

LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Dentro de las posibilidades que al ahorrador individual se le abren para acceder al mercado de valores, se encuentran las distintas alternativas de inversión colectiva. En este epígrafe, algunas veces se incluyen los fondos de pensiones y otras fórmulas de ahorro más características de seguros de previsión complementarios de las prestaciones obligatorias de jubilación. En el presente trabajo, **Fernando de Roda** se centra en el análisis de los distintos tipos de instituciones de inversión colectiva, entendida ésta en su más estricto sentido.

I. INVERSIÓN COLECTIVA. ANTECEDENTES

SE entiende como fórmulas de inversión colectiva todas aquellas que, utilizadas por un conjunto de inversores no homogéneos en cuanto a sus características, tienen como objeto la inversión de un patrimonio, aportado por ellos mismos, de forma diversificada en cuanto a los activos que lo componen. Asimismo, se pretende generalmente un ahorro de costes y el logro de unas mejores condiciones de precios en las operaciones que se efectúen.

Si bien podríamos decir que la inversión colectiva probablemente sea tan antigua como los valores mobiliarios, desde el punto de vista legal nos tenemos que remontar, en nuestro país, al año 1952, en el cual se promulgan las primeras normas sobre este tipo de inversiones. Es realmente el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, el que definitivamente da lugar al nacimiento de los fondos y sociedades de inversión, los cuales fueron comercializados dentro de un *boom* del mercado bursátil en nuestro país. Ello fue,

sin duda, una de las razones de la «gran decepción» que muchos ahorradores se llevaron con la caída de los índices bursátiles que siguió a la primera crisis del petróleo, en 1973. A partir de esos años, asistimos a un declive de la inversión colectiva, no tanto por las desinversiones como por el deterioro patrimonial consecuente con la baja de las cotizaciones de los valores integrantes de su patrimonio. Prácticamente, fue preciso esperar a la promulgación de la legislación actual para asistir a la reactivación y recuperación de esta fórmula de inversión.

II. NORMATIVA ACTUAL

La normativa actualmente vigente está compuesta por las siguientes disposiciones:

- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984.
- O.M. de 15 de octubre de 1985; queda en vigor con las necesarias adaptaciones.

• O.M. de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984 (inversiones, informaciones públicas y régimen contable).

• Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, disposición adicional sexta, que da nueva redacción a determinados artículos de la Ley 46/1984, para adaptarla a la normativa comunitaria.

• Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros de las instituciones de inversión colectiva.

• Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre determinación del valor liquidativo FIM, coeficientes operativos y límites de inversión de las instituciones de inversión colectiva.

En el actual estado, la legislación española sobre la materia cumple con lo establecido por las directivas comunitarias números 85/611, de 20-12-85, y 88/220, de 22-3-88. Dichas disposiciones de la CEE han procurado homogeneizar las diferentes normas existentes en los distintos países de la Comunidad, al objeto de ir facilitando la unificación prevista para 1993. No obstante, el grado de desarrollo con que cada país ha ido promulgando su normativa ha sido diferente, y así tenemos casos como el de Luxemburgo, que adaptó rápidamente su normativa, extendiéndose incluso y regulando exhaustivamente algunos tipos de instituciones de inversión colectiva que no son de obligatoria aceptación en los países integrantes.

En el caso español, la actual normativa ha diferenciado las instituciones de inversión colectiva (IIC) en dos tipos:

- Las que tienen carácter financiero; que son las que invierten de forma mayoritaria su patrimonio en ese tipo de activos.

- Las no financieras; aquellas en las que las inversiones que no tienen ese carácter son mayoritarias.

Vamos a comentar brevemente las segundas, para posteriormente centrarnos en las primeras. Nuestra normativa respecto a las IIC no financieras ha sido extraordinariamente ambigua, pudiendo decirse que más bien está todo por regular y que las actuales normas no son sino un «cajón de sastre» en el cual caben todo tipo de fórmulas colectivas de inversión en bienes y derechos de carácter no financiero. Dentro de este apartado, podrían tener cabida fondos de inversión tales como los inmobiliarios, de arte, numismáticos, etc., instituciones ya existentes en otros países europeos.

En cuanto a las de carácter financiero, el artículo 2.º del Reglamento incluye dentro de ellas a:

- Sociedades de inversión mobiliaria.

- Fondos de investigación mobiliaria.

- Fondos de inversión en activos del mercado monetario.

- Aquellas otras cuyo objeto principal sea la inversión o gestión de activos financieros, y que efectúen una captación pública de recursos. Cabría encuadrar en este epígrafe a los clubs de inversión, comunidades de bienes, cuentas en participación y demás fórmulas afines.

