

FUNDACIÓN INVERCO

# Medio siglo de Inversión Colectiva en España



Fundación  
**inverco**

© FUNDACIÓN INVERCO. 2007

Príncipe de Vergara, 43. 28001 Madrid

Teléfono: 91 431 47 35

Correo electrónico: [informacion@fundacioninverco.es](mailto:informacion@fundacioninverco.es)

<http://www.fundacioninverco.es>

Depósito Legal: M-29133-2007

**Diseño, maquetación e impresión:**

PRINT A PORTER, COMUNICACIÓN.

Salvador Alonso, 12. 28019 Madrid

IMPRENTA MODELO. Madrid

# **MEDIO SIGLO DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA**

La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) agrupa a más de 6.800 entidades (Fondos de Inversión, Sociedades de Inversión y Fondos de Pensiones), con un volumen de activos de 415.000 millones de euros y 17 millones de partícipes.

A nivel internacional, las *Instituciones de Inversión Colectiva* son el instrumento de ahorro más generalizado. Las cifras que se muestran a continuación así lo reflejan:

- El volumen de patrimonio de los Fondos y Sociedades de Inversión, en el ámbito de la Unión Europea, superaba en 2000 los 3,5 billones de euros, con más de 24.500 Instituciones. En 2006, el volumen se ha situado por encima de los 6 billones de euros, con más de 32.000 Fondos y Sociedades.
- A nivel mundial, el volumen de patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva, superó en 2006 los 16,8 billones de euros, con más de 61.000 Instituciones.

También a nivel internacional, los *Planes y Fondos de Pensiones* constituyen, en este momento, la fórmula más generalizada de prestaciones complementarias de pensiones, como lo reflejan las siguientes cifras:

- El volumen de activos de los Fondos de Pensiones, en el ámbito de la Unión Europea, superaba en 2000 los 2,5 billones de euros. En 2006 el volumen de activos de estas Instituciones alcanzó los 3,4 billones de euros.
- A nivel mundial, el volumen de patrimonio de los Fondos de Pensiones, superó en 2006 los 16,6 billones de euros.

La Asociación ha desarrollado una intensa labor desde su constitución para impulsar las Instituciones de Inversión Colectiva, así como los sistemas complementarios de pensiones y, especialmente, los Planes de Pensiones, tanto individuales como colectivos.

INVERCO forma parte de cinco Federaciones:

- La Federación Europea de Fondos y Gestión de Activos (“European Fund and Asset Management Association” - EFAMA), que está integrada por diecinueve Asociaciones nacionales de los países de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca y Suecia), más Liechestein, Noruega, Suiza y Turquía. En total veintitrés miembros. Adicionalmente, se han incorporado cuarenta y tres Entidades, en calidad de miembros corporativos.

- La Federación Europea de Fondos de Pensiones (“European Federation for Retirement Provision” - EFRP), que está integrada por dieciséis Asociaciones nacionales de países de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Polonia, Portugal, Reino Unido y Suecia), más Croacia, Guernsey, Islandia, Noruega y Suiza. En total veintiún miembros.
- La Federación Internacional de Administradoras de Pensiones - FIAP, que está integrada por las Asociaciones nacionales de Antillas Holandesas, Argentina, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Federación Rusa, Guatemala, Honduras, Kazajistán, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Polonia, República Dominicana, Ucrania, Uruguay y Venezuela. En total veinticinco países. Adicionalmente, se han incorporado ocho Entidades, en calidad de miembros corporativos.
- La Federación Iberoamericana de Fondos Mutuos, constituida en 2006, que está integrada por las Asociaciones nacionales de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Méjico, Perú y Venezuela. En total doce miembros.
- La Asociación Mundial de Pensiones (World Pension Association - WPA) que está integrada por los miembros de la European Federation for Retirement Provision (EFRP), los miembros de la Federación Internacional de Administradoras de Pensiones (FIAP), y las Asociaciones nacionales de Australia, Canadá, Estados Unidos, Hong Kong, Nigeria y Tailandia.

La Fundación INVERCO tiene como fines primordiales el desarrollo de la investigación, la formación, la creación de opinión y divulgación sobre sistemas de ahorro colectivo, previsión social y gestión patrimonial. Para el cumplimiento de estos fines, y a pesar de su reciente creación, ha realizado varias publicaciones, en particular “*La Fiscalidad del Ahorro en Europa*”, publicada en 2005 y que constituye una segunda edición, actualizada y ampliada, de la elaborada por INVERCO en el año 1997, y la titulada “*Sistemas de Pensiones: Experiencia española e internacional*”, también finalizada en 2005. Asimismo, ha realizado diversas colaboraciones, la más reciente con el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para la publicación del “*Estudio comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica*”, en el ejercicio 2006.

Con esta nueva publicación se persigue ofrecer un panorama de lo que ha sido la inversión colectiva en España, que arranca con la aparición de las primeras figuras en los años cincuenta, continúa con su expansión y consolidación como instrumento de inversión en las décadas siguientes, para finalizar con un análisis del momento actual, en el que el patrimonio de las IIC representa más del treinta por ciento del Producto Interior Bruto español, lo que sitúa a la industria española en el sexto lugar de Europa y el duodécimo del mundo por volumen de activos gestionados.

Por último, se realiza una reflexión sobre el futuro del sector, en una etapa de gran dinamismo, liderada por el lanzamiento de nuevas figuras, como las Instituciones de inversión libre o los Fondos cotizados, entre otras, o la flexibilización del régimen de inversiones a través de la recientemente aprobada Directiva 2007/16/CE, de 19 de marzo.

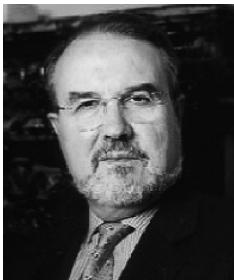
La elaboración de esta publicación ha sido posible gracias a la inestimable colaboración de los bufetes CUATRECASAS y GARRIGUES.

En los capítulos segundo y cuarto, bajo la dirección de Juan Manuel Moral Calvo y la coordinación de Jorge Díaz de Guereñu, los abogados de CUATRECASAS han aportado su visión sobre la contribución de la inversión colectiva al desarrollo de los mercados financieros y sus perspectivas, así como del régimen fiscal aplicable, tanto a las propias instituciones como a sus accionistas o partícipes. En particular, los autores han sido Rafael Mínguez Prieto, Ana Conejo Such, Ana María Mayo Rodríguez, Belén Varela Alvarellos, Gloria Hernández Aler, Gonzalo Oliete Benedito y José Manuel Ortiz de Juan.

Por su parte, los abogados de GARRIGUES, dirigidos por Fernando Vives Ruiz y coordinados por Luis de la Peña Fernández-Nespral, han redactado el capítulo tercero, en el que realizan un completo recorrido a lo largo de las distintas etapas experimentadas por la legislación de las Instituciones de Inversión Colectiva, con especial atención al régimen jurídico vigente en la actualidad. Los autores han sido Javier Ybáñez Rubio, Marta López-Brea Prous, Juan Ignacio González de Eugenio y María Dolores Malpica Cirujano.

La Fundación INVERCO les expresa su más sincero reconocimiento por su colaboración en esta publicación, así como al Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, D. Pedro Solbes Mira, por su presentación de la misma.

Esta obra incluye un CD que recoge la totalidad del texto, así como una recopilación de las distintas normas que, desde 1952, han regulado el régimen jurídico y fiscal de estas Instituciones.



## LA IMPORTANCIA ECONÓMICA DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

**Excelentísimo Sr. D. PEDRO SOLBES MIRA**

*Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro  
de Economía y Hacienda*

Las instituciones de inversión colectiva son una parte fundamental del sistema financiero español. A finales del año 2005, el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva y de los fondos de pensiones representaba cerca del 40% del PIB español y el 20% de los activos financieros de los hogares españoles. Por tanto, casi una quinta parte de la riqueza financiera de las familias es intermediada por las gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones.

Más allá de su importancia cuantitativa, la inversión colectiva tiene un papel cualitativo muy importante, al ser el principal vehículo de participación del inversor individual en los mercados de capitales. De esta forma, se dota de mayor profundidad y liquidez a los mercados, y se permite al pequeño ahorrador beneficiarse de las ventajas de la inversión en estos mercados; los inversores individuales obtienen así también los beneficios de una gestión de cartera profesionalizada, con unas posibilidades muy superiores de diversificación de su inversión.

La importancia del sector de inversión colectiva a nivel macroeconómico es muy apreciable, ya que da la medida de la eficacia de la inversión nacional y puede hacer más fluidos los circuitos ahorro-inversión del país. En efecto, la aptitud de los gestores de instituciones de inversión colectiva determina en una importante medida la eficiencia del país en la canalización del ahorro hacia las oportunidades de inversión socialmente más rentables. Por otra parte, la relevancia de este sector en el sistema financiero hace que su funcionamiento eficiente contribuya a dinamizar el ciclo ahorro-inversión.

Este último extremo es especialmente importante en España. Nuestro país se enfrenta a un importante problema de productividad, cuya solución requiere entre otras condiciones de un intenso flujo inversor. Esto a su vez hace necesario un sistema financiero eficiente, que encauce de forma adecuada el ahorro hacia la inversión, tanto en el segmento de intermediación bancaria como en el segmento desintermediado, relacionado con los mercados de capitales.

Es cierto que, en el actual contexto de globalización financiera, las consideraciones anteriores quedan en cierta medida matizadas: una parte importante del ahorro español fluye hacia el exterior, y paralelamente una parte sustancial de la inversión española es financiada con ahorro de otros países. Pero todavía subsiste un elemento importante de preferencia del inversor de cada país por los valores emitidos por empresas nacionales. Por tanto, la eficiencia del sector español de inversión colectiva mantiene su relevancia no sólo para ofrecer al ahorrador local acceso a las mejores oportunidades de inversión sino también para contribuir a que nuestro país siga capitalizándose a un ritmo adecuado.

Quiero destacar un último aspecto por su importancia social: el papel de la inversión colectiva ante el problema del envejecimiento de la población a medio y largo plazo. Parte de la respuesta de la sociedad ante este problema debe venir a través de un mayor ahorro individual a largo plazo, que permita a los futuros jubilados complementar su pensión pública con una pensión privada. La inversión colectiva tendrá en este punto un papel crucial, permitiendo que el ahorrador español interesado en invertir para su jubilación pueda hacerlo de forma fácil, en productos atractivos y a un coste reducido. Todo ello deberá complementarse desde la Administración con la intensificación de medidas de política económica que ya están en marcha, como los ajustes en el sistema de Seguridad Social, la reducción sostenida en los niveles de deuda pública y la elevación gradual de la tasa de ocupación.

El sector de inversión colectiva ha sido objeto de atención especial por parte del Gobierno, con una puesta al día de su marco normativo, siendo particularmente importante la aprobación del Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005). Esta norma ofrece al sector un marco operativo flexible, que multiplica las posibilidades de actuación de los agentes que en él operan, confiando simultáneamente en formas más sofisticadas de protección al inversor. Tiene una clara vocación de permanencia y debería ofrecer al sector una referencia estable en la que apoyar su expansión, tanto nacional como internacional, en los próximos años.

# ÍNDICE

## MEDIO SIGLO DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Lista de abreviaturas .....	19
<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>21</b>
1.1 Antecedentes históricos de la inversión colectiva .....	21
1.2 Las instituciones de inversión colectiva en España .....	27
1.2.1 Etapa fundacional: 1952 - 1964 .....	27
1.2.2 Etapa de consolidación: 1965 - 1975 .....	28
1.2.3 La travesía del desierto: 1976 - 1983 .....	29
1.2.4 Etapa de expansión: 1984 - 1999 .....	30
1.2.5 La crisis bursátil: 2000 - 2002 .....	33
1.2.6 Etapa de maduración: 2003 hasta el momento actual .....	33
<b>2. CONTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y PERSPECTIVAS .....</b>	<b>35</b>
2.1 Contribución de las IIC al desarrollo de los mercados financieros. Función económica y social .....	35
2.1.1 Introducción .....	35
2.1.2 Perspectiva histórica e incidencia regulatoria .....	37
2.1.3 Función económica y social de las IIC .....	45
2.1.4 Conclusiones .....	53
2.2 Perspectiva de las IIC .....	54
2.2.1 Libro Verde - Libro Blanco de la Comisión Europea .....	54
2.2.2 Trabajos de CESR en el ámbito de la inversión colectiva .....	57
2.2.2.1 El pasaporte europeo de producto .....	58
2.2.2.2 Los activos aptos .....	60
2.2.3 Interrelación entre la Directiva UCITS y la Directiva MIFID .....	61
2.2.3.1 Aplicación de la MIFID a los organismos de inversión colectiva .....	62

2.2.3.2	El impacto de la MIFID en la distribución de organismos de inversión colectiva . . . . .	63
2.2.4	Algunos retos de la inversión colectiva . . . . .	65
2.2.4.1	¿Es necesaria una regulación europea de los hedge funds? . . . . .	65
2.2.4.2	¿Debe tenderse a la armonización de los fondos inmobiliarios y de capital riesgo? . . . . .	68
2.2.4.3	Los ETF en España . . . . .	69
<b>3. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS IIC EN LA ACTUALIDAD</b>	.....	<b>71</b>
3.1	¿Qué son las IIC? . . . . .	74
3.2	Antecedentes en la regulación de las IIC . . . . .	79
3.2.1	Ley de 15 de julio de 1952 . . . . .	80
3.2.2	Ley de 26 diciembre de 1958 . . . . .	81
3.2.3	Decreto Ley de 30 de abril de 1964 . . . . .	82
3.2.4	Ley 46/1984 de 26 de diciembre . . . . .	83
3.2.5	Directiva 85/611/CEE . . . . .	86
3.3	La Ley 35/2003, de 4 noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva . . . . .	88
3.4	Forma jurídica de las IIC . . . . .	90
3.4.1	Fondos de inversión. Caracterización jurídica de estas instituciones . . . . .	91
3.4.2	Sociedades de inversión. Especialidades frente a las sociedades anónimas comunes . . . . .	93
3.4.3	Cuestiones comunes a los fondos y a las sociedades de inversión . . . . .	95
3.4.3.1	Condiciones de acceso y ejercicio de la actividad . . . . .	96
3.4.3.2	Comercialización de IIC. Comercialización transfronteriza: distribución y comercialización de IIC españolas en el extranjero y de IIC extranjeras en España . . . . .	99
3.4.3.3	Información, publicidad y comisiones . . . . .	103
3.4.3.4	Normas sobre inversiones. La aptitud de los activos y utilización de derivados. Valoración del patrimonio . . . . .	113
3.4.3.5	Disolución, liquidación, transformación, fusión, escisión y traspaso de participaciones y acciones . . . . .	122
3.5	Clases de IIC . . . . .	129
3.5.1	IIC de carácter financiero . . . . .	131
3.5.1.1	Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV) . . . . .	132
3.5.1.2	Fondos de inversión mobiliaria (FI) . . . . .	135
3.5.2	IIC de carácter no financiero . . . . .	136
3.5.2.1	IIC de carácter inmobiliario. . . . .	136

3.5.2.1.1	Delimitación del objeto . . . . .	137
3.5.2.1.2	Normas de inversión . . . . .	138
3.5.2.1.3	Prevención de los conflictos de interés . . . . .	138
3.5.2.1.4	Especialidades en materia de obligaciones frente a terceros . . . . .	139
3.5.2.1.5	Diversificación del riesgo . . . . .	140
3.5.2.1.6	Período transitorio . . . . .	140
3.5.2.1.7	Especialidades según la naturaleza jurídica . . . . .	140
3.5.2.2	Otras IIC no financieras . . . . .	143
3.5.3	Figuras especiales . . . . .	143
3.5.3.1	IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre . . . . .	144
3.5.3.1.1	Desarrollo normativo en España . . . . .	144
3.5.3.1.2	Regulación de las IIC de inversión libre . . . . .	144
3.5.3.1.3	Regulación de las IIC de IIC de inversión libre . . . . .	148
3.5.3.1.4	Requisitos específicos para las Sociedades Gestoras . . . . .	150
3.5.3.2	Fondos de inversión cotizados . . . . .	153
3.5.3.3	IIC por compartimentos, clases de participaciones y series de acciones . . . . .	155
3.5.3.4	Fondos garantizados . . . . .	157
3.5.3.5	IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión . . . . .	159
3.5.3.6	IIC cuya política de inversión consiste en replicar, reproducir o tomar como referencia un índice . . . . .	160
3.6	Sociedades Gestoras de IIC . . . . .	161
3.6.1	Introducción . . . . .	161
3.6.2	Régimen jurídico aplicable . . . . .	162
3.6.2.1	Reforzamiento de la protección de los inversores . . . . .	162
3.6.2.2	La transposición de la normativa comunitaria al Derecho español . . . . .	163
3.6.3	Definición y objeto social . . . . .	164
3.6.4	Requisitos de acceso a la actividad . . . . .	166
3.6.5	Constitución de la SGIIC . . . . .	168
3.6.6	Régimen de la autorización . . . . .	170
3.6.7	Obligaciones y responsabilidad de las SGIIC . . . . .	174
3.6.7.1	Obligaciones de las SGIIC . . . . .	174
3.6.7.2	Responsabilidad de las SGIIC . . . . .	175
3.6.7.3	Prohibiciones de las SGIIC . . . . .	176
3.6.8	Contabilidad de las SGIIC . . . . .	176
3.6.9	Participaciones significativas . . . . .	177
3.6.10	Delegación de la gestión . . . . .	177
3.6.10.1	Autorización de la CNMV y registro . . . . .	177
3.6.10.2	Delegación de funciones . . . . .	178
3.6.11	Actuación transfronteriza . . . . .	179

