio en favor de sus partícipes.

Entre estas dos posibilidades, si tenemos en cuenta la evolución hacia la diversificación y especialización apuntada, parece que la solución debe decantarse en favor de la primera alternativa.

Fondos de Pensiones.

Se mencionan aquí porque el

Proyecto de Ley que se remitió a las Cortes en la pasada legislatura incluía su regulación como institución de inversión colectiva. Como se sabe, forman parte de lo que se ha llamado el Sistema Privado de Prestaciones Sociales Complementario de la Seguridad Social y han alcanzado en algunos países gran importancia. En el programa legislativo del Gobierno actual figura su regulación en una ley especial que añadirá esta fórmula a las ya existentes en España (vg. Cajas de Pensiones, Montepíos y Mutualidades Laborales o Profesionales, Seguros Colectivos, etc.) y que, según todas las previsiones, puede tener efectos muy positivos para nuestro Mercado de Capitales.

2. Criterios en cuanto a los requisitos estructurales: composición personal y regulación de las inversiones

En punto a la composición personal, hacemos referencia a la necesidad de que la institución de inversión colectiva venga integrada por un número mínimo de personas, accionistas o partícipes, de tal modo que el incumplimiento de este número determinará la desvalorización de la institución y la pérdida de este carácter. Parece esencial que una institución de inversión colectiva sea, en efecto, colectiva, y que, a falta de este rasgo, no tenga razón de ser.

En cuanto a la regulación de las inversiones en las instituciones de carácter financiero, deben seguirse las orientaciones de la legislación comunitaria en dos aspectos: los activos susceptibles de adquisición y las limitaciones concretas sobre las inversiones. En

punto al primero, deben admitirse no solamente los valores mobiliarios tradicionales, sino todos los activos financieros contratados en mercados organizados, de funcionamiento regular; en todo caso, deben quedar excluidos los títulos no cotizados. En cuanto a las limitaciones sobre las inversiones, los coeficientes a establecer deben preservar la naturaleza de estas instituciones (división de riesgos, compensación de rendimientos, ausencia de ánimo de control), para lo que se considere necesario:

- Prohibir de forma absoluta las participaciones recíprocas entre instituciones de inversión colectiva.

- Limitar de forma notable el volumen total de títulos emitidos por instituciones de inversión que cualquiera de ellas pueda adquirir, concretamente a un 10 por 100, como hace la Comunidad. Estas dos normas no existen hoy día en nuestra legislación.

- Establecer los coeficientes de composición del activo con criterios más estrictos que los actuales: así, el coeficiente de diversificación no debe ser, en ningún caso, superior al 10 por 100 (actualmente, el 25 por 100 para Sociedades y el 10 por 100 para Fondos), el límite de las participaciones accionariales debe ser igualmente inferior al hoy vigente (20 por 100 para Sociedades y 10 por 100 para Fondos); en ambos casos, la regla general debe ser el 5 por 100, con las excepciones que, en su caso, se estimen convenientes.

- Introducir el concepto de grupo de empresa como elemento de diversificación real de las inversiones, sometiendo, al menos, el riesgo contraído con un grupo, superior a determinado porcenta-

je del activo, a un especial requisito de publicidad que asegure el conocimiento por los accionistas o partícipes de la vinculación de la institución en que participan.

Con la consagración de estos criterios, no hay duda de que se conseguirá una estructura más adecuada de los activos de las Sociedades y Fondos y una mayor transparencia en su actuación.

3. Régimen fiscal

El régimen de tributación que se establezca para las instituciones de inversión colectiva debe inspirarse en dos principios: de un lado, el de neutralidad o no discriminación, esto es, que en ningún caso pague más impuestos el que invierte a través de una Sociedad o Fondo que el que realiza su inversión directamente; si este principio no se cumple, las instituciones no tendrán desarrollo en la práctica; de otro, el carácter instrumental de las normas fiscales, en el sentido de que lo justo es que tribute el accionista o partícipe por las rentas que obtenga, no la propia institución en sí misma; por tanto, las normas tributarias sobre las instituciones tienen que ir destinadas a esta finalidad.

Esto dicho, hay que reseñar que el régimen previsto en el Impuesto de Sociedades para Sociedades y Fondos resulta gravemente discriminador, pues implica la tributación efectiva (hoy al 35 por 100) de los intereses y plusvalías obtenidos por las instituciones, impuesto que no se produciría en el caso de inversión directa; la rentabilidad neta del accionista o partícipe sería, así, notoriamente inferior (por motivos fis-

cales) a la que obtendría el inversor individual.

Por tanto, parece necesario el establecimiento de un régimen fiscal neutral, lo que puede conseguirse con la imposición de un tipo especial de gravamen (menor que el general) o bien a través de un sistema de transparencia especial. Por último, debe indicarse que este sistema especial sólo sería de aplicación a las instituciones que sean realmente de Inversión Colectiva, no a aquellas otras que, por pertenecer a grupos familiares o a escaso número de socios, queden comprendidas y deban seguir quedando comprendidas en el régimen de transparencia fiscal general que regulan las leyes de los impuestos sobre la Renta y Sociedades.

IV. RECAPITULACION FINAL: EL FUTURO DE LAS INSTITUCIONES

Hasta aquí se han analizado las instituciones de inversión colectiva en forma genérica, se ha hecho referencia a la realidad en nuestro sistema financiero, tanto desde el punto de vista legislativo como en su significación económica, y se han expresado algunas opiniones y criterios sobre la reforma de nuestra legislación en la materia. Cabe realizar, para finalizar, una previsión de cuál pueda ser el desarrollo futuro de estas instituciones. Parece fuera de duda que las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria serán lo que sea nuestro Mercado de Valores; han sufrido en primera línea la crisis de nuestras Bolsas, experimentando durante los últimos años una fuerte contracción. Esta situación variará en la medida en que se potencie el

Mercado de Valores, se aporten nuevos recursos a él y surjan nuevamente expectativas de beneficios y plusvalías. Hasta entonces, la estabilidad alcanzada hoy por estas instituciones no parece que pueda vivir cambios significativos. Mayores potencialidades ofrecen en la coyuntura actual los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario que, de reconocerse legalmente, pueden alcanzar a corto plazo un desarrollo muy importante: la seguridad de sus inversiones, su liquidez y la rentabilidad que puede obtenerse de los recursos que el partícipe coloca a la vista, los harán sin duda muy atractivos para el ahorrador. Y, en fin, aunque sea una materia parcialmente ajena a las instituciones que se han comentado, tampoco deben olvidarse las posibilidades que ofrecen los Fondos de Pensiones que, *a priori*, aparecen como el gran sostén, para los próximos años, del Mercado de Capitales.