Del estudio de la actual normativa se deduce que el legislador está continuamente pensando en los tres primeros tipos de instituciones, y regula el resto

de fórmulas colectivas con el objeto de evitar una proliferación de prácticas que pudieran resultar contrarias al control y a la supervisión que deben asegurar la debida protección al usuario. Por ello, nos ceñiremos aquí a las sociedades y los fondos de inversión.

III. SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA

Se trata, según la definición del artículo 2.º 2 del Reglamento, de sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo es la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general, y enajenación de valores mobiliarios y activos financieros, con el fin de lograr una adecuada diversificación de riesgos y posibilidades de rendimientos y plusvalías. Queda fuera de su objeto el logro de participaciones mayoritarias o de control de las sociedades en las que participan, ya que de esa forma se desvirtuaría la dispersión del riesgo, al entrar en consideración factores distintos a los que deben aconsejar la selección de toda inversión.

Dentro de las sociedades de inversión mobiliaria, cabe distinguir aquellas que tienen un capital fijo establecido en los estatutos, las cuales reciben el nombre de sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo —más conocidas con las siglas SIM—, de aquellas otras cuyo capital es variable, a las cuales se les asignan las siglas SIMCAV.

En ambos casos, se trata de sociedades anónimas con un capital mínimo de 400 millones de pesetas, y en las cuales los accionistas tienen todos los derechos de ese tipo de sociedades, y además los que la legislación de inversión colectiva les reco-

noce para lograr una adecuada protección de los ahorradores. De esa forma, disponen de un Consejo de Administración que representa los intereses de la sociedad, y de una Junta General, que puede celebrar sesiones tanto de carácter ordinario como extraordinario, en las que deberán aprobarse los asuntos competencia de cada una de ellas. La existencia de estos órganos de representación hace que las sociedades de inversión mobiliaria, en general, tengan una autonomía muy superior, en cuanto a su gestión y administración, a la de los fondos de inversión.

Así, si lo prevén los estatutos, podrán delegar la gestión de los activos a alguna de las entidades que, según la propia Ley, están capacitadas para hacerlo; es decir, sociedades gestoras de carteras (SGC) y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). Además, también están facultadas para ello las entidades previstas en el artículo 76, segundo párrafo, apartado a), de la Ley del Mercado de Valores. El Reglamento ha restringido la gestión global, incluida en ella la administración, a las SGIIC, quizá con un espíritu muy restrictivo, ya que en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria, el delegar la administración de la sociedad no supone en absoluto la pérdida de responsabilidad del Consejo y de la Junta en General. La propia Ley y el Reglamento recogen estos extremos, al establecer que los órganos de administración no quedarán relevados de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les impone.

Sin perjuicio de esa mayor libertad de movimientos de estas sociedades, y dado lo delicado del objeto social, que implica la

gestión de dinero procedente de terceras personas, la normativa actual prevé la existencia de una comisión de control de gestión y auditoría, si así lo demandasen socios que representen al menos el 10 por 100 del capital social. Dicha comisión fiscalizaría la gestión del patrimonio social, velaría por el estricto cumplimiento de las obligaciones de información al resto de accionistas y designaría al auditor, además de cualesquiera otras funciones que la ley le encomiende.

1. Capital fijo (SIM)

Las SIM presentan, como rasgo más característico, el carácter cerrado de su capital, el cual puede ser reducido o aumentado de acuerdo con la normativa general de las sociedades anónimas.

Al igual que las SIMCAV, deben mantener invertido el 90 por 100 de su activo en valores negociados en bolsas de valores o en los mercados organizados previstos en el artículo 17 del Reglamento. Al ser su capital fijo, las SIM no precisan de un coeficiente de liquidez. El resto del activo, 10 por 100 como máximo, se sobrentiende que es de libre inversión, si bien la posibilidad de invertir en inmuebles se deduce del artículo 28, referente a operaciones, al exigirse una tasación en la forma prevista en la legislación del mercado hipotecario como medida previa a la venta.

Las SIM no precisan, a diferencia de las instituciones de inversión colectiva de patrimonio variable, del concurso de un depositario, pudiendo utilizar diferentes cuentas de depósito en distintas entidades.

2. Capital variable (SIMCAV)

La posibilidad de aumento o disminución del número de acciones en circulación es la característica que particulariza a este tipo de sociedades. El mecanismo que la Ley estableció supone una fluctuación entre una cifra mínima, el capital inicial, y una máxima, el capital estatutario máximo, sin que sea necesario entre ellas ningún acuerdo de la Junta General.