3.6.11.1	Sucursales de SGIIC . . . . .	179
3.6.11.2	Actuación en Estados Miembros de la Unión Europea de las SGIIC autorizadas en España . . . . .	180
3.6.11.3	Actuación en Estados no Miembros de la Unión Europea de las SGIIC autorizadas en España. . . . .	180
3.6.11.4	Actuación en España de SGIIC autorizadas en otros Estados Miembros de la Unión Europea . . . . .	181
3.6.11.5	Sociedades gestoras no comunitarias . . . . .	181
3.7	Depositario . . . . .	182
3.7.1	Concepto . . . . .	182
3.7.2	Acceso de la condición de depositario de IIC . . . . .	182
3.7.3	Obligaciones . . . . .	183
3.7.4	Sustitución . . . . .	185
3.7.5	Responsabilidad . . . . .	185
3.7.6	Suspensión . . . . .	186
3.8	Normas de conducta, supervisión e inspección . . . . .	186
3.8.1	Normas de conducta . . . . .	186
3.8.1.1	Reglamento Interno de Conducta y normas de conducta . . . . .	186
3.8.1.2	Operaciones en régimen de mercado . . . . .	187
3.8.1.3	Normas específicas para evitar conflictos de interés entre IIC gestionadas . . . . .	188
3.8.1.4	Operaciones vinculadas . . . . .	188
3.8.1.5	Separación Gestora - Depositario . . . . .	190
3.8.1.6	Abuso de mercado . . . . .	192
3.8.2	Supervisión e inspección . . . . .	192
3.8.3	Intervención y sustitución . . . . .	193
3.8.3.1	Causas de intervención y sustitución . . . . .	193
3.8.3.2	Petición y adopción de los acuerdos de intervención o sustitución. . . . .	194
3.8.3.3	Efectos de la intervención. . . . .	195
3.8.3.4	Efectos de la sustitución . . . . .	195
3.8.3.5	Intervención pública en la disolución de una sociedad de inversión, de una sociedad gestora o de una entidad depositaria . . . . .	195
3.9	Los mercados de valores y las IIC . . . . .	196
3.9.1	Introducción . . . . .	196
3.9.2	Valor liquidativo de los fondos de inversión . . . . .	197
3.9.3	Fondos de inversión cotizados . . . . .	199
3.9.4	El Mercado Alternativo Bursátil . . . . .	200
3.10	Régimen sancionador . . . . .	206

3.10.1 Aspectos generales . . . . .	206
3.10.2 Responsabilidad y ejercicio de la potestad sancionadora . . . . .	206
3.10.3 Infracciones . . . . .	207
3.10.4 Sanciones . . . . .	212
3.10.5 Órganos competentes . . . . .	215
3.10.6 Normas de procedimiento y ejecutividad . . . . .	215
3.11 Normativa contable sectorial. Especialidades en la materia . . . . .	217
3.12 Principales diferencias con figuras afines . . . . .	223
3.12.1 Fondos de pensiones . . . . .	223
3.12.2 Entidades de capital riesgo . . . . .	224
3.12.2.1 Sociedades de capital riesgo . . . . .	225
3.12.2.2 Fondos de capital riesgo . . . . .	226
3.12.3 Fondos de titulización . . . . .	227
3.12.4 Otros . . . . .	228
3.12.4.1 Unit linked . . . . .	228
3.12.4.2 Sociedades de cartera o patrimoniales . . . . .	229
3.13 Derecho comparado y aproximación a la normativa en materia de hedge funds . . . . .	229
3.13.1 Antecedentes . . . . .	229
3.13.2 Aproximación al concepto . . . . .	230
3.13.3 Características fundamentales . . . . .	231
3.13.4 Regulación en España . . . . .	237
<b>4. RÉGIMEN FISCAL DE LAS IIC EN LA ACTUALIDAD . . . . .</b>	<b>239</b>
4.1 Antecedentes y evolución del régimen fiscal de las IIC desde 1952 hasta 2006 . . . . .	242
4.2 Régimen fiscal de las IIC . . . . .	253
4.2.1 Impuesto sobre Sociedades (IS) . . . . .	253
4.2.1.1 Consideración de las IIC como sujetos pasivos del IS. . . . .	253
4.2.1.2 Régimen general versus régimen especial de tributación . .	254
4.2.1.3 Base imponible y tipo de gravamen . . . . .	254
4.2.1.4 IIC a las que resulta aplicable el régimen especial de tributación en el IS . . . . .	258
4.2.1.4.1 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV) y fondos de inversión de carácter financiero . . . . .	258
4.2.1.4.2 IIC de naturaleza inmobiliaria . . . . .	258
4.2.1.4.3 Medidas para evitar la doble imposición, deducciones en la cuota y pagos a cuenta . . . . .	261
4.2.1.5 Consideraciones acerca del régimen especial de tributación de las IIC . . . . .	262

4.2.1.5.1	Significado y clasificación de los regímenes tributarios especiales en el IS. Régimen especial de tributación de las IIC . . . . .	262
4.2.1.5.2	Justificación del régimen tributario especial de las IIC.	
	Espíritu y finalidad del régimen . . . . .	266
4.2.1.5.3	Efectos tributarios del reconocimiento administrativo de las IIC. . . . .	272
4.2.1.5.4	Consecuencias derivadas de la pérdida del régimen tributario especial de las IIC . . . . .	273
4.2.1.6	Las IIC por compartimientos . . . . .	275
4.2.2	Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) . . . . .	277
4.2.2.1	Consideración de las IIC como sujetos pasivos del IVA . . . . .	277
4.2.2.1.1	IIC de naturaleza financiera . . . . .	278
4.2.2.1.2	IIC de naturaleza inmobiliaria . . . . .	280
4.2.2.2	Servicios de gestión y depósito de IIC. . . . .	280
4.2.2.2.1	Servicios de gestión . . . . .	281
4.2.2.2.2	Servicios de depósito . . . . .	282
4.2.2.3	Servicios de mediación en la comercialización de IIC . . . . .	282
4.2.3	Impuesto sobre Actividades Económicas (IAE) . . . . .	284
4.3	Régimen fiscal de las rentas obtenidas por los socios o partícipes de las IIC . . . . .	285
4.3.1	Introducción y ámbito de aplicación de la normativa . . . . .	285
4.3.2	Impuesto sobre Sociedades e Impuesto sobre la Renta de No Residentes con establecimiento permanente . . . . .	287
4.3.2.1	Integración de rentas en la base imponible . . . . .	287
4.3.2.2	IIC reguladas en la LIIC y en la Directiva 85/611/CEE . . . . .	288
4.3.2.3	IIC constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales . . . . .	289
4.3.2.4	IIC no reguladas en la LIIC ni en la Directiva 85/611/CEE no constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales . . . . .	291
4.3.2.5	Exclusión del derecho a la deducción por doble imposición . . . . .	292
4.3.2.6	Consideraciones acerca de las IIC como elementos patrimoniales susceptibles de incorporarse al ámbito de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios . . . . .	292
4.3.3	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) . . . . .	297
4.3.3.1	Introducción . . . . .	297
4.3.3.2	Tratamiento fiscal de las rentas procedentes de la transmisión y el reembolso de acciones o participaciones de IIC . . . . .	297
4.3.3.3	Imputación temporal de las ganancias y pérdidas patrimoniales derivadas de acciones y participaciones en IIC . . . . .	303

4.3.3.4 Régimen de diferimiento de la ganancia patrimonial derivada del traspaso de la inversión entre IIC . . . . .	304
4.3.3.4.1 Aspectos generales y justificación. . . . .	304
4.3.3.4.2 Condiciones de aplicación . . . . .	305
4.3.3.4.3 Procedimiento de traspasos. El protocolo de INVERCO . . . . .	305
4.3.3.4.4 Efectos prácticos de los traspasos . . . . .	307
4.3.3.5 La distribución de resultados por parte de las IIC . . . . .	310
4.3.3.6 Deducción por rentas obtenidas en Ceuta y Melilla . . . . .	311
4.3.3.7 Usufructo de acciones o participaciones de IIC . . . . .	315
4.3.3.8 Régimen fiscal de las aportaciones de bienes inmuebles a las sociedades y fondos de naturaleza inmobiliaria . . . . .	317
4.3.3.9 Algunas particularidades de las operaciones de reestructuración empresarial respecto de IIC . . . . .	319
4.3.3.10 IIC garantizadas . . . . .	321
4.3.3.10.1 IIC con garantía «externa» . . . . .	322
4.3.3.10.2 IIC con garantía «interna» . . . . .	322
4.3.3.10.3 Tributación de las rentas derivadas de la aplicación de la garantía «externa» . . . . .	323
4.3.3.10.4 Tributación de las rentas derivadas de la aplicación de la garantía «interna» . . . . .	325
4.3.3.11 IIC denominadas en divisa . . . . .	325
4.3.3.12 Tributación de los socios o partícipes de IIC constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales . . . . .	330
4.3.3.13 Los fondos de inversión cotizados. . . . .	336
4.3.4 Problemática fiscal de las IIC extranjeras. Especial referencia a las IICno expresamente reguladas en la Ley del IRPF y a la aplicación de la transparencia fiscal internacional . . . . .	338
4.3.4.1 IIC no expresamente reguladas en la Ley del IRPF . . . . .	338
4.3.4.2 Las IIC y el régimen de transparencia fiscal internacional . . . . .	343
4.4 Pagos a cuenta . . . . .	345
4.4.1 Rentas sujetas a retención a cuenta . . . . .	345
4.4.2 Rentas no sujetas a retención en IRPF . . . . .	348
4.4.3 Rentas no sujetas a retención en IS . . . . .	349
4.4.4 Nacimiento de la obligación de retención a cuenta. Base y tipo de retención . . . . .	351
4.4.5 Sujetos obligados a retener . . . . .	352
4.4.6 Problemática específica de las inversiones en IIC extranjeras mediante “cuentas ómnibus” . . . . .	354
4.4.7 Retención a cuenta en reembolsos de IIC de inversión libre y de IIC de IIC de inversión libre . . . . .	354

---

4.5 Impuesto sobre la Renta de no Residentes y la Directiva del Ahorro . . . . .	356
4.5.1 Régimen fiscal de las inversiones en IIC de naturaleza financiera . . . . .	357
4.5.2 Régimen fiscal de las inversiones en IIC de naturaleza inmobiliaria . . . . .	358
4.5.3 Pagos a cuenta y obligaciones formales . . . . .	359
4.5.4 Aplicación de la Directiva del Ahorro a las IIC . . . . .	362
4.5.4.1 Rentas sujetas a información . . . . .	363
4.5.4.2 Régimen general: intercambio de información . . . . .	364
4.6 Impuesto sobre el Patrimonio (IP) . . . . .	366
4.7 Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD) . . . . .	368
4.7.1 Modalidad de Operaciones Societarias . . . . .	369
4.7.1.1 Constitución y aumento de capital . . . . .	369
4.7.1.2 Fusión y escisión de las IIC reguladas en la LIIC . . . . .	370
4.7.1.3 Aportaciones no dinerarias a las IIC . . . . .	371
4.7.1.4 Otras operaciones . . . . .	371
4.7.2 Modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas . . . . .	373
4.7.2.1 Transmisiones de acciones o participaciones de IIC . . . . .	373
4.7.2.2 Reembolsos de participaciones de fondos de inversión . . . . .	375
4.7.2.3 Tributación de las transmisiones de los elementos patrimoniales que integran el activo de las IIC . . . . .	375
4.7.3 Modalidad de Actos Jurídicos Documentados . . . . .	376
4.8 Análisis comparado de la tributación de las IIC . . . . .	377
4.8.1 Irlanda . . . . .	377
4.8.2 Luxemburgo . . . . .	378
4.8.3 Alemania . . . . .	378
4.8.4 Francia . . . . .	379
4.8.5 Italia . . . . .	379
4.8.6 Reino Unido . . . . .	381
<b>5. ANEXOS</b>	
5.1 Anexos estadísticos . . . . .	383
5.2 Anexos legislativos . . . . .	405
<b>BIBLIOGRAFÍA . . . . .</b>	<b>429</b>

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

<b>CEE</b>	Comunidad Económica Europea
<b>CESR</b>	Committee of European Securities Regulators
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>DGT</b>	Dirección General de Tributos
<b>ECR</b>	Entidad de Capital Riesgo
<b>ED</b>	Entidad Depositaria
<b>FCR</b>	Fondo de Capital Riesgo
<b>FI</b>	Fondo de Inversión
<b>FIAMM</b>	Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario
<b>FII</b>	Fondo de Inversión Inmobiliaria
<b>FIM</b>	Fondo de Inversión Mobiliaria
<b>FOGAIN</b>	Fondo de Garantía de Inversiones
<b>IAE</b>	Impuesto de Actividades Económicas
<b>IIC</b>	Instituciones de Inversión Colectiva
<b>IICICIL</b>	Institución de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre
<b>IICIL</b>	Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre
<b>IOSCO</b>	International Organization of Securities Commissions
<b>IP</b>	Impuesto sobre el Patrimonio
<b>IRNR</b>	Impuesto sobre la Renta de No Residentes

<b>IRPF</b>	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
<b>IS</b>	Impuesto sobre Sociedades
<b>ITP y AJD</b>	Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
<b>IVA</b>	Impuesto sobre el Valor Añadido
<b>LIIC</b>	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
<b>LMV</b>	Ley del Mercado de Valores
<b>LSA</b>	Ley de Sociedades Anónimas
<b>MIFID</b>	Directiva de Mercados de instrumentos financieros
<b>OCDE</b>	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
<b>OICVM</b>	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios
<b>OTC</b>	<i>Over the counter</i>
<b>RIIC</b>	Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva
<b>SCR</b>	Sociedad de Capital Riesgo
<b>SEC</b>	Securities Exchange Commission
<b>SG</b>	Sociedad Gestora
<b>SGIIC</b>	Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva
<b>SI</b>	Sociedad de Inversión
<b>SICAV</b>	Sociedad de Inversión de Capital Variable
<b>SII</b>	Sociedad de Inversión Inmobiliaria
<b>SIM</b>	Sociedad de Inversión Mobiliaria
<b>SIMCAV</b>	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
<b>UCITS</b>	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
<b>UE</b>	Unión Europea

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA INVERSIÓN COLECTIVA<sup>1</sup>

La determinación de los orígenes de las instituciones de inversión colectiva no resulta fácil. La idea de aunar los fondos de varios ahorradores y ponerlos en manos de gestores especializados no es nueva. A finales de la Edad Media, cuando existían prohibiciones sobre la usura en el crédito, algunos comerciantes banqueros organizaban inversiones directas de capital, como el caso de los banqueros de Ausborg. En el siglo XVII, los *Administratie Kantooren* de Holanda actuaban como intermediarios entre las sociedades mercantiles que emitían títulos y los suscriptores potenciales. En el siglo siguiente aparecían los *Parish Trust* en las parroquias de Escocia con el fin de recaudar los ahorros de sus feligreses y colocarlos en inversiones ventajosas.

También se suelen citar algunos casos en la primera mitad del siglo XIX, como por ejemplo la *Société Générale des Pays Bas pour Favoriser l'Industrie National* en 1822 o la *Société des Actions Réunies*, creada por el Banco de Bélgica, una vez que este país obtuvo la independencia. Asimismo se recurre a la compañía suiza *OMNIUM*, establecida en 1849, e incluso se alude al *Credit Mobilier* francés de los hermanos Pereire, fundado tres años después. No obstante, la mayoría de estas entidades del siglo XIX son consideradas más como bancos de negocios o sociedades de crédito que como instituciones de inversión colectiva.

En lo que sí coinciden la mayoría de los estudios sobre esta cuestión es en señalar a los *investment trust* británicos, establecidos en el decenio de 1860, como las primeras instituciones de inversión colectiva asimilables a las que se conocen en la actualidad<sup>2</sup>. Se trata de las siguientes compañías por acciones: *International Financial Society* (1862), *Financial Association* (1862) y *Financial and Colonial Government Trust* (1868)<sup>3</sup>. Además, el hombre de negocios escocés Robert Fleming

<sup>1</sup>Este apartado ha sido extraído de la obra de Fernando García Carnero, “Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”, publicada por la Asociación Española de Historia Económica (2003), y que a su vez sintetiza los trabajos de I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaqué (1970) y J.M. Prats Esteve (1971).