En torno a la forma en que fluctúa el capital, se encuentran, obviamente, todas las particularidades de las SIMCAV. Así, los antiguos accionistas no tienen derecho preferente a suscribir las acciones que se ponen en circulación, ya que ello restaría agilidad a los movimientos de suscripciones y reembolsos, especialmente si se debiera respetar el plazo mínimo de 30 días para que los antiguos accionistas adopten la decisión. En contrapartida, la actual normativa protege al antiguo accionista dejando un muy estrecho margen de fluctuación entre el valor liquidativo y el precio al cual se ponen en circulación las acciones. Efectivamente, todas las suscripciones y reembolsos se deben formalizar a través de Bolsa, obligando el artículo 33 a la propia SIMCAV a comprar o vender sus propias acciones cuando la cotización oscile un 5 por 100 por debajo o por encima del valor liquidativo. Por otra parte, esta norma protege al antiguo accionista cuando desea vender sus acciones, al no permitir que se le descuente más del 5 por 100 del valor liquidativo, y también al ahorrador, al cual no se le podrá aplicar una prima superior al 5 por 100 en el momento de comprar sus acciones.

En la práctica, más que de am-

pliaciones o reducciones de capital sucesivas, se puede hablar de una puesta en circulación o retirada de acciones según la demanda que se produzca. Para ello, la SIMCAV recoge dentro de la cifra del capital el efectivamente puesto en circulación y el estatutario máximo, mientras que las acciones pendientes de poner en circulación figuran en el activo de la sociedad como acciones en cartera.

Realmente, este sistema de puesta en circulación resulta complejo, tanto por la forma de hacerlo y contabilizarlo como por la obligatoria utilización del mercado bursátil. En realidad, el sistema debería ser muy similar a las suscripciones y reembolsos de las participaciones de los fondos de inversión. En este caso, es la sociedad gestora quien atiende esas peticiones a un precio, el valor liquidativo, totalmente regulado en cuanto a su fórmula de cálculo. Ese mismo sistema podría, a nuestro juicio, haberse establecido para las SIMCAV, y éstas, posiblemente, hubieran sido utilizadas con más profusión en el mercado español.

En cuanto a sus inversiones, pocas diferencias se dan respecto a las SIM, ya que, al igual que éstas, deben mantener un 90 por 100 de su patrimonio invertido en valores aptos. Además, deben cubrir un coeficiente de liquidez del 5 por 100, el cual les debe permitir atender los reembolsos que se produzcan. Por tanto, queda un 5 por 100 sin definir, que se entiende como de libre inversión, extremo sobre el cual el artículo 33 nos da una pista cuando habla de las amortizaciones de los bienes muebles o inmuebles.

IV. FONDOS DE INVERSIÓN

Según el artículo 2.º 2, los fondos de inversión no son sino patrimonios que pertenecen a una pluralidad de inversores, que se ponen bajo la gestión y administración de una sociedad gestora, la cual, con el concurso del depositario que custodia los activos, debe conseguir una adecuada diversificación de éstos, de los rendimientos y de los riesgos. Al igual que en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria, se excluye del objeto de los fondos la toma de participaciones mayoritarias o de control para el ejercicio de sus derechos políticos, cuyos fines son totalmente distintos de los que tienen los fondos de inversión.

El rasgo distintivo de los fondos radica en la ausencia de derechos políticos de los partícipes que los integran. Al objeto de no dejarles en una situación de indefensión, la actual legislación ha establecido una serie de cautelas, parte de las cuales afectan a todas las instituciones de inversión colectiva, mientras otras son específicas de los fondos. Vamos a comentar estas últimas. Las dos más importantes son:

- *La existencia simultánea de la sociedad gestora y del depositario.* La Ley ha pretendido con ello dotar a los fondos de los órganos de gestión, administración y custodia necesarios para la consecución de sus fines. La separación entre ellos responde a una razón de control. Efectivamente, la actual normativa hace una distinción de funciones, de las cuales algunas suponen una vigilancia mutua entre sociedad gestora y depositario, al objeto de que ambos cumplan estrictamente las funciones que la legislación les encomienda.

- *La exhaustividad con que la normativa concreta algunos aspectos referentes a los fondos de inversión,* que refleja una voluntad de protección de los partícipes. Así, todas las normas referentes a gastos, valoración diaria del patrimonio, suscripciones y reembolsos resultan mucho más concretas para los fondos de inversión que para las sociedades de inversión mobiliaria.

Otros rasgos distintivos de los fondos de inversión son:

- *La ausencia de valor nominal de las participaciones.* Efectivamente, éstas carecen de valor nominal, y únicamente en el momento inicial la Ley exige una cuantía mínima de 1.000 pesetas para los FIM y 100.000 para los FIAMM, como primera inversión a efectuar por el partícipe.

- *La posibilidad de suscribir o reembolsar fracciones de participación.* El carácter de patrimonio en común de los fondos de inversión, muy similar al de las comunidades de bienes, hace que cada partícipe cuente con una cuota de participación en dicha comunidad, cuota que, por supuesto, se expresa en decimales. De esta forma, se hace posible el que los partícipes efectúen suscripciones o reembolsos por cifras exactas en cuanto a su importe, lo cual les permite ser objeto de productos derivados, como pueden ser los planes sistemáticos de suscripciones o de reembolsos, que dan a los fondos de inversión nuevas perspectivas y estrategias de comercialización.

- *El cálculo del valor liquidativo de la participación.* Diariamente, los fondos de inversión deben valorar su patrimonio en función de los precios del mercado más significativo en el que se negocie cada activo. También debe efectuarse diariamente una

estimación de los gastos de gestión, depositaria y otros gastos, así como del cálculo del impuesto de sociedades correspondiente a los rendimientos obtenidos hasta ese momento. Para ello, la sociedad gestora debe efectuar un presupuesto de todos aquellos gastos que no son proporcionales con respecto al patrimonio. Una vez calculado el patrimonio neto, se divide por el número de participaciones en circulación, obteniéndose el valor liquidativo de cada una de ellas. Ese valor liquidativo es el que se aplica a las suscripciones y reembolsos que deben formalizarse en el día, una vez descontadas las comisiones de suscripción o reembolso que estuvieran establecidas en el reglamento de gestión.

A continuación, vamos a estudiar las particularidades de los dos tipos de fondos que la Ley prevé.

1. Fondos de inversión mobiliaria (FIM)

Para definir estos fondos, únicamente debemos matizar el concepto que anteriormente dábamos, en el sentido de que los activos que estos fondos adquieren son de todo tipo; es decir, de renta fija o variable, siempre cotizados o negociados en mercados organizados. No existe para este tipo de fondos ninguna limitación en cuanto al plazo de sus inversiones, por lo que se prestan a múltiples aplicaciones prácticas.

La especialización de los FIM queda, por tanto, en manos de la sociedad gestora, bien por la política de gestión que ponga en práctica, bien por las limitaciones que deliberadamente haya introducido en el reglamento de ges-

tión. En la práctica, los gestores han ido especializando a los FIM, y así cabe hablar de fondos:

- De renta fija. Aquéllos que invierten exclusivamente en obligaciones, bonos y otros activos financieros de renta fija.

- Mixtos de renta fija. Aquéllos que, invirtiendo mayoritariamente en renta fija, también efectúan minoritariamente operaciones en títulos de renta variable.

- Mixtos de renta variable. Es el caso inverso al anterior: mayoría de títulos de renta variable con algunas operaciones en renta fija.

- De renta variable. Aquéllos que, prácticamente en exclusividad, mantienen títulos de renta variable, y liquidez colocada transitoriamente en activos monetarios.

Como decíamos anteriormente, esta especialización responde más bien a la voluntad de los gestores, que por lo general no se recoge en el reglamento de gestión, en el cual el apartado relativo a política de gestión suele ser objeto de una redacción ambigua que permita dar al fondo cualquier especialización. Sin embargo, de cara al ahorrador, resultaría muy recomendable que se estableciese en su reglamento cuáles van a ser realmente sus alternativas de inversión. De esta forma, se evitaría que los cambios en la política de inversión sorprendan al partícipe, al hacerse sin su conocimiento. El hecho de que la política de gestión figure en el reglamento de gestión obliga a que todo cambio en ella suponga una reforma de ese reglamento, lo cual da lugar, en primer término, a una comunicación al partícipe de la reforma que se pretende introducir, y en segundo lugar, al afectar esta reforma a la política de inversiones, da lugar al nacimiento de un de-

recho de separación del partícipe que no esté de acuerdo con el nuevo giro que se pretende dar a las inversiones del fondo. Por tanto, de esta forma, además de conseguir una mejor catalogación de los diferentes tipos de FIM, estaríamos protegiendo mejor al partícipe.

En materia de inversiones, el patrimonio de los fondos, que en el momento inicial no deberá ser inferior a 500 millones de pesetas, deberá estar invertido, al menos en su 80 por 100, en activos negociados en los mercados organizados de los que habla el artículo 17 del Reglamento. Asimismo, deberán mantener un 3 por 100 de coeficiente de liquidez, lo cual se debe fundamentalmente a la necesidad de hacer frente a los reembolsos que puedan presentarse. El resto del patrimonio del fondo puede invertirse en los activos del artículo 17 o en aquellos otros activos que, por sus especiales condiciones de liquidez y corto plazo de vencimiento, resulten aptos para este tipo de instituciones.