<sup>2</sup>Además de los autores citados en la nota 3, también coinciden en la misma apreciación J.T. Grayson (1928), H. Bullock (1959), J.C. Faffa (1963), M.J. Castro Corbat (1965), C.O.H. Marriman y D.D. Rugg (1986).

<sup>3</sup>Ésta fue la más importante de todas ellas, con una cartera de valores que ascendía a un millón de libras, compuesta por diecisiete emisiones de deuda pública de diferentes gobiernos. Cada participación se vendía a 85 libras asegurando una rentabilidad del 7 por ciento. J. Casado y L. Martínez (1992).

es considerado como el gran impulsor de este tipo de entidades financieras. El primero de sus proyectos que vio la luz fue *Scottish-American Investment Trust* (1873), creando otras cincuenta sociedades de inversión hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial, con un capital acumulado de 115 millones de libras esterlinas<sup>4</sup>.

### a) Los *investment trust* hasta el «Crack de 1929»

En el Reino Unido, las instituciones de inversión colectiva conocieron un notable auge en el último cuarto del siglo XIX. En 1875 existían dieciocho y quince años más tarde ya eran un centenar<sup>5</sup>. No obstante, esta febril expansión experimentó un frenazo en la primera mitad de los noventa, pues una serie de hechos adversos, como la quiebra de la casa de banca Baring o la revolución de Argentina, provocó la desaparición de muchas de las instituciones de inversión colectiva británicas, sobre todo aquéllas de más reciente creación, que contaban con una cartera de valores aún exigua, lo que mermaba su margen de maniobra para hacer frente a la crisis.

Tras superar este bache, y fruto de la fortaleza que mostraron los *investment trusts* más antiguos, volvieron a recuperar la confianza del público, siguiendo desde ese momento una nueva senda expansiva hasta el crack bursátil de 1929. Si en 1900 existían unas sesenta compañías de este tipo, su número se había casi cuadruplicado tres décadas más tarde. Sólo se puede hablar de una ligera interrupción en esta tendencia durante la Primera Guerra Mundial, en que unas pocas entidades tuvieron dificultades para continuar, si bien la mayoría de ellas desempeñaron un papel destacado en la colocación de los bonos de guerra.

El inicio de la inversión colectiva en Estados Unidos se suele situar en 1893, con la creación de *Boston Personal Property Trust*, que en sus orígenes se centró en las inversiones inmobiliarias, si bien luego amplió su campo de acción hacia los valores.

Otro antecedente lo constituyó la sociedad *Railway and Light Securities Company*, creada en 1904, que contaba con una cartera compuesta en exclusiva por títulos de empresas de servicios públicos. Sin embargo, las iniciativas de esta índole tardarían en difundirse a pesar de contar con el apoyo incondicional del Gobierno. Así, durante la «Gran Guerra» y su inmediata posguerra, se intentó desarrollar un sistema por el cual un *investment trust* se convertiría en intermediario entre los acreedores estadounidenses y los deudores europeos. Así, los *trust* norteamericanos pagarían al contado a los exportadores de su país y a cambio recibirían títulos a largo plazo emitidos por los compradores europeos. Para darle solidez a esta idea se promulgó la *Edge Act* en 1919, que extendió este modelo a todos los países extranjeros, pero el experimento no tuvo mucho éxito.

---

<sup>4</sup> La actuación de este impulsor de los primeros *investment trust* escoceses ha sido estudiada en profundidad por J.C. Gilbert (1939) y G. Glasgow (1932).

<sup>5</sup> La evolución de las instituciones de inversión colectiva en Gran Bretaña durante este período cuenta con estudios monográficos como los de G. Glasgow (1930 y 1932).

Hubo que esperar a mediados de los años veinte para que comenzasen a proliferar este tipo de Instituciones en Estados Unidos, al amparo de la euforia bursátil e inmobiliaria que se vivió en el país<sup>6</sup>. Si en 1920 eran cuarenta sociedades de inversión, en 1926 había ciento sesenta y en 1929, antes del «jueves negro», setecientas.

Asimismo, sus capitales se multiplicaban por siete en el último intervalo temporal, alcanzando unos 7.000 millones de dólares. Finalmente, se debe destacar una clara diferencia entre el desarrollo de estas instituciones en Gran Bretaña y Estados Unidos, ya que las británicas mostraron siempre su preferencia por los valores extranjeros, que antes de la Segunda Guerra Mundial suponían dos terceras partes del conjunto de sus carteras de títulos, mientras que en las norteamericanas eran mayoritarios los nacionales.

El escaso desarrollo de las distintas modalidades de inversión colectiva en Francia, así como su inexistencia en Alemania, Bélgica o Italia hasta después de la Segunda Guerra Mundial, se explica habitualmente por la doble imposición que recaía sobre estas entidades. Por ejemplo, las instituciones francesas debían abonar un gravamen del 37,4 por ciento sobre los beneficios obtenidos si los valores de su cartera eran nacionales, o un 40 por ciento si eran extranjeros, y además debían tributar al 15 por ciento por la venta de los títulos. Otra causa que se suele argumentar es el conservadurismo del inversor galo, que prefería la seguridad de los títulos de deuda pública al riesgo de los valores de las empresas privadas.

Fuera de Europa se pueden encontrar otros ejemplos de antecedentes de las instituciones de inversión colectiva, surgidos con anterioridad a la crisis de los años treinta. En Japón se establecieron las *Shitakukaishas* en 1922, si bien su evolución posterior no fue al parecer muy halagüeña<sup>7</sup>. En Australia, también se conoce la existencia de algunas entidades financieras de esta clase desde 1928.

La crisis bursátil de Nueva York en octubre de 1929 marcó una nueva fase en la evolución histórica de las instituciones de inversión colectiva. De hecho, algunos autores acusan a estas compañías de ser las causantes del estallido de la burbuja especulativa de *Wall Street* al acelerar el crecimiento de las cotizaciones en su pugna por ganar adeptos<sup>8</sup>. El resultado fue muy negativo, ya que tres años más tarde las compañías de inversión supervivientes sólo sumaban 2.000 millones de dólares de capital. Además, desanimó los intentos por fomentar su desarrollo en otros países, valga el ejemplo de Francia, donde las cinco existentes antes del *crack* desaparecieron durante la década siguiente, y un proyecto legislativo de 1930 para impulsarlas quedó en suspenso.

Una mejor situación presentó Gran Bretaña, que supo capear el temporal sin sufrir un descalabro tan severo. A ello contribuyeron las sociedades de inversión, que

<sup>6</sup>Sobre los orígenes y primeros pasos de las instituciones de inversión colectiva en Estados Unidos, véase H. Bullock (1959).

<sup>7</sup>No obstante, la traducción es muy elocuente, tal y como señala J.M. Prats Esteve (1971), pues *shin* significa creer, *taku* equivale a confiar y *kaisha* corresponde a sociedad.

<sup>8</sup>J.K. Galbraith (1991: 88-99), C. Lee, A. Shleifer y R. Thaler (1990 y 1991) y J.B. De Long y A. Schleifer (1991).

con su implicación directa evitaron que la caída de *Wall Street* se trasladase en las misma proporción a la bolsa de la *City* londinense. De nuevo, el protagonismo debe concederse a los *trust* con mayor tradición, ya que de los ciento tres existentes a comienzos de la década de los años treinta, fundados con posterioridad a 1918, la mitad suspendieron el pago de dividendos; mientras que de los noventa y cuatro creados antes del citado año, sólo siete pasaron por análogas circunstancias. Incluso se pueden destacar tres casos en los que la inversión colectiva iba a conocer un destacado impulso en estas fechas. El primero de ellos es el de Luxemburgo, donde una Ley de 1929 que mejoraba el tratamiento fiscal de los *holding* hizo proliferar esta entidades, copiando a los *investment trust* británicos. Asimismo, en Sudáfrica la inversión colectiva comenzó a dar sus primeros pasos a partir de 1934, siguiendo también el modelo inglés. Pero, sin lugar a dudas, el ejemplo más sobresaliente es el de Suiza, donde *Société Internationale de Placements* (1930) fue la precursora de la fuerte expansión posterior de las sociedades y fondos de inversión, que en gran medida se debió a que este país, dada su larga tradición financiera, se convirtió en un importante refugio para los capitales procedentes del resto del mundo<sup>9</sup>.

### b) El boom de la inversión colectiva después de la II Guerra Mundial

Las nefastas consecuencias de la crisis de los años treinta para el sistema financiero internacional, sobre todo para los ahorradores particulares, llevó a numerosos países a adoptar, entre otras medidas, una regulación específica para las instituciones de inversión colectiva con el objeto de preservar los intereses de los partícipes en las mismas. A modo de ejemplo se pueden citar la *Prevention of Fraud Act* (1939) y la *Companies Act* (1947) en Gran Bretaña, así como, la *Security Act* (1933), la *Security Exchange Act* (1934), la *Investment Company Act* (1940) y la *Revenue Act* (1942) en Estados Unidos. Estas actuaciones, unidas a la fuerte expansión económica de la posguerra, facilitaron la recuperación de la confianza de los inversores y, por tanto, el relanzamiento de la inversión colectiva en estos dos países, al tiempo que también contribuyeron de manera decisiva a su difusión en otros países (cfr. Cuadro 1).

En este grupo se encontrarían Alemania, Japón y Bélgica, así como Francia, en la que se asiste al resurgir de las sociedades de inversión a partir de 1945. En Alemania aparecieron los primeros fondos de inversión en 1950, *Fondra* y *Fondak*, tras eliminar los obstáculos fiscales. En Bélgica, la primera entidad de inversión colectiva apareció en 1946 bajo la denominación de *Belgische Maatschappij voor Beleggingsbeheer* (BEMAB), que gestionaba tres fondos de inversión. En Japón, la promulgación en 1951 de la *Securities Investment Trust Act* dio origen a la formación de numerosas entidades de este tipo. También se debe reseñar aquí la aparición del primer fondo de inversión de la entonces recién creada Comunidad Económica Europea, Eurunion (1959), domiciliado en Luxemburgo. Una notable

---

<sup>9</sup>Para conocer la historia de los fondos de inversión en Suiza resulta de obligada consulta el trabajo de L.M. Servien, (1962).

excepción de esta tendencia sería Italia, que hasta 1969 aún no disponía de una legislación que favoreciera la implantación de esta modalidad de inversión institucional, si bien contaba con una entidad de inversión colectiva desde 1952, *Invest*, aunque su importancia era reducida.

**Cuadro 1**

**CAPITAL (1) Y PARTICIPACIONES (2) DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ALGUNOS PAÍSES**

(medias quinquenales en millones de dólares de 2001)

	ESTADOS UNIDOS	GRAN BRETAÑA	SUIZA	FRANCIA	JAPÓN	ALEMANIA	BÉLGICA
1940-44	16.534	—	—	—	—	—	—
1945-49	22.746	29.801	378	—	—	—	—
1950-54	38.691	n.d.	911	147	970	4	—
1955-59	125.797	28.722	1.977	521	1.157	648	293
1960-64	148.280	17.324	4.568	1.373	14.604	2.238	558
1965-69	243.377	22.825	4.399	1.958	10.373	3.345	420

Nota: (1) Capital desembolsado de las sociedades de inversión mobiliaria y (2) saldo de la cuenta de participes de los fondos de inversión.

Fuente: I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) y J.M. Prats Esteve (1971), B.R. Mitchell (1992, 1993 y 1995) y Boletín Estadístico del Banco de España.

En el caso de Francia, fue el Gobierno quien impulsó la recuperación de las entidades de inversión colectiva. El Estado se había hecho con una considerable cartera de valores privados como consecuencia del Impuesto de Solidaridad Nacional de 1945, que las sociedades mercantiles podían satisfacer mediante la entrega de acciones y/o participaciones. Para las autoridades no era atractivo quedarse con esa enorme cartera de valores y esperar el cobro de dividendos, pero tampoco podían colocarlas en el mercado sin ocasionar un desplome de las cotizaciones. Ante esta circunstancia, se establecieron una serie de medidas para disminuir la presión fiscal sobre las instituciones de inversión colectiva con la finalidad de deshacerse de esos títulos de forma no traumática.

Con posteridad, la evolución de las instituciones de inversión colectiva fue en paralelo a la situación de los mercados de valores. Así, en el caso de Estados Unidos, tras el auge de los años cincuenta y sesenta, que llevó el patrimonio de los fondos de inversión hasta los 230.000 millones de dólares de 2001 en 1970, se produjo un estancamiento durante la crisis económica internacional del decenio siguiente, que también tuvo su reflejo en los mercados financieros. Una vez superado este *impasse*, se produjo la verdadera eclosión de esta modalidad de inversión colectiva, que se extiende hasta la actualidad. Así, durante la década de los noventa, el patrimonio de los fondos de inversión estadounidenses era algo superior al de los existentes en el resto del mundo juntos (*cfr.* Cuadro 2).

Esta tendencia alcista ha tenido también su reflejo en otros países, en los que se puede apreciar la enorme euforia que han vivido los fondos de inversión desde finales de los años ochenta. No obstante, resulta destacado el comportamiento de Francia y Alemania que, tras unos comienzos balbuceantes después de la Segunda Guerra Mundial, han logrado consolidar este sector dentro de sus respectivos sistemas financieros. Más espectacular si cabe es el caso de Italia que, a pesar del retraso en el desarrollo de las entidades de inversión colectiva, ocupa en la actualidad un lugar destacado. Por el contrario, los pioneros europeos en esta faceta del mercado financiero, Gran Bretaña y Suiza, parecen haberse estancado, perdiendo la posición de privilegio que ostentaban en el pasado. Además de Europa y Estados Unidos, la inversión colectiva en Japón ha experimentado un fuerte crecimiento siguiendo la senda expansiva de su economía, si bien desde finales del siglo XX se observa un estancamiento, fruto de la delicada situación por la que atraviesa la economía japonesa, en particular, y las del sudeste asiático, en general.

## Cuadro 2

PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN UNA SELECCIÓN DE PAÍSES							
	ESTADOS UNIDOS	GRAN BRETAÑA	SUIZA	FRANCIA	ITALIA	ALEMANIA	JAPÓN
1988-1990	1.051.492	104.454	n.d.	230.311	57.881	74.915	345.733
1991-1995	2.488.127	153.042	33.045	542.851	80.015	108.859	408.594
1996-2000	5.947	320.156	69.443	643.440	366.542	201.541	401.123

*Nota: El patrimonio de los fondos de inversión es la suma de la cartera de títulos a su valor efectivo y de las cuentas de tesorería.*

*Fuente: V. García-Vaquero (1992), B.R. Mitchell (1992, 1993 y 1995), Investment Company Institute (1997 y 2002) y Boletín Estadístico del Banco de España.*

En los Anexos de esta publicación figuran los datos actualizados de las instituciones de inversión colectiva a nivel mundial.

Como se observa en ellos, a finales de 2006, el volumen total de activos de estas instituciones era de 16,8 billones de euros, su número superaba los 60.000 y sus accionistas y partícipes se estimaban en más de 500 millones.

El crecimiento previsto para el futuro es del 10% anual acumulativo, lo que supone duplicar el volumen de activos cada siete años.

Las instituciones de inversión colectiva son propietarias de más de un tercio de las acciones de las empresas cotizadas a nivel mundial y aportan el 50% del volumen de negociación de las Bolsas.

Su función económica y social es, por tanto, altamente relevante y han contribuido considerablemente a la institucionalización de la inversión, a su gestión profesional y a la transparencia y eficiencia de los mercados.

## 1.2 LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Aunque algunos autores<sup>10</sup> sostienen la existencia de instituciones de inversión colectiva con anterioridad a la Ley de 1952, es en esta Ley en la que el legislador, por primera vez y de forma expresa, enumera los fundamentos, todavía hoy vigentes, que justifican la necesidad de un régimen jurídico específico para estas figuras. Así, señala su exposición de motivos que *“persuadido el Gobierno de la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional, canalizándolo hacia aquellas inversiones mobiliarias que la industrialización del país demanda, no puede desconocer que un considerable sector de dicho ahorro, subdividido en millares de economías individuales, dispersas por todo el área nacional y alejadas muchas veces de los grandes centros de contratación de capitales, carece del conocimiento y de la información necesaria para saber dónde y cómo situarse de modo conveniente. Sin garantía de seguridad, de rápida realización y de rentabilidad, el mediano y pequeño ahorro vacilará y quedará en definitiva ausente de la necesaria cooperación a los fines enunciados. De aquí que las llamadas Sociedades de Inversión o de Cartera, que, ajenas a todo cometido industrial directo, se limitan a ofrecer a sus accionistas un conjunto de participaciones simultáneas en valores mobiliarios de naturaleza diversa, dentro de una escrupulosa selección, compensando así riesgos y beneficios, se ofrezcan como un dispositivo financiero apto para la colocación de ese ahorro disperso y desorientado.”*

De la lectura de dicha exposición de motivos se desprende que el régimen jurídico de las IIC, descansaba ya en la Ley de 1952, y descansa ahora, en los dos mismos pilares: la eficiencia en la asignación del ahorro, de una parte, y la protección de los inversores, de otra, mediante la adecuada compensación entre riesgo y beneficio y el suministro a los inversores de la información necesaria.