Los principales gastos que deben soportar los FIM son los satisfechos a la sociedad gestora y al depositario. La Ley establece, en ambos casos, unas limitaciones máximas, de tal forma que las comisiones de gestión no podrán sobrepasar el 2,5 por 100 cuando dicho porcentaje gire únicamente en función del volumen del patrimonio gestionado. También podrá optar la gestora por establecer una comisión variable sobre los resultados obtenidos, que podrá ascender al 20 por 100 de éstos. Puede, asimismo, establecer una fórmula mixta, en cuyo caso el porcentaje no podrá sobrepasar el 1,5 del patrimonio y el 10 del resultado. En cuanto al depositario, su comisión está limitada al 4 por 1.000 anual so-

bre el valor nominal del patrimonio custodiado. No obstante, el depositario podrá percibir, de acuerdo con sus tarifas autorizadas, comisiones por compraventa de valores, cobro de cupones y otros servicios similares.

En cuanto a gastos que afecten directamente a los partícipes, la sociedad gestora podrá establecer, en el reglamento de gestión, el cobro de unas comisiones de suscripción o reembolso de hasta el 5 por 100 del importe efectivo de que se trate.

2. Fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)

Si en cuanto a los FIM veíamos que, dentro de los valores previstos en el artículo 17, las únicas restricciones a las inversiones debían venir impuestas por el reglamento de gestión, en cuanto a los FIAMM, comúnmente conocidos como fondos de dinero, las disposiciones vigentes establecen que deberán caracterizarse por su inversión en activos financieros a corto plazo contratados en el mercado monetario, teniendo, como el resto de fondos, la finalidad de diversificar los riesgos por activos y rendimientos. Más concretamente, el artículo 49 del Reglamento establece que el patrimonio de estos fondos, establecido en 1.500 millones como mínimo, deberá estar invertido, al menos en un 90 por 100, en activos de renta fija de los previstos en el artículo 17 que tengan un vencimiento corto o que gocen de una elevada liquidez por las garantías que existan de realizarlos. En desarrollo de esta norma, se estableció que la vida residual de los activos que compongan el patrimonio de un FIAMM no deberá sobrepasar, en

ningún caso, los 24 meses. Al mismo tiempo, la vida media de la cartera del fondo no excederá de los 18 meses. De esta forma, los FIAMM se configuran como un producto financiero de rentabilidad variable, la cual oscilará de forma similar a como lo haga la curva de tipos de interés a corto plazo. El riesgo de intereses, una vez vistas las limitaciones de vida media, es muy reducido, por lo que la certeza de obtener altas rentabilidades a corto plazo es elevada.

Al mismo tiempo, la gran liquidez de una buena parte de los activos en los que invierten los FIAMM hace posible que la reconversión de la cartera sea una tarea fácil de realizar. Esa óptica de producto a corto plazo es la que motiva el que los plazos para hacer efectivos los reembolsos se reduzcan a 24 horas, contra las 72 horas que hay que esperar en el caso de los FIM.

En cuanto a los gastos que puede asumir el fondo, la filosofía es básicamente la misma que para los FIM, con una reducción de los porcentajes aplicables. Así, la comisión de gestión puede ser de hasta el 1,5 por 100 cuando se calcula como porcentaje fijo sobre el patrimonio; del 15 por 100 de los resultados, cuando se calcula en función de éstos, o del 1 por 100 del patrimonio y hasta el 5 por 100 de los resultados cuando se utiliza una fórmula mixta. El depositario podrá percibir un 1,5 por 1.000, como máximo, sobre el patrimonio custodiado, además de otras comisiones por compra-venta de activos, cobro de cupones, etc. Por último, siempre que se prevea en el reglamento de gestión, se podrán percibir unas comisiones de suscripción o reembolso de hasta el 1 por 100 del precio de las participaciones.

V. FISCALIDAD DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Dentro del conjunto de las instituciones, las disposiciones fiscales vigentes sobre la materia distinguen entre las instituciones cuyos valores se asimilan a títulos cotizados en Bolsa y aquellas que no cumplen esto último. La Ley remite a estas últimas a la legislación normal del impuesto sobre sociedades. A las primeras, que son prácticamente aquellas de las que hemos venido hablando a lo largo de todo el trabajo, la Ley les reserva un tratamiento fiscal especial. Así:

- Tanto las sociedades como los fondos de inversión tributan al 1 por 100 en el impuesto sobre sociedades.
- Los intereses y dividendos percibidos por estas instituciones son objeto de retención, la cual podrá ser, por supuesto, deducida posteriormente.
- De los dividendos satisfechos por sociedades españolas, es deducible el 10 por 100.

Los partícipes o accionistas están sujetos a las siguientes normas particulares:

- Los dividendos repartidos están sujetos a retención.
- Las ventas de acciones o participaciones ponen de manifiesto un incremento o disminución patrimonial, una vez practicados los ajustes debidos a la antigüedad en el coste medio de los valores vendidos.
- No es posible deducir un 10 por 100 de los dividendos percibidos.