No obstante, desde la promulgación de esta primera Ley de 1952 hasta nuestros días, pueden identificarse distintas etapas, marcadas, en unos casos, por modificaciones legislativas, y en otros, por la situación de los mercados financieros, cuyo análisis se realiza a continuación.

### 1.2.1 Etapa fundacional: 1952 - 1964

Esta etapa arranca con la aprobación de la Ley de 15 de julio de 1952, que sólo contemplaba las sociedades de inversión en su modalidad de capital fijo. No obstante, la eficacia práctica de esta Ley fue muy limitada, tal vez porque el régimen jurídico por ella establecido resultó demasiado estricto en sus exigencias formales y excesivamente restrictivo en cuanto al régimen de inversiones.

Con la finalidad de subsanar estas deficiencias, y siempre con la vista puesta en convertir estos vehículos en *“un factor económico de indudable eficacia para la expansión económica nacional”*<sup>11</sup>, esta norma fue derogada por la Ley de 26 de

<sup>10</sup> Entre otros, GARCÍA RUIZ, J.L.: “Otras instituciones de crédito” en MARTÍN ACEÑA, P. y TITOS MARTÍNEZ, M.: *“El sistema financiero en España. Una síntesis histórica”*. Publicado por la Universidad de Granada, 1999.

<sup>11</sup> Exposición de motivos de la Ley de 26 de diciembre de 1958.

diciembre de 1958, que, conservando en lo esencial el régimen anterior, flexibilizó el régimen de inversiones, permitiendo la inversión en valores no cotizados (hasta un 30% del capital de la sociedad) o ampliando el límite máximo en valores de una misma empresa (del 10% al 25% del activo social), y suavizó el régimen de publicidad del balance semestral, mediante la sustitución de su anterior publicación obligatoria por una puesta a disposición de los accionistas en el domicilio social.

Esta norma fue completada a través del Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, de sociedades de inversión mobiliaria, cuya principal novedad consistía en la introducción en el ordenamiento español de las instituciones abiertas, tanto en forma de sociedad de capital variable como de fondos de inversión<sup>12</sup>. Asimismo, se regulaba por vez primera la figura de la Sociedad Gestora, encargada de la administración y representación del patrimonio, y de la Entidad Depositaria, responsable de la custodia de los valores integrantes del mismo. En cuanto a las sociedades de capital variable, se exigía para su funcionamiento la concurrencia de un representante del Estado, designado por el Ministerio de Hacienda, cuya función consistía en vigilar las operaciones realizadas por la sociedad, pudiendo asistir a las reuniones del Consejo de Administración. Tal vez fue esta exigencia la que desincentivó la creación de estas sociedades<sup>13</sup>, pues hubo que esperar hasta la Ley de 1984, en la que la concurrencia del representante del Estado fue suprimida, para asistir al desarrollo de las sociedades de capital variable.

No obstante, el principal rasgo distintivo que caracteriza esta etapa se basa, no tanto en la proliferación cuantitativa de estas instituciones, cuya escasa implementación se manifiesta además en la escasez de datos estadísticos, sino en la introducción en el ordenamiento jurídico español del germen para su desarrollo, mediante la definición de los rasgos distintivos que todavía hoy identifican a las instituciones de inversión colectiva.

### **1.2.2 Etapa de consolidación: 1965 - 1975**

En esta década se recogen los frutos sembrados en la etapa anterior, pues en el transcurso de la misma la inversión colectiva experimenta una fase de gran expansión, con incrementos anuales superiores a dos dígitos, tanto en patrimonio como en número de instituciones.

---

<sup>12</sup>El artículo 7 del Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, definía a los fondos de inversión mobiliaria del siguiente modo: “Se podrán crear Fondos de Inversión Mobiliaria de cuantía variable integrados por un conjunto de valores mobiliarios y dinero pertenecientes a una pluralidad de inversores, que tendrán sobre los mismos un derecho de propiedad, representado por un certificado de participación”. Por su parte, el artículo 8 de la misma Norma contemplaba otra figura que, sin llegar a denominarse fondos de inversión inmobiliaria, puede considerarse el precursor de esta figura: “Asimismo, podrán crearse Fondos de Inversión, cuyo fin exclusivo sea la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de acciones de Sociedades cuyo único objeto social sea la posesión y administración de bienes inmuebles, su compraventa, explotación, edificación, urbanización, parcelación y, en general, cuantas actividades se relacionan directamente con la propiedad inmobiliaria”.

<sup>13</sup>En este sentido, MALPICA MUÑOZ, A.M.: “Régimen General de las Instituciones de Inversión Colectiva”, en “Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva”, Editorial La Ley, 2006.

En lo que al patrimonio se refiere, el crecimiento acumulado en el período señalado superó el 13.000 por cien, pasando de 13 millones de euros (31 de diciembre de 1964) a más de 1.750 millones de euros (31 de diciembre de 1975).

El número de instituciones, en su mayoría sociedades, también creció, aunque a tasas más moderadas que el patrimonio, viéndose multiplicado por 13 durante el período, que comienza con un total de 39 IIC a 31 de diciembre de 1964, y finaliza con 521 IIC a 31 de diciembre de 1975.

En esta etapa surge por primera vez una tendencia que acompañará el desarrollo de la inversión colectiva hasta la fase de consolidación que comienza en el ejercicio 2003, consistente en el paulatino incremento en el patrimonio medio por IIC, como resultado conjunto de dos efectos: por una parte, el quasi-constante aumento del patrimonio total de las IIC, que tan sólo se ve interrumpido en períodos concretos de crisis económicas internacionales; por otra, la creciente profesionalización de su gestión, con un mayor aprovechamiento de las economías de escala. Todo ello justifica que el tamaño medio por IIC se multiplique por diez, pasando de 0,33 millones de euros (31 de diciembre de 1964) a 3,36 millones (31 de diciembre de 1975).

### **1.2.3 La travesía del desierto: 1976-1983**

La década de los años 70 estuvo presidida por la doble crisis del petróleo de los años 1973 y 1978, que tuvo un gravísimo impacto negativo sobre la economía mundial y los mercados financieros. Aunque el conflicto que desató la crisis se produjo en 1973, sus efectos sobre la economía española se dejaron sentir más de dos años después, en gran parte como consecuencia de la todavía modesta apertura de la economía española al exterior.

La coincidencia de esta crisis con la transición política originó un desplome de las Bolsas españolas en este período, con una caída del setenta por ciento en términos monetarios y del noventa por ciento en términos reales, teniendo en cuenta la fuerte subida de los precios experimentada a lo largo del mismo. Esta caída de las Bolsas domésticas fue particularmente perjudicial para unas instituciones que se veían abocadas a invertir en ellas una gran parte de sus carteras, dado que, por un lado, sólo el diez por ciento de los activos de la institución podía invertirse en el exterior, y por otra, en esta etapa no había emisiones de Deuda Pública ni existía un verdadero mercado monetario doméstico, lo que restringía la inversión en renta fija a la deuda privada.

A todo lo anterior se unieron los negativos efectos de la reforma fiscal del año 1978, que provocó la disolución de casi el 40 por ciento de las sociedades de inversión hasta 1983, y de los dos tercios del total hasta el ejercicio 1986.

El impacto de todos estos factores se tradujo, más que en una reducción drástica del patrimonio o el número de partícipes y accionistas de las IIC, en un estancamiento en su crecimiento, lo que retrasó casi una década la consecución por estas instituciones del papel que hoy en día ostentan, como instrumento clave de canalización del ahorro.

Así, durante este período, el patrimonio de las IIC se redujo en un 33%, pasando de 1.750 millones de euros (31 de diciembre de 1975) a 1.316 millones de euros (31 de diciembre de 1983), y el número de inversores experimentó una reducción porcentual similar, situándose al cierre del ejercicio 1983 en 117.637.

Por su parte, el número de IIC experimentó una caída mayor, un 61%, correspondiendo casi íntegramente a las instituciones de naturaleza societaria, pues el número de fondos se mantuvo prácticamente constante durante todo el período (25), experimentando sólo una reducción en el ejercicio 1983, a cuya fecha de cierre se computa un total de 23 fondos de inversión.

Esta mayor reducción del patrimonio con respecto a la del número de IIC determinó un incremento del patrimonio medio por institución, que a 31 de diciembre de 1983 alcanzaba los 4,1 millones de euros, reforzando así la tendencia apuntada en la etapa anterior.

De este modo, y a pesar del difícil contexto económico nacional e internacional, la industria de la inversión colectiva española consiguió sobrevivir, para dar paso a una etapa de gran expansión que comienza en el año 1984.

#### **1.2.4 Etapa de expansión: 1984 - 1999**

En esta etapa, la inversión colectiva española experimenta una expansión sin precedentes, sin duda gracias a dos acontecimientos, cada uno de los cuales permite identificar a su vez una fase diferenciada.

La primera fase correspondería al período 1984-1990, y comenzaría con la aprobación de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. La segunda se inicia con la aprobación de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1991 (en la que se fija en el uno por ciento el tipo de gravamen aplicable a las IIC en concepto de Impuesto sobre Sociedades, clarificando su régimen de neutralidad fiscal y desplazando la tributación a sus socios y partícipes), y de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (que estableció un régimen muy favorable para el tratamiento fiscal de las plusvalías).

##### **a) Período 1984-1990: Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva**

Esta Ley vino a significar el establecimiento, por primera vez, del régimen jurídico aplicable a las IIC, mediante un único cuerpo con rango normativo legal, en el que se incluían además un buen número de habilitaciones para el desarrollo reglamentario de diversos aspectos, lo que permitió un tratamiento completo de las IIC. Además, esta norma recogía en gran parte el contenido de la Directiva de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios<sup>14</sup> –en atención a la enton-

<sup>14</sup> Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)

ces inminente incorporación de España a la Comunidad Económica Europea— que aunque aprobada con posterioridad, ya se encontraba en un considerable grado de avance.

No obstante, la Ley 46/1984 no se limitó a reproducir la Directiva, sino que introdujo algunas novedades, alguna de ellas de gran trascendencia.

Además del mantenimiento de la figura de las sociedades de inversión de capital fijo, cabe destacar, por su importancia para el desarrollo de la inversión colectiva, la regulación de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), categoría legal hoy desaparecida que, tanto por la naturaleza de los activos objeto de inversión —activos a muy corto plazo—, como por su sistema de valoración y sus menores plazos para el pago de los reembolsos, ha representado una formidable alternativa para el mantenimiento de saldos de tesorería, y un motor para el crecimiento de la inversión colectiva, pues en 1995 el 57% del patrimonio de los fondos de inversión correspondía a esta categoría.

Los efectos de esta Ley se dejaron sentir rápidamente en el desarrollo de la industria, que a 31 de diciembre de 1985 había alcanzado un patrimonio de 1.881 millones de euros y un número de inversores de 286.200, importes superiores en casi un 43% y 143%, respectivamente, a los existentes al cierre del ejercicio 1983. Estas cifras, además de su importancia cuantitativa, constituyen un fiel reflejo de la habilidad del sector para recuperar, en tan sólo dos años, toda la inversión perdida como consecuencia de la crisis del período 1975-1983.

Otras tres cuestiones destacan en la composición de la inversión colectiva española en el período 1984-1990:

- Pese al considerable incremento del patrimonio de las IIC (que se multiplica casi por siete, pasando de 1.316 a 9.079 millones de euros), el número de instituciones continuó mostrando un crecimiento más lento (de 324 a 532), consolidando así la tendencia señalada en las dos etapas anteriores de incremento del patrimonio medio por IIC, que se situó, a 31 de diciembre de 1990, en 17,1 millones de euros.
- El número de inversores, tanto partícipes de fondos como accionistas de sociedades, experimenta en este período un incremento del 385%, situándose, a 31 de diciembre de 1990, en torno a los 570.000.
- La distribución del patrimonio total, en etapas anteriores fuertemente concentrada en sociedades, cede terreno a favor de los fondos. De este modo, frente a la situación a 31 de diciembre de 1983, en la que, de los 1.316 millones de euros que conformaban el patrimonio de las IIC, el 85% correspondía a sociedades y sólo el 15% a fondos, estos porcentajes a 31 de diciembre de 1990 aparecen prácticamente invertidos, representando el 23% y el 77%, respectivamente.

**b) Período 1991-1999: Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado y Ley 18/1991, de 6 de junio, del del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas**

El definitivo impulso a la inversión colectiva española vino de la mano de dos leyes que modificaron el tratamiento fiscal de las IIC, tanto en la tributación de la propia IIC por el Impuesto sobre Sociedades, como en la tributación de sus accionistas o partícipes por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

La primera de ellas fue la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, por la que se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1991, y en cuyas disposiciones adicionales se estableció un régimen de tributación del uno por ciento por el Impuesto sobre Sociedades.

Este tipo de gravamen, todavía hoy vigente, responde al principio de neutralidad fiscal, y pretende evitar la penalización, en forma de doble imposición, que pudiera experimentar el inversor al invertir en IIC en lugar de hacerlo directamente en valores mobiliarios, desplazando la tributación al socio o partícipe.

La segunda ley señalada es la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. De acuerdo con ella, los rendimientos obtenidos por la inversión en IIC tributaban al tipo marginal del inversor, si bien se aplicaban coeficientes reductores a las plusvalías obtenidas (en función del período de permanencia de la inversión, pudiendo llegar a estar exentos a los quince años). Además, el valor de adquisición a efectos de cálculo del rendimiento se calculaba aplicando al valor liquidativo de compra un coeficiente corrector de la inflación.

Coinciendo con este período de reforma del tratamiento fiscal de la inversión colectiva, las grandes entidades de crédito (Bancos y Cajas de Ahorros) iniciaron una etapa de comercialización activa de estas instituciones, aplicando modernas técnicas de *marketing* financiero y canalizando hacia ellas una parte significativa de los recursos de sus clientes.

Por todo lo anterior, una parte del ahorro hasta entonces canalizado a través de depósitos bancarios se desplazó a estas fórmulas más sofisticadas de inversión, como ya había ocurrido en otros países. Así lo demuestra la evolución de la composición del ahorro financiero de las familias españolas, integrado en un 45,4% en depósitos y en un 2,2% en IIC al cierre del ejercicio 1990, porcentajes que, en el año 1999, ascendían a 31,1% y 17,8%, respectivamente.

El efecto inmediato de todas estas actuaciones fue indiscutible. En el ejercicio 1991, en relación a las cifras de 1990, el patrimonio total de las IIC aumentó un 181% (el mayor incremento en la historia de la inversión colectiva española), y también lo hizo el número de IIC, aunque, como en etapas anteriores, de forma más moderada (un 24%).

Con respecto a todo el período 1991-1999, también resultan muy significativas las cifras: el patrimonio y el número de instituciones de inversión colectiva se multiplicaron por veinticuatro y seis, respectivamente, y el patrimonio medio por IIC

continuó aumentando, hasta alcanzar los 67,5 millones de euros, en diciembre de 1999. Por su parte, el número de inversores, que al comienzo del ciclo no superaba los 570.000 (31 de diciembre de 1990) cierra esta etapa con más de ocho millones de partícipes y accionistas.

Asimismo, fue en este período en el que se consolidó la hegemonía de los fondos frente a las sociedades pues, a 31 de diciembre de 1999, los primeros representaban el 94% del patrimonio total y el 66% del número de IIC.

### **1.2.5 La crisis bursátil: 2000-2002**

El extraordinario crecimiento experimentado por la inversión colectiva española en los casi quince años anteriores se vio interrumpido por la crisis que asoló los mercados financieros de todo el mundo.

La desaceleración económica en Europa y Estados Unidos, unida a acontecimientos como los atentados del 11 de septiembre de 2001 o la desconfianza en la gestión empresarial derivada de la quiebra de Enron determinaron el desplome de las principales Bolsas mundiales.

No obstante, la industria de inversión colectiva española afrontó con bastante serenidad esta dura etapa, en la que, pese a caídas anuales en los principales índices superiores al 20%, la reducción del patrimonio de las IIC, en los momentos más críticos, se limitó al 9,1% (correspondiente al período 1999-2000).

Asimismo, en esta etapa se invierte la tendencia experimentada en las fases anteriores, observándose una reducción en el patrimonio medio por IIC (36,4 millones de euros a 31 de diciembre de 2002), en parte debido a la crisis bursátil, pero principalmente explicado por el grado de madurez alcanzado por la industria española, ya que, una vez superado el efecto de la crisis, la cifra de patrimonio medio por IIC se ha consolidado en torno a los 47 millones de euros hasta nuestros días.

### **1.2.6 Etapa de maduración: 2003 hasta el momento actual**

El fin de la crisis bursátil de comienzo del milenio ha marcado un período de intenso crecimiento. En tal sólo un año, las IIC recuperaron todo el terreno perdido en la etapa anterior, situándose en el ejercicio 2003 en 223.018 millones de euros, máximo histórico hasta entonces. Además, este máximo ha sido batido en todos y cada uno de los años posteriores, aunque con una desaceleración en las tasas de crecimiento, que pasan de un 16,3% en el ejercicio 2003, a un 4,8% en el 2006.

Además de la recuperación de las Bolsas mundiales, gran parte de este renovado impulso a la inversión colectiva proviene de la nueva legislación, en particular la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y su Reglamento de desarrollo, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

El marco jurídico hoy vigente ha permitido la flexibilización de las normas de inversión, la ampliación del catálogo de activos aptos y el establecimiento de nuevas figuras, algunas de ellas de reciente creación, como los fondos cotizados o las IIC de inversión libre (e IIC de IIC de inversión libre), entre otras.

Asimismo, desde la perspectiva de la tributación del socio o partícipe persona física, la regulación de los traspasos en el año 2003, con la posibilidad de diferimiento fiscal de las plusvalías puestas de manifiesto al rembolsar o transmitir una IIC<sup>15</sup>, ha constituido un nuevo acicate desde el punto de vista del inversor, así como un estímulo a la competencia de las gestoras, que, en la captación del ahorro, han ido reduciendo progresivamente las comisiones aplicadas<sup>16</sup>.

Los últimos datos de las IIC españolas referidos a un ejercicio natural completo son los correspondientes al 2006, en el que el patrimonio conjunto de los 5.963 fondos y sociedades inscritos a 31 de diciembre supera los 293.527 millones de euros, distribuidos entre un total de 9.380.149 inversores.

De acuerdo con las cifras anteriores, el patrimonio de las IIC españolas representa un 30% del Producto Interior Bruto, lo que sitúa a la industria española como la sexta más grande de Europa, y entre las doce más grandes del mundo.

---

<sup>15</sup> Siempre y cuando el importe obtenido como consecuencia de la transmisión o el reembolso sea reinvertido en otra IIC, sin quedar en ningún momento a disposición del inversor.

<sup>16</sup> Así se desprendió del “Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión”, elaborado por CAMBÓN MURCIA, M.I. y publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en marzo de 2007, según el cual el porcentaje de comisión de gestión soportado por los fondos de inversión en el período 2000-2005, calculado sobre su patrimonio medio, ha pasado del 1,47% al 1,13% (en el caso de los FIM) y del 1,05% al 0,84% (en el caso de los FIAMM).

## **2. CONTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y PERSPECTIVAS**

### **2.1 CONTRIBUCIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS. FUNCIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL**

#### **2.1.1 Introducción**

En el marco del estudio que nos ocupa, analizar la contribución de las instituciones de inversión colectiva al desarrollo de los mercados financieros españoles, es traer a colación de nuestro sistema financiero una realidad apreciable de cualquier sistema financiero internacional en los últimos años, y, por ende, presente en el caso español.

Efectivamente, no se puede entender un sistema financiero en nuestros días a escala internacional sin que los inversores institucionales, y, más en particular, las instituciones de inversión colectiva, no representen una parte fundamental, en lo que afecta a su faceta de actores de la demanda como de la oferta de productos financieros. Juega en este caso particular un mimetismo a nivel global allí donde los sistemas financieros tienen una mayor vinculación y una identificación estructural notable, sometiéndose, con las necesarias variaciones y adaptaciones, a los mismos esquemas de funcionamiento y supervisión, fruto de la total interrelación de los mercados más desarrollados que sirven de pauta o guía a los que no lo están tanto.

Si nos atenemos a la historia o cronología de nuestros mercados, y nos remontamos a finales de los años 80 del pasado siglo, podemos afirmar, sin mucha duda, que por dichas fechas es cuando arranca la creación y desarrollo de los mercados de valores españoles. Especialmente con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores española, y, muy en particular, con el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, se inicia la evolución de unos mercados de valores españoles estructurados y regulados con arreglo a pautas internacionales. A ello, hay que añadir la existencia de un supervisor, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que pasa a ser el eje dinamizador público del desarrollo de los mercados dentro de unas pautas de política financiera dirigidas a poner a nuestro sistema financiero, tanto en la vertiente de mercados de valores, como en materia de enti-

dades financieras, a la altura y en conexión con los modelos y sistemas más evolucionados.

En el momento descrito, como origen de los mercados de nuestros días, también es cuando las instituciones de inversión colectiva empiezan a jugar un papel fundamental en su desarrollo, contribuyendo, sin lugar a dudas, a vertebrar y dinamizar los mismos como una pieza clave, sin la cual difícilmente se hubiesen modernizado con arreglo a los estándares internacionales, seguidos en los países de nuestro entorno económico. Unos mercados financieros sólidos reclamaban una vertebración de la oferta y de la demanda acorde a dicha realidad. Dicho factor tenía que organizarse en torno a unas figuras o agentes financieros que agruparan de un modo eficiente y productivo las tendencias compradoras o vendedoras de los inversores en los mercados, y, a la vez, representaran un canal de vehiculización del ahorro a la inversión productiva, en un escenario donde los pequeños inversores difficilmente, y con independencia de la tendencia de la proliferación informativa a todos los niveles, podían jugar un papel relevante ante la tremenda complejidad en la organización y funcionamiento de los mercados.

En la dinámica de mercado indicada, las instituciones de inversión colectiva han representado también un papel clave como elemento canalizador del ahorro a la inversión productiva, en tanto manifestación del denominado proceso de “desintermediación financiera”, realidad y fenómeno común a los sistemas financieros más evolucionados y que permite efectuar una asignación de recursos a los mercados por parte de los inversores de una manera más eficiente que lo que acaece cuando hay una mera intermediación bancaria. Por tal circunstancia, las instituciones de inversión colectiva representan, sin lugar a dudas, una pieza dinamizadora e impulsora de los mercados financieros como elemento económico clave para el desarrollo y el progreso económico.

Por último, este epígrafe inicial no podemos concluirlo sin llamar la atención sobre la contribución histórica de la inversión colectiva respecto a la configuración de un inversor más cualificado o implicado de una manera más eficiente en los mercados. Esto es, ha servido de canal para familiarizar y aproximar al inversor, especialmente al pequeño, a la realidad tan compleja que los mercados financieros presenta en nuestros días.

Sin que sea pretensión alguna realizar una reseña exhaustiva sobre el volumen y las características de la inversión colectiva en España, cabe manifestar que el avance experimentado por la misma en los últimos veinte años en Europa es parejo al producido en España. Baste apuntar que entre 1990 y 2006, el volumen de activos gestionados bajo esta modalidad de inversión se ha multiplicado en nuestro país por más de treinta y seis veces.

Atendiendo a la tipología de las instituciones, tres cuartas partes de la industria de la inversión colectiva están actualmente representadas por instituciones de inversión colectiva, y el resto son fundamentalmente planes de pensiones y otros instrumen-

tos de previsión social. El peso de las entidades de capital riesgo es todavía muy pequeño.

Dentro de las instituciones de inversión colectiva, los fondos de inversión mobiliaria concentran casi el 90% de la inversión colectiva en términos de patrimonio, por lo que las sociedades de inversiónmobiliaria son una figura mucho menos importante, desde el punto de vista cuantitativo. A su vez, sociedades y fondos de inversión inmobiliaria tienen un peso muy pequeño en el volumen total de este tipo de entidades. Destaca en España el gran número y el reducido volumen medio de estas instituciones, si lo comparamos con otros mercados desarrollados.

Si miramos la composición de las carteras de estas instituciones, vemos como hace diez años el peso de las acciones (renta variable) no alcanzaba el 3% de la cartera de los fondos de inversión, y el peso de los activos extranjeros era de un exiguo 2%. El gran volumen de las inversiones lo representaban los instrumentos de deuda emitida por residentes y deuda pública. Actualmente los activos exteriores representan más del 50% de las inversiones de los fondos de inversión españoles, y las acciones cotizadas en compañías españolas (5%) casi duplican el volumen de la deuda pública.

Esto demuestra una tendencia de las instituciones de inversión colectiva españolas a una mayor sofisticación en la selección de activos, que indudablemente persigue unas dosis de combinación del binomio rentabilidad-riesgo menos conservadoras y más especializadas. Aún así, más de la mitad de los fondos de inversión españoles son de perfil conservador, inversores en fondos monetarios o de renta fija, y este porcentaje es bastante superior al existente en mercados más desarrollados europeos y americanos.

En toda esta realidad actual juega un papel muy relevante el acceso a inversiones extranjeras por parte de las instituciones españolas, que sirve de contrapeso a la escasa penetración de las instituciones no residentes comercializadas en España, cuyo patrimonio gestionado no alcanza la sexta parte de las instituciones de inversión colectiva residentes.

### **2.1.2 Perspectiva histórica e incidencia regulatoria**

Como hemos precisado con anterioridad, la génesis de las instituciones de inversión colectiva en España, en un sentido contemporáneo del término, puede situarse en los años noventa del pasado siglo, si bien ya hacia la mitad de la década de los sesenta encontramos las primeras, pero puntuales manifestaciones de fondos de inversión sometidos a los cánones próximos a los conocidos actualmente.

Ya desde este primer momento las IIC contribuyeron notablemente al desarrollo de los mercados de renta variable, como suscriptoras de una buena parte de las ampliaciones de capital que, a través de la emisión de bonos convertibles, permitieron a las empresas cotizadas obtener hasta un tercio de su financiación a través de esta vía. En gran medida, esta situación se explica por la regulación a la que

estaban sujetas las IIC: sólo podían invertir en el exterior un máximo del diez por ciento de sus activos, y en los mercados domésticos no había emisiones de Deuda Pública, siendo las emisiones de deuda privada absorbidas, prácticamente en su integridad, por las entidades de crédito, para la cobertura de su coeficiente de inversión.

Es en 1984 cuando ve la luz la primera Ley moderna de instituciones de inversión colectiva, seguidora de la senda modernizadora que en la materia se estaba gestando en la Comunidad Europea. De ahí que podamos apuntar un dato que impresiona, si vemos la perspectiva histórica, cual es el de que este sector gestiona actualmente unos recursos con un volumen superior al 30 por 100 del producto interior bruto, cuando hace 15 años no representaba ni el 13 por 100. Aún así, el grado de desarrollo de la inversión colectiva en España tiene recorrido, por ser inferior en porcentajes de PIB a la media en el área euro, y sobre todo al dato en Estados Unidos (que prácticamente duplica al español).

Si apuntamos datos aproximados de inversión, se comprueba que el volumen de inversión en instituciones de inversión colectiva españolas es próximo a trescientos mil millones de euros, donde los fondos representan unos doscientos sesenta mil millones y el restante lo integran las sociedades de inversión, y todo ello con un número de inversores que sobrepasa los nueve millones.

Todos estos datos avalan la aseveración de que si ha habido un activo financiero que ha evolucionado en estos últimos años, éste ha sido el de los fondos de inversión, por cuanto demuestra el proceso de madurez del inversor español y su asentamiento en pos de la evolución de nuestro sistema financiero.

Ahora bien, es a principios de los años noventa cuando podemos fijar el despegue de la inversión colectiva en los parámetros antes indicados. Efectivamente, en esos momentos confluyen varios factores que sirven de acicate para la evolución del sector. En primer término, como antes indicábamos, estaba en marcha la auténtica estructuración y dinamización de los mercados financieros, fruto de la ejecución de las previsiones normativas contempladas en la Ley del Mercado de Valores de 1.988, que representó, sin duda alguna, uno de los pilares del desarrollo del sector de inversión colectiva.

La ejecución de la reforma legal supuso la conformación de un marco normativo favorecedor de una estructura de mercado moderna y del desarrollo y modernización de los mercados de valores, tanto tradicionales, como de los que se iban a crear al amparo de la misma, como era el caso de los mercados de derivados y de los de renta fija. Asimismo, la función que comienza a desarrollar un supervisor autónomo como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a quien a la postre se le atribuyen las competencias de ejecución y supervisión del sector, es otro elemento clave en el impulso y desarrollo de la inversión colectiva.

Pero es más, tanto en el marco normativo anterior, como en su desarrollo reglamentario, es donde se fragua la evolución hacia la modernización del sector, tal y

como el mismo ha llegado a nuestros días. Efectivamente, en los primeros años noventa se introdujeron un conjunto de modificaciones en el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva que marcaron una pauta dinamizadora de las mismas, y, muy en particular, en el marco de las relaciones jurídicas con los inversores, así como de las políticas de las inversiones, que dotaron al sector de una mayor articulación. Todo ello se vio complementado con una trascendental reforma en materia tributaria, que impulsó la tributación del ahorro a través de la fórmula de la inversión colectiva. Y, a mayor abundamiento, el entorno del momento, en lo que se refiere al contexto económico y la política de tipos de interés en unos tiempos de incremento del déficit público por razones de índole diversa, derivaron en un escenario idóneo para el desarrollo del sector.

En el escenario descrito, la financiación del déficit público jugó una baza clave en el impulso de la inversión colectiva. Debido a la ingente necesidad de financiar el déficit de las Administraciones Públicas, tanto estatal como autonómicas, y de la presión de los tipos al alza, así como por la necesidad de mantener la cotización de la divisa española en los mercados internacionales, surgió un mecanismo o instrumento de inversión colectiva auspiciado y fomentado por las autoridades económicas como fueron los “Fondtesoros”.

Dicho instrumento tenía como característica primigenia la de invertir la casi totalidad del activo en renta fija pública emitida por el Estado o por el Tesoro, gozando, a tal fin, con el apoyo de la Administración en materia de publicidad y comercialización del producto, mediante la correspondiente suscripción de un convenio regulador de la relación con el Tesoro.

A este mismo fin contribuyeron también los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (“FIAMM”), que en el período comprendido entre los ejercicios 1990 a 1996 representaron más de la mitad del patrimonio total de los fondos de inversión y en cuyas carteras se encontraba asimismo más de la mitad de la deuda pública emitida.

El gran crecimiento de estos productos permitió compensar las fuertes deinvenciones realizadas por inversores no residentes en la primera mitad de los noventa, derivadas de las subidas de tipos de interés en Estados Unidos y de sus efectos en la devaluación de la moneda doméstica.

En dicho momento, la acogida que tuvieron estas nuevas tipologías de fondos representó, sin duda alguna, un estímulo importante para dotar de estabilidad, por una parte, al mercado de deuda pública española, y, de otra, para fomentar la inversión colectiva como instrumento de comercialización de la deuda pública y a la postre como elemento dinamizador de la misma.

Aunque lo analicemos con la distancia del tiempo, la evolución del sector y su incremento en el volumen de inversión, y, especialmente, la universalización del producto a gran escala, estuvo impulsada, en un primer instante, por las gestoras no vinculadas a grupos financieros, las cuales encontraron en las instituciones de

inversión colectiva su canal de penetración en el mercado. No obstante, en la actualidad más del noventa por ciento de la distribución de los fondos de inversión españoles se realiza a través de bancos y cajas.

En el fondo del fenómeno, lo que se evidenciaba era el cambio que estaba viviendo nuestro sistema financiero y el empuje del proceso de desintermediación, por cuanto frente al esquema clásico de ahorro vía producto bancario, emergió con fuerza una alternativa más eficiente para el inversor y que aprovechaba el escenario de mercado en un entorno alcista de tipos de forma más competitiva para las expectativas de rentabilidad de los inversores. Este episodio que, en un primer momento, se circunscribió a nivel estatal, con el paso del tiempo se adoptó también por diversas Comunidades Autónomas, especialmente por aquellas que tenían un nivel de endeudamiento más elevado. Todo ello, evidenció una vez más la afirmación de que estos instrumentos financieros cumplía la esencial función de canalizar el ahorro hacia la financiación del déficit, ayudando a la postre a dotar de una mayor eficiencia al mercado de Deuda Pública, ya que las Administraciones y el mercado, en general, apreciaban las posibilidades de gestionar su endeudamiento ante la demanda de productos de renta fija en el mercado reclamados por los inversores institucionales.

Desde un punto de vista estructural, al fenómeno anterior también contribuyó el hecho de que la propia regulación de la organización de los mercados facilitaba el acceso directo a los mismos, en tanto miembros de los mercados, o, para ser más precisos, como titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones de Deuda, a las instituciones de inversión colectiva, previsión contemplada que evidenciaba el interés por fomentar la presencia en el mercado de estos grandes inversores.