Este tratamiento fiscal pone a las instituciones de inversión colectiva en condiciones de competir con las de los países euro-

peos más avanzados en la materia.

VI. SOCIEDAD GESTORA Y DEPOSITARIO

Anteriormente comentábamos la existencia de estas dos figuras, cuya presencia, bien de forma simultánea o bien aislada, es exigida por la actual normativa según la IIC de que se trate. La confluencia de los servicios de ambas pretende dar una mayor garantía para los inversores que integran el patrimonio de esas instituciones. Vamos a comentar someramente sus características.

Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva

Se trata de una sociedad anónima cuyo objeto social exclusivo es la gestión y administración de instituciones de inversión colectiva. Su capital mínimo es de 50 millones de pesetas, debiendo sus recursos propios fluctuar, en función del patrimonio gestionado, de la siguiente forma:

Hasta 10.000 millones	0,5 por 100
A partir de 10.000 millones	0,3 por 100

Su patrimonio ha de estar invertido, al menos en un 60 por 100, en deuda del Estado o de las comunidades autónomas, o en valores admitidos a cotización. El 40 por 100 restante ha de estar invertido en cualquier activo que se adecue al cumplimiento del fin social, pero nunca en participaciones de los fondos gestionados.

Depositario

Pueden ser depositarios los bancos, cajas, cooperativas de crédito, y sociedades y agencias de valores. No obstante, la tesorería

rería siempre ha de estar depositada en una entidad de depósito.

El depositario tiene entre sus funciones algunas de supervisión de la actuación de la sociedad gestora, como pueden ser: emitir, junto con la gestora, los certificados de participación; recibir los valores y custodiarlos; satisfacer los reembolsos, y, en general, supervisar la actuación de la gestora, estando obligado a dar parte a la CNMV de cualquier anomalía que observe en la gestión.

Precisamente, esta labor de supervisión mutua fue la que movió al legislador a pedir una separación entre gestora y depositario, imponiendo la incompatibilidad de la pertenencia de ambos a un mismo grupo. El Reglamento ha suavizado, curiosamente, esta incompatibilidad, permitiendo que pueda darse cuando concurren una serie de circunstancias, tales como:

- a) Inexistencia de consejeros comunes.
- b) Independencia respecto al depositario de la dirección efectiva de la sociedad gestora.
- c) Que en la cartera de la institución los valores emitidos por el depositario no superen el 1 por 100 del activo de aquélla.
- d) Separación física de los domicilios y oficinas de una y otro.

Por último, el artículo 55 completa estas normas con una serie de instrucciones respecto a operaciones efectuadas y conflictos de intereses, de tal forma que se pongan públicamente de manifiesto, al objeto de que sean conocidos por los partícipes y accionistas, y debidamente valorados.

VII. PROTECCION DEL INVERSOR EN INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Como decíamos anteriormente, en toda la normativa de instituciones de inversión colectiva se aprecia una preocupación del legislador, muy lógica, por proteger los intereses de los ahorradores que efectúen sus inversiones en este tipo de instrumentos. Esta preocupación es menor en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria, en las que, como veíamos, existen los clásicos órganos de gestión y representación de todas las sociedades anónimas.

Podríamos agrupar el conjunto de normas de defensa del inversor de la siguiente forma, según se refieran a:

Concentración de riesgos

- a) En otras IIC. No se podrá mantener más de un 5 por 100 en otras instituciones de inversión colectiva, que en ningún caso podrán pertenecer al mismo grupo financiero de la que efectúa las inversiones.
- b) En otros valores negociados. No podrá mantenerse una inversión de más del 5 por 100 de los valores emitidos o avalados por una misma entidad. Este porcentaje sube al 15 por 100 al hablar de la inversión conjunta de sociedades y fondos de inversión pertenecientes al mismo grupo financiero.

Se limita, asimismo, al 5 por 100 la inversión del activo de una IIC en títulos emitidos o avalados por una misma entidad. Dicho porcentaje puede subir al 10 por 100 cuando los valores en que se supere el 5 por 100 no excedan del 40 por 100 del activo.

Ninguna institución podrá sobrepasar el 15 por 100 de su activo en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

Estas limitaciones se relajan cuando se trata de valores emitidos por un Estado de la CEE, una comunidad autónoma o un organismo internacional del que España sea miembro. En este caso, puede alcanzarse el 35 por 100, e incluso llegar al 100 por 100 cuando se invierta en, al menos, seis emisiones diferentes y no se sobrepase en cada una de ellas el 30 por 100. Es precisamente de este precepto de donde surgen los Fondtesoro, ya que en caso de no haber existido aquél, hubiera sido ilegal invertir exclusivamente en valores del Estado.