Hay que ser conscientes que en los momentos que comentamos, se estaban empezando a desarrollar otros mercados, como el de renta fija privada y los de derivados, que también desplazaron su atención hacia la inversión colectiva como potencial destinatario de los valores que se negociaban en ellos. Y, en este mismo camino, los mercados tradicionales, como eran los bursátiles, tampoco dejaban de prestar atención al fenómeno que se venía evidenciando de incremento de cuota de la inversión colectiva, y, por consiguiente, a su mayor presencia y participación en los mercados.

También en dichos momentos se fue comprobando de una manera nítida el desarrollo del mercado de renta variable, y especialmente los grandes procesos de privatización a través de ofertas públicas de venta, donde los inversores institucionales jugaron también un papel trascendental. Piénsese, como dato ya apuntado, que si en el comienzo de los años noventa las cifras de patrimonio gestionado por instituciones de inversión colectiva estaban en un entorno de seis mil millones de euros, el crecimiento que va experimentando hace que empiece a advertirse el papel tan sumamente importante que iban a tener en un futuro inmediato.

Tampoco puede escaparse, como también se apuntó, que las reformas fiscales que sucesivamente se iban produciendo en el tiempo supusieron un acicate para el despegue definitivo de la inversión colectiva. Evidentemente, y se pone de manifiesto en el capítulo 4 de la presente obra, sin las oportunas y sucesivas reformas en la tributación del ahorro y de las instituciones de inversión colectiva que se producen en los años noventa, difícilmente el atractivo para el ahorrador hubiese sido el mismo. Lo que es evidente es que la conjugación de reformas financieras y reformas fiscales supuso el asentamiento de un marco que impulsó y desarrolló la inversión colectiva en España, situándola al nivel de lo que estaba sucediendo en los países de nuestro entorno europeo.

Otro fenómeno que no se puede dejar pasar inadvertido es el relativo al impulso normativo que se estaba produciendo en esos tiempos en el marco comunitario. Lo que se ponía de manifiesto era la necesidad de fomentar el sector de inversión colectiva como una pieza clave en la dinamización de los mercados financieros europeos. Este particular, ha sido una constante en la política financiera que podemos denominar comunitaria, por cuanto se ha considerado desde siempre que en el contexto internacional, uno de los déficits que tenían los mercados europeos frente a su máximo competidor, que eran los estadounidenses, es su menor eficiencia y vertebración, dado los esquemas de organización institucional que han caracterizado a unos y otros.

La industria estadounidense de fondos ha sido una de las referencias en el gran desarrollo de los mercados financieros norteamericanos. Por tal circunstancia, las autoridades comunitarias ya desde los años ochenta, y hasta la reciente promulgación de las directivas comunitarias de gestoras y productos, han impulsado medidas normativas de armonización del sector en aras de conseguir una industria desarrollada que contribuyera a cristalizar la realidad de un mercado financiero único. A tal fin, uno de los pilares fundamentales, entre otros, era la concurrencia de un sector de inversión colectiva sólido y vertebrado que sirviera de canalizador de la oferta y demanda de valores de todo tipo en los mercados, y, asimismo, como un elemento institucional que dotase de estabilidad y solidez y que sirviera de medio profesional de acceso del ahorrador individual hacia el mercado. Esta idea tuvo su reflejo en el Plan de Acción de los Servicios Financieros de finales de los noventa, donde ya se hacía referencia a la necesidad de completar el proceso de armonización de la regulación de las instituciones de inversión colectiva dentro del proceso de consolidación de los mercados financieros europeos, en un marco global de potenciación y desarrollo de los mismos.

En el panorama español de aquellos momentos, la visión que se tenía de las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador de la inversión privada hacia los mercados financieros, tuvo un complemento representado por la regulación de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, en el marco de la política de vivienda que se estaba impulsando y que perseguía fomentar el ahorro hacia viviendas orientadas al alquiler, como sentida necesidad social que reclamaba la implicación del sistema financiero.

Con este objetivo, y siguiendo la experiencia de otros países del entorno comunitario, la regulación de las IIC inmobiliarias establecía un coeficiente mínimo de inversión en viviendas destinadas a su arrendamiento. No obstante, una mirada al derecho comparado pone de manifiesto que los reguladores europeos han ido flexibilizando las políticas de inversión de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, reduciendo o incluso suprimiendo estos coeficientes mínimos de inversión en vivienda para su alquiler, tendencia que debería reproducirse en el caso español, en aras de mejorar la competitividad de nuestras instituciones.

Aquí, una vez más, se muestra cómo el fenómeno español seguía los cánones que ya se habían presentado en otros sistemas financieros, en lo que concierne a la evolución institucional de las instituciones de inversión colectiva. Esto es, lo normal es que primero se desarrollasen las figuras de corte más financiero, para con posterioridad ir surgiendo instrumentos caracterizados por invertir en productos no financieros y con un esquema de gestión diferente, al concurrir o completarse con productos o inversiones no financieras.

Lo interesante, a nivel de análisis de fenómeno, era la comprobación del valor añadido que tienen las fórmulas de inversión colectiva y la solidez del sector para responder a inversiones que iban más allá de los productos financieros.

Después del proceso de consolidación del sector en la segunda mitad de los años ochenta, el despegue fue considerable durante la siguiente década, en la que confluyen varias circunstancias.

Una primera es la entrada de los grandes bancos y cajas en el impulso de la industria. Sin este elemento, difícilmente se puede entender la evolución de la inversión colectiva durante dicho período. El cambio en la mentalidad de desarrollo del esquema bancario de comercialización de estos productos, y su consideración como uno de los instrumentos de crecimiento de los grandes grupos bancarios, determinó una importante aceleración de la industria durante dichos años. Si bien, lo que es cierto es que los buenos resultados obtenidos por las gestoras no vinculadas a grupos financieros, especialmente sobre la pauta de instrumentos de renta fija, y, más en concreto, de renta fija pública, pues el mercado de renta privada todavía tenía unas dimensiones no muy importantes, sirvió de efecto emulador de los grandes bancos para entrar en la competencia por el mercado de la industria de fondos de inversión especialmente, pues las sociedades de inversión todavía no tenían un desarrollo equiparable.

En segundo lugar, y como consecuencia del escenario de mercado, y, muy en particular, la oscilación a la baja de los tipos de interés, surge una filosofía inversora caracterizada por perseguir una mayor rentabilidad ante la disminución de la ofrecida tanto por la renta fija como por los tradicionales depósitos. Sin todavía impedir la vocación de inversión en renta variable, si bien se empezaba a apuntar como una lógica alternativa, la reducción de los tipos de interés y la consiguiente menor rentabilidad de algunos tipos de instituciones llevan a buscar alternativas en las

políticas de inversión, y al surgimiento de la cultura de la protección de riesgos acudiendo a los mercados de derivados.

Este segundo aspecto del fenómeno es ciertamente relevante, pues evidencia una profundización en la mentalización de la estrategia y conducta inversora de muchos inversores que habían optado por experimentar una alternativa inversora distinta a la tradicional. Además de afrontar esta nueva demanda, las sucesivas subidas en los tipos de interés plantearon el reto de evitar la huida de inversores que veían caer la rentabilidad de sus fondos. En respuesta a esta situación, del sector surge la alternativa de los fondos garantizados, mediante el diseño de unos productos con una rentabilidad garantizada, que, incluso en un primer momento, tenían una garantía explícita de rentabilidad por parte del comercializador. Con posterioridad, se fue modificando y sofisticando el planteamiento, y ya haciendo uso de derivados no negociados en mercados organizados (*“over the counter”*) se estructuraron unas garantías internas, si bien ya con diferentes perfiles de cobertura. En suma, esta situación pone de manifiesto como un sector en maduración, pero con unos fuertes cimientos, articuló una respuesta ante el cambio en el mercado a efectos de dar mayor seguridad y confort al inversor.

En tercer lugar, la evolución de nuestros mercados seguía su curso, y ya no sólo la de los mercados de renta fija pública, sino también los de renta fija privada, jugando un papel importante el dinamismo de la AIAF. Relacionadas con este fenómeno son algunas normas sobre valores de elevada liquidez, donde se pretende dar juego en la política inversora ya no sólo a la renta fija pública sino también a la privada. Tampoco puede dejarse de mencionar la cada vez mayor presencia inversora en los mercados de derivados por parte de las instituciones de inversión colectiva, cuestión que también dio lugar a la regulación de este aspecto, a efectos de dotar de una cobertura normativa a este planteamiento inversor. En este marco de desarrollo de los mercados, la importancia que fue adquiriendo la renta variable como consecuencia tanto de los procesos de privatizaciones como con la entrada en el mercado de numerosas compañías, no cabe la menor duda que supuso también un espaldarazo para la implicación de la inversión colectiva en este dinamismo del mercado de renta variable. Empezó a aparecer ya una conducta en los gestores y en los inversores de entrar en una política de inversiones con un mayor riesgo y buscando una mayor profundización en la dinámica de diversificación.

En el nuevo siglo, con la entrada del euro, así como con el desarrollo de nuevas modalidades de instituciones de inversión colectiva gracias a las reformas de la Ley del Mercado de Valores de 1988, la inversión institucional completa una importante senda de expansión, caracterizada ya por una sofisticación, diversificación y mayor especialización de la gestión, pautas todas ellas que hacen caminar al sector hacia una homologación a escala internacional, evidenciándose también una mayor penetración de la industria extranjera de gestión colectiva y una mayor comercialización de instituciones de inversión colectiva desde la Unión Europea.

La consolidación de los mercados, la estabilidad y mejora del marco regulatorio y la solidez y madurez de nuestro sistema financiero, hace evolucionar a la inversión colectiva hacia unos derroteros de sólida consolidación y expansión continua. Todos los factores y elementos descritos con anterioridad se han acelerado en los últimos cinco años, favorecidos de igual modo por el desarrollo de la industria a nivel internacional, así como por la bonanza económica vivida por nuestro país en los últimos años. Estos factores han supuesto un espaldarazo completo al sector para su evolución, participando de la realidad que se desarrolla en los entornos económicos de los mercados financieros a nivel internacional.

El episodio final desde una perspectiva del análisis de la contribución de las instituciones de inversión colectiva al desarrollo de los mercados viene dado por el espectacular crecimiento que evidencia y augura el sector al amparo de las reformas auspiciadas por la Ley del año 2003 y sus posteriores desarrollos normativos. Por fin se acoge una premisa regulatoria que se iba germinando, en el sentido de que el desarrollo del sector y de la industria, en consonancia con la evolución y la integración de los mercados, reclamaba un marco normativo más dinámico, donde se flexibilizara la política inversora en la gestión de los fondos, si bien completada con unos esquemas de suma transparencia, solvencia en la gestión, profesionalización de los administradores y comercializadores, reducción de los conflictos de interés, y, muy en particular, con una supervisión acorde a los nuevos esquemas de productos y comercialización.

Al amparo de esta reforma, que a día de hoy todavía está en curso, surgen unas expectativas de futuro notablemente esperanzadoras. Se evidencia una madurez y consolidación del sector español de inversión colectiva con un parangón similar al de los sistemas financieros de nuestro entorno, y con una gran capacidad de asimilación de la innovación que se introduce en los esquemas inversores.

Y es en el aspecto anterior donde se manifiesta una pauta que pone también al descubierto los notables retos a los que se enfrenta la aplicación de dicho marco legal a la hora de focalizar la gestión de los productos presentes en función de la naturaleza o tipo de inversor. La madurez y evolución de los diferentes productos comercializados se ven completados con un esquema de comercialización que diferencia entre inversores más especializados y otros con menor capacidad de identificación de los riesgos de los diversos productos.

Es en este último aspecto donde está uno de los retos más importantes del futuro del sector, de manera similar a lo que acaece en las inversiones financieras directas en mercados. Del resultado de dicha evolución va a depender en alguna medida el futuro y la mayor evolución de esta parte del sector financiero.

Para concluir este breve recorrido histórico, lo que se puede destacar es que la evolución del sector de inversión colectiva ha tenido una estrecha relación con el dinamismo y la reforma y modernización del marco normativo, si bien, hay que destacar que no sólo del aspecto financiero, sino también y de modo muy importante del fiscal. La conjunción de ambos, empujada por una política financiera de desa-

rrollo de los mercados, así como por la evolución económica y la importante generación de ahorro, como exponente del crecimiento económico, son los factores que han permitido alcanzar el grado de madurez y consolidación que el sector tiene y tendrá en el marco de nuestro sistema financiero.

### **2.1.3 Función económica y social de las IIC**

Una vez desarrollado en el epígrafe anterior un análisis de la reciente evolución histórica de las instituciones de inversión colectiva en España, acompañado con el camino normativo recorrido, entramos ya a destacar las funciones económicas y sociales que son predicables de estos inversores institucionales, a luz de la realidad tanto histórica como de nuestros días, así como de su proyección futura.

*Un canal de inversión de alta profesionalización y dotado de supervisión; categorización de clientes.*

A este fin, no podemos dejar de traer a colación algunas reflexiones efectuadas por el legislador en el Preámbulo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de las Instituciones de Inversión Colectiva. En dicha sede, encontramos unas previsiones muy ilustrativas para la reflexión presente. Es indicativo que el legislador resalta que la inversión colectiva es “*el canal natural para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales*”, llamando así la atención sobre su carácter instrumental de acceso a los mercados de capitales por parte de la economía familiar básica, si bien, no empece para un abanico más amplio de posibilidades, atendiendo a las distintas categorías o cualidades de inversores que se advierten en nuestro mercado al igual que en la mayoría de los mercados internacionales.

A continuación, pone el énfasis nuestro legislador en la doble vertiente o cariz que presentan dichas entidades, en tanto “*fórmula de financiación desintermediada*”.

Esto es, como ya habíamos apuntado, en primer lugar las instituciones de inversión colectiva participan de la realidad de los mercados evolucionados donde se desbancaiza en buena parte la financiación de todo tipo de economías, facilitando el acceso directo a los particulares a los mercados. En segundo lugar, destaca el legislador que es un “*instrumento de ahorro privilegiado de los inversores minoristas*”; o, lo que es lo mismo, se considera a las instituciones de inversión colectiva como una pieza para que gracias a economías de gestión los ahorradores de corte medio y pequeño puedan acceder en igualdad de condiciones a los de cariz más desarrollado, profesional o sofisticado, si bien con los cauces de salvaguardia de una supervisión adecuada y una gestión profesionalizada.

Y es tan importante la doble vertiente referida, que se constituye en uno de los objetivos esenciales de nuestra política financiera, por cuanto del buen funcionamiento de la inversión colectiva dependen dos elementos básicos, financieramente hablando, cual es la eficiencia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión y en la gestión de riesgos, y la protección a los inversores menos informados.

Estas pautas introductorias que señalamos son una buena semblanza de la función económica y social que cumplen las instituciones de inversión colectiva en una perspectiva histórica. En la evolución advertida de estas figuras se advierte su función de vertebración del ahorro, y, muy en especial, del proveniente del pequeño o mediano inversor. En este sentido, la evolución tiende a una segmentación y especialización que va a atender cada vez más a la diferenciación del inversor en función de su perfil de riesgo.

Además de ser una de las variables que ya viene presidiendo, y que cada vez marcará más el sector, la diferente apreciación y aproximación al riesgo determina una categorización de los inversores entre inversores institucionales, profesionales y minoristas, que redundará en una madurez del sector, por cuanto la confluencia de estrategias inversoras y de intereses representará una mayor identificación de la base personal con el perfil de riesgo y de inversión.

Esto también enlaza con las nuevas tendencias regulatorias en materia de protección de los inversores, como principio que inspira la presente legislación financiera. La diferente protección que reclaman los diferentes tipos de inversores redundará en una mayor especialización también de los gestores y comercializadores a la hora de dirigir sus productos hacia los inversores, según su mayor profesionalización. Por otro lado, toda esta tendencia reclama una mayor atención a la estructura de gestión y de comercialización para adecuar el perfil de riesgo al inversor, y potenciar la profesionalización de los gestores y comercializadores y sus estructuras de control interno y de proyección de negocio.

Todo lo anterior, si se cumplen los objetivos básicos, redundará en una mayor confianza y acercamiento de los inversores hacia estas figuras de canalización de ahorro, por cuanto el riesgo asumido, con el necesario complemento de información y transparencia, redundará en un mayor conocimiento y aproximación a la realidad financiera e inversora; pero como decíamos, tienen que jugar un papel fundamental los gestores, y, de igual modo, el supervisor en la preservación de la especialización y categorización de los inversores en función del riesgo. Conforme a lo expuesto, en relación a este aspecto, podemos concluir que la inversión colectiva supone un elemento dinamizador y favorecedor de la especialización en la gestión financiera, y un acicate de la evolución y madurez de las entidades financieras presentes en el sector.

Como un apartado de lo anterior, la inversión colectiva juega un papel en el desarrollo de la denominada “gestión de banca privada”, en tanto en cuanto la sofistificación de los productos y la subjetivización de los perfiles de inversión y de riesgo para cierto tipo de inversores o grandes patrimonios representan una tendencia a dar respuesta a un segmento importante de ahorro con grandes potenciales para derivar recursos a los mercados de capitales, y, en definitiva a la inversión productiva. Estamos hablando, en definitiva, de productos a la medida, o cerrados, o con acceso limitado, que pueden redundar en una estructura de gestión de inversión con más riesgo y con menos necesidades de protección y control, al trasladarse al

inversor la evaluación y seguimiento de la inversión, lo que, a la postre, deriva en mayores exigencias a la entidad gestora en lo que a diligencia y gestión se refiere. Como se viene poniendo de manifiesto, el sector da cobijo a los grandes patrimonios y, por ende, cumple también una función de canalizador de la inversión hacia los mercados con un menor coste supervisor.

### ***Un instrumento de desarrollo de la cultura del ahorro***

Un importante elemento de corte social es el consecuente con la cultura financiera que a través del presente tipo de inversión se va favoreciendo. La universalización de las figuras como alternativa difundida de inversión en los mercados de capitales por parte de los pequeños y medianos inversores significa un elemento muy importante para favorecer la cultura de inversión a una escala general. La aproximación a los mercados, la transparencia en la relación cliente-entidad financiera, la garantía que ofrece la supervisión o control por un órgano regulador que vela por el cumplimiento y la disciplina en el seguimiento de todo lo concerniente a normas de información y transparencia, supone en su conjunto un cauce pedagógico y eficiente para asimilar y desarrollar la cultura de ahorro y de apelar a las instituciones de inversión colectiva, que redunda en favorecer el cumplimiento de los objetivos de política financiera que se establecen respecto a este tipo de inversores en los sistemas financieros del entorno internacional. A este fin, se pone a su servicio un número importante de medidas normativas de transparencia, información y control, a efectos de garantizar un derecho a la información y al conocimiento de la estrategia inversora que queda preservada sobremanera y adaptado al perfil del tipo de inversor, como venimos predicando.

Fruto de todas las anteriores realidades y pautas, las instituciones de inversión colectiva profundizan en el fenómeno de la desintermediación, al ser una alternativa cada vez mayor a los productos bancarios, si bien, en este ámbito, no cabe la menor duda de que el binomio resultado de la inversión - escenario de rentabilidad de los mercados, determina una orientación y complementariedad de las opciones inversoras que en algunos momentos ha ralentizado la evolución patrimonial de la inversión colectiva. En este apartado, se advierte también un dilema de tendencias, por cuanto las redes comercializadoras más potentes corresponden a grupos financieros. Esto es, con independencia de la mayor o menor importancia en la historia de los gestores no vinculados a grupos financieros, la base tan sólida de banca comercial que ha caracterizado a nuestro sistema financiero, incluso por delante de la mayor parte de los países de nuestro entorno económico, ha determinado una conjugación, en muchos momentos, de planteamientos comerciales más o menos favorecedores de la inversión colectiva, y, especialmente, en los momentos de escenarios de tipos de interés más bajos. Como se ha podido comprobar, esta dialéctica también ha jugado un papel muy importante en la cultura financiera de nuestros inversores, por cuanto los canales de comercialización de entidades financieras, unido a la mayor difusión por los medios de comunicación social de las diversas modalidades de fondos y sociedades de inversión, han generado una mayor visión de la alternativa inversora para los particulares.

En el razonamiento anterior, y si repasamos la eclosión vivida en lo que se refiere a información sobre rentabilidades y clasificaciones de fondos en diferentes medios de comunicación, e incluso en las propias estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, comprobaremos como este factor ha generado una mayor universalización de la información a favor de los inversores, para que fueran desgranando los diversos tipos de política de inversiones y de riesgos, suponiendo así un elemento incentivador de la mayor transparencia y conocimiento de la realidad de esta figura de inversión. Fruto de dicha evolución se superaron momentos críticos, especialmente cuando la curva de tipos descendía dramáticamente en los años 90 e incluso se vivieron rentabilidades negativas para algunas figuras. Dicho hecho determinó numerosas quejas de los inversores y una cierta evidencia de las carencias en la información de la comercialización de estas instituciones. Con el tiempo, los inversores han ido aprendiendo la realidad de la incidencia de los tipos de interés y de los precios de los valores en el mercado, o, lo que es lo mismo, los criterios de valoración de los diversos tipos de valores, a efectos de generar los valores liquidativos determinantes del valor real de la inversión y su sensibilidad a la evolución de los mercados y de los riesgos de corte financiero que se viven en los mismos.

### *Un factor que aporta eficiencia al mercado financiero*

Siguiendo en la senda del análisis de las funciones económicas, la más básica, tal y como se ha demostrado en la evolución histórica, ha sido la de la eficiencia que introduce en la oferta y demanda de los mercados la existencia de estos inversores institucionales. Sin duda alguna, y sin menoscabo de que conviva la intermediación y financiación bancaria con la que ofrecen los mercados de capitales, es en las economías más desarrolladas, y, especialmente, la estadounidense, donde se ha asentado una de las más importantes bases de desarrollo, posible gracias a la fortaleza y dinamismo de sus mercados de capitales, y, dentro de los mismos, de las instituciones de inversión colectiva como figura de máxima eficiencia para acceder a los mercados, jugando, en consecuencia, un papel básico para el funcionamiento correcto de los mercados.

Basta chequear la realidad de las cifras ofrecidas en términos de mercado y cohesionarlas con el volumen del patrimonio de las instituciones y su política de inversiones. Con estos datos presentes, se comprueba claramente que para los mercados, donde se desarrolla por esencia el juego de los mecanismos de oferta y demanda de capitales, el contar con un instrumento permanente activador de este esquema es una de las bazas fundamentales para jugar su función económica dentro del sistema financiero. Y este fenómeno es evidenciable, tanto en los mercados de renta fija, como en los de renta variable o derivados. Como ya tuvimos ocasión de apuntar, no nos cabe la menor duda de que un factor determinante en el crecimiento de los mercados financieros españoles ha sido la presencia de estas figuras de inversión, que han dotado del suficiente volumen de recursos para posibilitar tanto la financiación pública como la privada en sus diversas dimensiones. Al margen de fenómenos de capitalismo popular, o, por decirlo de una manera más pre-

cisa, de acceso directo de los inversores a los mercados, la modernización de los mismos, su sofisticación, la interrelación internacional, y, lo más importante, la eficiencia que comporta la gestión colectiva, han generado una confianza por parte de los inversores en cuanto a utilizarlos como el instrumento básico en la gestión del ahorro en sus diversas escalas.

A mayor confianza, mayor estabilidad, lo que permite hacer llegar más recursos a los mercados de capitales; estabilidad que redundó en beneficio de las expectativas de que los mercados faciliten la obtención de recursos para la inversión productiva o para la financiación de las entidades públicas y privadas. Muchos procesos de privatizaciones, el desarrollo de la renta fija privada, y, en especial, la estabilidad que reportó la inversión colectiva al Mercado de Deuda Pública para financiar el déficit público en los difíciles momentos de los noventa, no se hubiesen hecho realidad sin la concurrencia o la existencia de un sistema de inversión colectiva eficiente y con abundantes recursos. Lo que se ha comprobado es que la interrelación entre mercados eficientes y modernos y un sistema de inversión colectiva fortalecido, ha redundado en un resultado eminentemente positivo para nuestra economía por el dinamismo que ha comportado para nuestro sistema financiero.

Ahora bien, esa interrelación está notablemente unida y tiene una tensión o sensibilidad considerable, pues con la apertura a mercados exteriores, también representa un elemento que pone en examen permanente a los mercados nacionales a la hora de atraer los capitales que provienen de la inversión colectiva, ante la orientación de la política inversora de los gestores, en ánimo de una diversificación y búsqueda de una mayor rentabilidad en mercados internacionales.

En definitiva, tanto mirando atrás, como intentando hacer una proyección a futuro, no se entiende parte de la evolución de nuestros mercados sin el componente estabilizador de las instituciones de inversión colectiva, y no cabe la menor duda de que el crecimiento del sector y su mayor madurez redundarán en un factor de dinamismo permanente de nuestros mercados financieros.

### *Una fórmula de financiación para las empresas*

En los términos expuestos, otra función económica que puede que lleguen a cumplir las instituciones de inversión colectiva, si bien por el momento tiene una importancia reducida, es la posibilidad de favorecer ciertos esquemas de financiación empresarial para aquellas empresas que no pueden acceder a los mercados de capitales. Antes veíamos la incidencia de las figuras de inversión colectiva sobre las compañías y entidades cuyos valores se negocian en los mercados de valores organizados. Ahora bien, la realidad empresarial tiene un componente vital fuera de los mercados financieros, y aquí, surge la valoración de la posible incidencia de las instituciones de inversión colectiva en la financiación empresarial extra-mercados.

Un primer dato o realidad a traer a colación es que el propio sistema bancario, que en este segmento empresarial juega una importante baza, nutre sus recursos de financiación de los mercados, y, por ende, de los que aportan en los mismos las

instituciones de inversión colectiva, con lo cual de un modo indirecto se allegan recursos al sector productivo empresarial que no accede a los mercados. Pero hay datos regulatorios que evidencian como también de modo directo se ha estimulado la contribución de las instituciones de inversión colectiva al desarrollo de las empresas no cotizadas.

Así, la normativa aplicable tanto a fondos como a sociedades de inversión mobiliaria permite la inversión de hasta un diez por ciento de su patrimonio en valores no cotizados.

Del mismo modo, la política de inversión de ciertos tipos de fondos de inversión, como por ejemplo los “*fondosresos*”, permite que puedan, habida cuenta de la menor necesidad de financiación del déficit público, derivar parte de sus recursos, por ejemplo a la inversión en fondos de titulización cuyos activos son préstamos cedidos por entidades de crédito, si bien dichos préstamos tienen que tener como prestatarios a pequeñas y medianas empresas. Y ello por no citar ejemplos que todavía no vemos por el momento en nuestro sistema financiero, como puede ser la inversión en bonos de titulización de activos de estructuras abiertas o cerradas como elementos de demanda que en última instancia redundarían en beneficio de la financiación empresarial.

Otra posibilidad que queda abierta, y está regulada desde hace bastantes años, es la relativa a derivar por parte de las instituciones de inversión colectiva recursos a las entidades de capital riesgo, tanto nacionales como internacionales. Esta alternativa jugaría un notable papel dinamizador de la gestión profesionalizada, y, en alguna medida, supervisada de aquél tipo de instituciones, con una presencia cada vez más destacable en nuestros mercados y en el sistema financiero. Por qué no, igual que surgen estructuras de máximo riesgo en los mercados, y, quizás para cierto tipo de inversores más cualificados, la posibilidad presente pudiera suponer una alternativa de canalizar recursos hacia una realidad empresarial que no puede acudir de modo directo a los mercados, pero que está necesitada de recursos que en muchos casos no pueden llegar por los mecanismos de financiación ordinarios.

Por último, la reciente aprobación del Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se introduce en el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre la flexibilidad necesaria para adecuar estos vehículos a la realidad de los mercados internacionales, también puede contribuir a la financiación de empresas no cotizadas, al no verse sometida la composición de sus carteras a los límites exigidos a las instituciones de inversión colectiva tradicionales, entre otros, el relativo a los valores no cotizados.

Las ideas anteriores no representan un escenario de política financiera de ficción, sino evidencias de evolución y maduración de una parte de nuestro sistema financiero, que busca nuevas alternativas y que puede ofrecer respuestas a diversas necesidades de financiación empresarial. Y en ese sentido, es muy importante destacar como los mecanismos de transformación de riesgos o de gestión de riesgos de grandes carteras de préstamos de entidades financieras o de estructuras complejas

de financiación empresarial, están presentes en los mercados internacionales, mediante emisiones de renta fija por vehículos utilizados a estos fines, y que en muchos casos entran en el elenco de los denominados derivados de crédito. Todas estas posibilidades serán una de las futuras alternativas de inversión a las que estarán abiertas las políticas de inversión de las instituciones de inversión colectiva, ofreciendo de este modo nuevas posibilidades y nuevas respuestas a los retos que los mercados financieros introducen.

### *Evolución de las estructuras de supervisión*

Como venimos analizando, el dinamismo permanente que caracteriza al sector de inversión colectiva, también ha jugado una pieza clave en la evolución de las estructuras de supervisión. No parece una afirmación excesiva la de destacar que la evolución institucional de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sus funciones de supervisión ha jugado una baza excepcional en la mejora y desarrollo del sector, y, que de un modo recíproco, la realidad de la dinámica evolutiva del sector ha conllevado. La labor permanente de supervisión y seguimiento de las instituciones en todas sus facetas, ha supuesto una canalización de la actividad del sector hacia los objetivos de política financiera que se comentaron con anterioridad. La aproximación y regulación de las mismas para promover su desarrollo ha supuesto una pauta determinante de la madurez del sector, por cuanto se han ido graduando las posibilidades inversoras y las figuras de canalización del ahorro, garantizando ante todo la transparencia y la protección del inversor, y fortaleciendo la solvencia de las entidades gestoras y comercializadoras.

El fenómeno indicado daría lugar a un análisis más detallado y pormenorizado, pero si hiciésemos una sincronización de la evolución del sector, por un lado, de la regulación por otro, y de la supervisión, finalmente, se apreciaría, como se indica en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva vigente, que hemos alcanzado una madurez, y ello permite una mayor diversidad y apertura en el sector. Esto demuestra la típica tendencia de graduación de la evolución de un sector, pues normalmente los gestores y comercializadores siempre intentan acompañar el ritmo de una figura financiera a los lógicos intereses empresariales, mientras que los reguladores y supervisores tienen que medir dichas innovaciones con la base inversora y la realidad del sector, de tal modo que a veces juegan una baza amortiguadora de la evolución hasta que no se entienden cumplidos los principios de asimilación, transparencia y protección del inversor necesarios para dar pasos hacia delante en muchos sentidos. De la buena conjugación de todos los factores reseñados, depende en gran medida los pasos firmes que se van dando en un ámbito tan trascendental de nuestro sistema financiero.

Ahora bien, dentro de las funciones económicas y sociales que venimos destacando, quizás otra realidad o conclusión que puede apuntarse sobre el particular es la tensión regulatoria vivida para mantener la estabilidad de la regulación fiscal de los productos. Como ya hemos adelantado en el presente epígrafe, difícilmente el sector se hubiera desarrollado si no hubiese existido una evolución normativa fiscal

con un trato coherente con esta fórmula de ahorro, si bien han sido factores de política financiera y de la necesidad de favorecer el ahorro a través de esta vía los que con el paso del tiempo se han ido imponiendo a visiones de regulación fiscal meramente determinadas por un contexto recaudatorio limitador de los notables beneficios de orden financiero que comporta un sector evolucionado como el presente.

El punto de llegada responde a una labor muy trabajada de convencimiento del legislador tributario respecto a la visión que debía de imprimir a los planteamientos fiscales y por ello de la necesidad de dotarles de una mayor sensibilidad respecto a los efectos positivos que comporta el sector para la economía en general y para el buen funcionamiento de los mercados en concreto.

#### *Favorecimiento de la competencia en la industria financiera*

Por último, nos gustaría concluir este epígrafe haciendo mención al factor dinamizador que ha operado la inversión colectiva para favorecer la competencia y la eficiencia en el sector financiero. Las posibilidades empresariales de negocio financiero que comporta el sector han conllevado la introducción de unas dosis de competencia y transparencia que han jugado una baza importantísima en la evolución de las entidades financieras que gestionan y comercializan este tipo de productos. Ello representó, por un lado, una adaptación de los esquemas de negocio, pero por otro el descubrimiento no sólo de las posibilidades de obtener rentabilidad, sino de fomentar una cultura del ahorro más dinámica que en última instancia redundaba en un mayor efecto positivo tanto sobre el sistema bancario como sobre el común del sistema financiero.

Con el paso del tiempo se pudo comprobar que la comercialización y gestión de las instituciones de inversión colectiva reportaban más beneficios que la situación anterior de postergación dentro del negocio bancario que las había caracterizado. En este escenario, no puede desconocerse que en paralelo se estaba operando una evolución de los mercados financieros y por otro un crecimiento económico apreciable, todo ello en un entorno de moneda única y mercados interrelacionados. Todos estos factores juegan a favor de una combinación de elementos determinantes de la importancia de la inversión colectiva, favorecedores de una cultura de inversión mucho más aleccionada y capaz de desgranar oportunidades alternativas. En estos términos, la mayor transparencia e información determinan una mayor apreciación, por una parte, de los inversores, y, de otra, una mayor segmentación de dicha base subjetiva.