Concentración de poder

La toma de participaciones significativas en sociedades (5 por 100 y múltiplos) y en fondos (20 por 100 y múltiplos) ha de ser comunicada a la CNMV, al objeto de que ello sea público. De esta forma, se ponen dificultades a que las inversiones de una IIC pueden ser dirigidas por algún accionista de peso con fines particulares.

Ejecución de operaciones

Las operaciones deben ejecutarse en los mercados en que se negocien, concurriendo con el resto de órdenes de compra y venta para la correcta formación de precios.

Por otra parte, se impide a los administradores y ejecutivos de la sociedad gestora o el depositario hacer de contrapartida en operaciones en las que intervenga alguna IIC con ellos relacionada.

CUADRO N.º 1

EVOLUCION DEL NUMERO DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Tipo de institución	Número instituciones (31-12-1989)	Número instituciones (31-12-1990)	VARIACION ACUMULADA	
			Total	Porcentaje
SIM	250	272	22	8,80
SIMCAV	8	10	2	25,00
FIM	171	206	35	20,47
FIAMM	41	62	21	51,22
TOTAL INSTITUCIONES	470	550	80	17,02

EVOLUCION DEL PATRIMONIO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Tipo de institución	Situación al (31-12-1989)	Situación al (31-12-1990)	VARIACION ACUMULADA	
			Total	Porcentaje
SIM	293.396	325.115	31.719	+ 10,81
SIMCAV	11.804	14.864	3.060	+ 25,92
FIM	540.557	542.812	2.255	+ 0,42
FIAMM	324.219	619.722	290.503	+ 88,24
TOTAL INSTITUCIONES	1.174.976	1.502.513	327.537	+ 27,87

Fuente: CNMV.

Información pública

Una de las medidas que con mayor fuerza se ha acometido en esta nueva etapa de la inversión colectiva ha sido la transparencia informativa. De una parte, la CNMV está procediendo a publicar trimestralmente los principales datos de rentabilidades obtenidas y gastos aplicados por las distintas instituciones de inversión colectiva. De otra, la actual normativa impone una serie de obligaciones referentes a mantener debidamente informados a los partícipes, debiendo elaborarse, y en muchos casos remitirse, los siguientes informes:

- Informes trimestrales de situación de la IIC.
- Estados de cuenta trimestrales o mensuales.
- Memoria anual con información de gestión.

- Folleto de lanzamiento, en el que ha de incluirse el reglamento de gestión.

Incluso las instituciones de inversión extranjeras que pretenden comercializarse públicamente en España han de cumplir con una serie de trámites, muchos de los cuales quedan en el Registro Público de la CNMV, con lo que cualquier inversor puede conocer las condiciones de su inversión antes de efectuarla. Sin duda, todo ello redundará en beneficio del propio sector de inversión colectiva.

Inversiones en el extranjero

El Reglamento, en su artículo 53, establece que las IIC españolas podrán invertir en el extranjero en valores negociados en mercados organizados de países de la OCDE. Al margen de

esta autorización, será la CNMV quien, de forma general, podrá autorizar otros mercados o, a solicitud particular de alguna gestora, dará el visto bueno a algún mercado concreto.

Al mismo tiempo, la actual normativa protege al inversor ante una posible delegación de funciones de la sociedad gestora española a favor de un especialista extranjero para los mercados foráneos, respondiendo aquella subsidiariamente de lo que haga éste.

VIII. SITUACION ACTUAL DE LA INVERSION COLECTIVA EN ESPAÑA

Las IIC están, por el momento, poco desarrolladas en nuestro país, si bien, desde la promulgación de la Ley de 1984, han te-

CUADRO N.º 2

**DISTRIBUCION DEL ACTIVO COMPUTABLE DE LAS INSTITUCIONES
DE INVERSION COLECTIVA AL 31-12-1990**

	TOTAL FIM		TOTAL FIAMM		TOTAL SIM		TOTAL SIMCAV		TOTAL IIC	
	Importe (en millones)	Porcentaje sobre patrimonio	Importe (en millones)	Porcentaje sobre patrimonio	Importe (en millones)	Porcentaje sobre patrimonio	Importe (en millones)	Porcentaje sobre patrimonio	Importe (en millones)	Porcentaje sobre patrimonio
1. Activo computable	542.812	100,00	619.722	100,00	325.115	100,00	14.864	100,00	1.502.513	100,00
2. Liquidez	22.595	4,16	23.754	3,83	8.598	2,64	967	6,51	55.914	3,72
3. Inversión en cartera	505.221	93,07	590.503	95,29	306.735	94,35	13.328	89,67	1.415.787	94,23
3.1. Cartera nacional	495.967	91,37	590.503	95,29	287.343	88,38	12.862	86,53	1.386.675	92,29
3.1.1. Acciones	48.510	8,94	0	0,00	142.639	43,87	6.507	43,78	197.656	13,16
3.1.2. Obligaciones	78.571	14,47	5.796	0,94	29.458	9,06	1.274	8,57	115.099	7,66
3.1.3. Fondos públicos	327.984	60,42	369.487	59,62	109.450	33,67	4.173	28,07	811.094	53,98
3.1.4. Otros activos	39.325	7,24	197.096	31,80	5.796	1,78	908	6,11	243.125	16,18
3.1.5. Revaloriza. de valores	1.577	0,29	18.124	2,92					19.701	1,31
3.2. Cartera extranjera	9.254	1,70	0	0,00	19.392	5,96	466	3,14	29.112	1,94
3.2.1. Valores extranjeros	10.266	1,89	0	0,00	19.392		466		30.124	2,00
3.2.2. Revaloriza. de valores	- 1.012	- 0,19	0	0,00					- 1.012	- 0,07
4. Saldo neto (deudores-acreedores).	14.996	2,76	5.465	0,88	9.782	3,01	569	3,83	30.812	2,05

Fuente: CNMV (cifras en millones de pesetas).

nido un notable crecimiento, con especial hincapié en los FIAMM, los cuales fueron regulados por vez primera en aquella ocasión. El cuadro n.º 1 refleja la situación actual comparada con el año anterior. En él podemos observar el fenómeno antes comentado del crecimiento de los FIAMM; si bien los FIM, durante el primer trimestre de 1991, han tenido una notable progresión.

Sin embargo, estos datos, comparados con el PIB, resultan bastante alejados de los de nuestros vecinos europeos. Así, Francia y Reino Unido nos multiplican por diez y Alemania e Italia por dos.

Las razones del escaso desarrollo que hasta ahora ha tenido la inversión colectiva en nuestro país podemos resumirlas en dos:

- La preferencia de las entidades de crédito por los productos financieros, que constituyen pasivos propios, en lugar de aque-

llos otros en los que su labor se limita a una intermediación por cuenta ajena.

- La mala experiencia que en la etapa pasada debieron soportar los inversores que utilizaron este tipo de vehículos para sus ahorros.

Efectivamente, la mala utilización que algunos grupos financieros hicieron de sus sociedades y fondos de inversión, así como la gran caída de los índices bursátiles entre 1974 y 1977, son razones más que suficientes para que muchos ahorradores identifiquen la inversión colectiva con una forma de inversión poco recomendable. Ello está muy lejos de la realidad, y las estadísticas antes mencionadas en relación con los países comunitarios son buena prueba de ello. Afortunadamente, los legisladores efectuaron una modificación profunda de nuestra legislación,

fruto de la cual es el giro que se aprecia desde 1984.

Respecto a las decisiones de inversión de las IIC, el cuadro número 2 muestra el desglose de las preferencias de inversión de estas instituciones.

A nuestro juicio, llaman la atención los siguientes aspectos:

- La escasa inversión del patrimonio global en valores negociados en bolsas extranjeras.

- El bajo porcentaje que supone la inversión en acciones respecto al total de las inversiones.

- El importante porcentaje que representa la deuda del Estado en la inversión total, más aún si lo comparamos con el resto de la renta fija.

Sería deseable que las actuales estadísticas se adaptasen a una especialización de los fondos, de tal forma que pudiéramos cono-

cer cuáles son las preferencias de inversión por cada categoría de fondos.

Por último, y para terminar, una breve reflexión sobre lo que puede ser el futuro de la inversión colectiva en España. Hemos podido comprobar, a lo largo de este trabajo, que la normativa, en nuestro país, ha corregido los defectos que se atribuyeron a este tipo de inversiones en tiempos pasados. Por su parte, el tratamiento fiscal ha sido puesto al día, orientándolo al nuevo esquema de homogeneización existente entre los países integrantes de la CEE. Se dan, a nuestro juicio, por tanto, todas las condiciones para que la inversión colectiva inicie un crecimiento sostenido hasta alcanzar niveles comparables con otros países de nuestro entorno. Y parece que se comienzan a ver iniciativas para que esta situación actual cambie. Dentro de estas iniciativas, cabe resaltar la del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro, en colaboración con una serie de sociedades gestoras pertenecientes a diferentes grupos financieros. Esta experiencia va a servir, creemos, no solamente para aumentar los productos del Tesoro, alargando plazos y consiguiendo una liquidez hasta ahora criticada en el resto de productos de la gama, sino que, probablemente, los Fondtesoro consigan que la gran masa de ahorradores conozca los fondos de inversión, con todas sus grandes ventajas, por lo que cabe esperar que se produzca un auténtico *boom* de la inversión colectiva en nuestro país.