Aparece una clara división entre la apreciación del negocio con una visión de clientela comercial, frente a una más sofisticada de banca privada o de gestión de grandes patrimonios, y, en definitiva, de una diferenciación entre el pequeño inversor y el inversor profesional o cualificado. Esta diferenciación tiene también sus manifestaciones en el resultado inversor entre sociedades y fondos, y, especialmente, respecto a las primeras la tendencia a derivar estructuras de grandes patrimonios o de gestión de banca privada. Pero curiosamente, también la com-

petencia en el sector ha venido incentivada por la cada vez mayor presencia de los grandes actores a nivel internacional en materia de gestión de inversores colectivos y la libertad a nivel comunitario de gestión de carteras, lo cual ha redundado en un elemento dinamizador del sector y estimulante de la competencia, donde la rentabilidad y costes hacia el inversor juegan una baza importante para decidir la opción inversora.

A la vista de todo lo relacionado, no cabe la menor duda de la gran función económica y social que han supuesto las instituciones de inversión colectiva, y especialmente, del factor de dinamización y madurez de nuestro sistema financiero, cumpliendo, como decíamos al principio, una gran baza histórica para la economía española, que también cuenta con grandes perspectivas de futuro.

#### **2.1.4 Conclusiones**

Después de todo lo expuesto, no falta sino intentar resumir y concluir con un conjunto de reflexiones hacia futuro de lo que pueden ser la evolución y funciones económicas y sociales del sector de la inversión colectiva.

En estos términos, y dado que nos encontramos en un momento de ejecución y aplicación del marco regulatorio de 2003, como último e importantísimo hito en la evolución y proyección del sector a futuro, sí que se puede afirmar que la salud y perspectivas del sector son tremadamente positivas y esperanzadoras.

Se puede afirmar asimismo que el objetivo de modernizar y conseguir un sector competitivo para las instituciones de inversión colectiva en España se ha logrado. Esto no significa que no existan retos a futuro, todo lo contrario, pues las posibilidades y las metas a conseguir son importantes y numerosas.

La filosofía de libertad de inversión con transparencia y control, asentada, entre otros pilares, en la diferente apreciación o categorización de los inversores, ya distinguiendo abiertamente entre institucionales, profesionales y minoristas, supone un paso decidido para adaptar la realidad institucional a la realidad inversora, y supondrá una vertebración y estructuración del sector con efectos muy positivos para el mismo y para el conjunto del sistema financiero.

Si a ello añadimos la perspectiva regulatoria de control y supervisión en aras de la mayor protección del inversor y de la transparencia y solvencia de los gestores, todos estos factores ponen de manifiesto una estructura del sector y de supervisión que augura un evidente y notable porvenir.

Por todo ello, del buen resultado que se logre en dichos planteamientos, y, especialmente de la buena y eficiente aplicación que se efectúe de la reforma legal todavía inconclusa depende, en buena medida, la evolución del sector, con los consiguientes efectos positivos sobre el conjunto del sistema de nuestros mercados financieros.

Con todo ello, los mimbres históricos y las realidades sobre las que se asienta el esquema institucional de la inversión colectiva en España auguran un futuro con unas inmejorables perspectivas, con el consiguiente efecto positivo para nuestros mercados, nuestro sistema financiero, y, en definitiva, para nuestra economía.

## **2.2 PERSPECTIVAS DE LAS IIC**

Con la finalidad de abordar las perspectivas y el futuro de la inversión colectiva, el presente apartado comienza examinando las conclusiones alcanzadas por la Comisión Europea en el *Libro Verde* y el *Libro Blanco sobre fondos de inversión*<sup>1</sup>, toda vez que sendos documentos constituyen la mejor síntesis de la situación actual de los organismos de inversión colectiva en la Unión Europea (UE), al tiempo que identifican algunas de las dificultades a los que los mismos se enfrenta en la actualidad.

En segundo término, haremos referencia a los trabajos que el *Committee of European Securities Regulators* (CESR) está llevando a cabo en la materia, puesto que, a nuestro juicio, este organismo está jugando un papel esencial en la correcta interpretación de la normativa comunitaria y, hasta la fecha, sus trabajos han conseguido acercar la normativa europea a las necesidades reales de la industria.

El siguiente y tercer tema que este capítulo aborda, es el de la relación entre las llamadas Directivas UCITS (*undertakings for collective investment in transferable securities*) y la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID), un tema novedoso, sin duda, habida cuenta de la próxima entrada en vigor de esta última el 1 de noviembre del año 2007.

Finalmente, el capítulo concluye con unas reflexiones sobre aspectos que consideramos constituyen retos de la inversión colectiva, bien a nivel de la UE o bien con un carácter más doméstico.

### **2.2.1 Libro Verde - Libro Blanco de la Comisión Europea**

La norma que podríamos calificar como marco fundamental de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), es la Directiva 611/1985, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados OICVM (en adelante, Directiva 611/1985).

Esta Directiva, una veterana a sus ya 22 años de vida, inició la armonización de las legislaciones de los Estados Miembros de determinadas categorías de OICVM<sup>2</sup>,

<sup>1</sup>A estos efectos, el término “Fondos de Inversión” debe entenderse en sentido amplio, comprendiendo tanto los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios que adopten la forma de fondo de inversión como los que se constituyan como sociedad.

<sup>2</sup>No se hallan dentro del ámbito de la Directiva los OICVM del tipo cerrado, ni los que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones o cuya venta de las participaciones no tenga un objetivo comercial.

teniendo como objetivo aproximar las condiciones de comercialización de los OICVM y el ejercicio de las actividades de las sociedades de gestión. Por consiguiente, la Directiva pretendía facilitar la comercialización de los OICVM en Estados Miembros distintos al del otorgamiento de la autorización inicial, garantizando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores.

Sin embargo, el desarrollo alcanzado por la inversión colectiva y el dinamismo que caracteriza a estos productos de inversión, determina que la Directiva haya quedado desfasada. Por falta de precisión y de flexibilidad, la Directiva 611/1985 no sigue satisfactoriamente la evolución de los organismos de inversión colectiva.

Por ello y para dar respuesta a las nuevas necesidades de la industria, en el año 2001 se acometió su reforma a través de las Directivas 107/2001 y 108/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifican la Directiva 611/1985, en materia de i) la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados y ii) en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Estas Directivas se conocen en la industria con el nombre de Directivas UCITS III.

Pese a las modificaciones acometidas por las Directivas UCITS III, en el año 2005, dos documentos publicados por la Comisión Europea identifican el sector de los organismos de inversión colectiva como uno de los aspectos susceptibles de mejora en cuanto a la regulación del mercado financiero europeo.

En efecto, por un lado el Libro Blanco de Política Financiera UE (2005-2010)<sup>3</sup>, al ocuparse de la necesidad de simplificar, aclarar y codificar la normativa europea, expresamente dispone que *“la inseguridad jurídica derivada de multiplicidad de normas e interpretaciones en los países de la Unión es especialmente “aguda” en el ámbito de la inversión colectiva. En la institución colectiva se aplican tanto normas sectoriales como transversales, en paralelo con normas locales residuales como en materia de publicidad. Según la información transmitida por el sector, esta situación está obstaculizando la comercialización transfronteriza efectiva de los fondos de inversión. Asimismo, genera incertidumbre sobre la responsabilidad del promotor o distribuidor del fondo al vender o prestar servicios a los inversores. Con el fin de clarificar algunas de estas cuestiones, la Comisión publicará una normativa/recomendación en el curso del año 2006”*.

En segundo lugar, el Libro Verde de la Comisión sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión<sup>4</sup>, de 12 de julio de 2005, identifica numerosas barreras en el ámbito de la inversión colectiva que lastran la comercialización transfronteriza de los OICVM. Según el Libro Verde, los esfuerzos para salvar las barreas actuales han de ir dirigidos a:

- simplificar el procedimiento de notificación de los fondos con pasaporte;
- fomentar la aplicación de las recomendaciones de la Comisión sobre la utilización de instrumentos derivados y sobre el folleto simplificado;

<sup>3</sup>Disponible en la página web de la Comisión Europea.

<sup>4</sup>Disponible en la página web de la Comisión Europea.

- aclarar la definición de los activos que pueden ser adquiridos por los OICVM.

*El Libro Blanco de Política Financiera UE (2005-2010)* anunciaba, para el segundo semestre del año 2006, la publicación, por parte de la Comisión, de un Libro Blanco en materia de fondos de inversión. Dicho anuncio se ha cumplido y, en noviembre del año 2006, la Comisión publicó el *Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión*, en adelante, el Libro Blanco.

En dicho Libro Blanco, la Comisión Europea ofrece su visión para la modernización del mercado comunitario de los fondos de inversión. Dicha visión pasa, en unos casos, por acometer medidas de carácter legislativo, en concreto, por modificar la Directiva 611/1985, y en otros se traduce en propuestas de mejora de eficiencia que no exigen modificar la Directiva (por ejemplo, animando a las autoridades nacionales a acelerar las autorizaciones de OICVM, para evitar que la tramitación administrativa se convierta en una desventaja competitiva frente a otros productos).

La finalidad principal de la reforma de la veterana Directiva sería lograr que la norma garantice que los inversores reciban información útil sobre costes y rendimientos al seleccionar los fondos de inversión, y facilitar que el sector pueda ahorrar costes y beneficiarse de la especialización en todo el mercado único. Igualmente, el Libro Blanco identifica como modificaciones relevantes a incluir en la Directiva los siguientes aspectos:

- simplificar el procedimiento de notificación,
- crear un marco para las fusiones transfronterizas de fondos de inversión y para la agrupación (*pooling*) de activos,
- permitir a los gestores administrar fondos domiciliados en otros Estados Miembros,
- mejorar la calidad y pertinencia de los documentos de información más importantes que se facilitan al inversor final y,
- fortalecer la cooperación en la supervisión a fin de controlar y reducir el riesgo de abuso del inversor en las transacciones transfronterizas.

Por último, el Libro Blanco considera que es el momento idóneo para estudiar las opciones posibles para establecer un régimen que regule la colocación privada (*private placements*) de fondos de inversión, aumentando y facilitando las oportunidades de inversión de los inversores cualificados o profesionales.

La Comisión tiene previsto proponer estos cambios normativos en otoño del año 2007, en forma, como decíamos, de modificaciones de la actual Directiva.

El Libro Blanco ha gozado de una cálida acogida en el sector si bien, algunos de los aspectos sobre los que se anuncian medidas legislativas vía la modificación de la Directiva 611/1985, ya habían sido abordados por trabajos del CESR, el cual por mecanismos no legislativos ha tratado de flexibilizar y mejorar ciertos aspectos de

la normativa actual como tendremos ocasión de examinar en el siguiente apartado de este capítulo. En cualquier caso, parece claro que en breve la Directiva sufrirá una importante puesta al día en los aspectos antes mencionados.

## **2.2.2 Trabajos de CESR en el ámbito de la inversión colectiva**

Examinada brevemente la vigente regulación europea, pasamos a estudiar cómo el *Committee of European Securities Regulators* (el CESR) está, en la actualidad, intentando suavizar las barreras e ineficiencias que esa legislación ha puesto de manifiesto hasta la fecha.

Hacer más eficaz la legislación relativa a los OICVM se basa, a nuestro juicio, en tres pilares básicos:

1. La aplicación uniforme y eficiente del procedimiento de notificación del pasaporte de producto en los Estados Miembros;
2. La aclaración de la normativa vigente en materia de activos aptos y,
3. La coordinación de las disposiciones de esta Directiva con las de la Directiva MIFID, en particular en lo que a distribución se refiere, para permitir conciliar la protección a los inversores con el desarrollo de los OICVM, en un entorno de competencia sujeto a requerimientos regulatorios similares a los exigidos a otras alternativas de inversión.

A continuación abordaremos, brevemente, cada uno de los apartados señalados.

El papel del CESR está siendo de capital importancia en el ámbito de los OICVM, sin embargo, debe recordarse que su actuación ha de enmarcarse en el ámbito de las Directivas vigentes, toda vez que las habilitaciones recibidas por el CESR por parte de la Comisión han de moverse, en todo caso, dentro de los límites impuestos por la normativa vigente.

Desde la perspectiva de intentar mejorar la situación de los OICVM partiendo de la legislación actualmente vigente, el CESR creó un grupo de expertos en la materia, el denominado Expert Group on Investment Management<sup>5</sup>.

En línea con los tres pilares antes mencionados, el Grupo de Expertos de CESR ha centrado sus esfuerzos en dos áreas que son objeto de estudio por el presente trabajo, a saber, la necesidad de dotar de una mayor claridad a la definición de los activos aptos ofrecida por la Directiva y la mejora del procedimiento de notificación para hacer efectivo el denominado pasaporte de producto. Este último esfuerzo, se refiere también a la necesidad de dar una mayor transparencia a las normas locales de publicidad, en aras a incrementar la seguridad jurídica de los participantes del mercado.

<sup>5</sup>Grupo presidido actualmente por Lamberto Cardia, Presidente de la CONSOB italiana. El grupo de expertos ha constituido a su vez dos subgrupos y está asistido por un grupo de trabajo consultivo compuesto por participantes del mercado y representantes de los usuarios de servicios financieros.

Para ello, el CESR ha realizado, y se encuentra en la actualidad desarrollando, trabajos que se enmarcan tanto en el Nivel II del denominado procedimiento *Lamfalussy*<sup>6</sup>, como en el Nivel III de dicho procedimiento. En el Nivel II, el CESR ha prestado su asesoramiento a la Comisión en materia de activos aptos, ejerciendo una importante labor de consulta a los participantes del mercado, inversores y demás entidades afectadas, para facilitar la adopción por parte de la Comisión de medidas de carácter técnico que deban ser objeto de impulso. En el Nivel III, el CESR ha publicado unas pautas que constituyen un compromiso por parte de los supervisores miembros de dicho Comité para agilizar y hacer más sencillo el procedimiento de reconocimiento del pasaporte comunitario de fondos de inversión<sup>7</sup>.

### **2.2.2.1 El pasaporte europeo de producto**

La Directiva 611/1985, introduce el concepto del pasaporte europeo para los OICVM armonizados (lo que hemos venido denominando pasaporte de producto). Dicho pasaporte se fundamenta en el principio del reconocimiento mutuo entre Estados Miembros. De esta forma, la Directiva 611/1985 establece que los OICVM de un Estado Miembro pueden ser comercializados en otro Estado Miembro, estando sujeta dicha comercialización al procedimiento de notificación establecido por la Directiva en su artículo 46.

En virtud de dicho precepto, una vez hecha la notificación, el OICVM podrá iniciar la comercialización de sus participaciones en este otro Estado Miembro dos meses después de la misma, a menos que las autoridades del Estado Miembro interesado hagan constar mediante decisión motivada adoptada antes de la expiración de dicho plazo, que las modalidades previstas para la comercialización de participaciones no son conformes con las disposiciones a que se refieren el apartado 1 del artículo 44 y el artículo 45.

En definitiva, el procedimiento consiste en una mera comunicación, en el sentido de que el Estado de acogida o Estado notificado, no debe llevar a cabo una verificación de si la documentación recibida cumple o no con la Directiva, ya que es el Estado de origen que expide el certificado o “pasaporte” el competente para realizar esa comprobación. Sin embargo, los Estados de acogida conservan competencias residuales sobre publicidad de las instituciones de inversión colectiva que, en ocasiones, son utilizadas para evitar la comercialización de ciertos productos. En concreto, esas disposiciones locales han sido utilizadas por los Estados Miembros para impedir que se comercialicen, dentro de su territorio, OICVM que invierten en

---

<sup>6</sup>De acuerdo con el proceso normativo de Lamfalussy, el Nivel I contiene los principios marco, el Nivel II son las medidas de ejecución y el Nivel III se refiere a la cooperación reforzada entre los reguladores nacionales para asegurar una transposición de la legislación de los niveles I y II, que sea consistente y equivalente en todos los Estados Miembros, mediante la determinación de unos principios comunes y uniformes.

<sup>7</sup>“CESR’s guidelines to simplify the notification procedure of UCITS”, documento publicado el 29 de junio de 2006. Asimismo, es de destacar el trabajo acometido por el CESR en febrero de 2005, (CESR’s guidelines for supervisors regarding the transitional provisions of the amending UCITS Directives) donde se formulaban recomendaciones para lograr la convergencia de las diferentes prácticas administrativas de los Estados Miembros como consecuencia de las ambigüedades de las Directivas UCITS III. Ambos documentos están disponibles para su consulta en la página web de CESR <http://www.cesr-eu.org>.

activos que nos son considerados por el Estado de acogida como aptos. Esto se debe, como más adelante se explorará, al tratar de la cuestión de los activos aptos, a la falta de definición, por parte de la Directiva, de dichos activos, lo que ha provocado distintas interpretaciones por parte de los Estados Miembros.

Del aludido procedimiento de notificación destaca el plazo de dos meses. Este plazo ha sido objeto de especial atención en los trabajos de CESR, siendo uno de los objetivos de las pautas dictadas proceder, en la medida de lo posible y dentro de la normativa vigente, a acortarlo al máximo.

El plazo de dos meses es un plazo máximo, teniendo el silencio carácter positivo, por lo que transcurrido dicho período sin recibirse comunicación por parte de la autoridad competente, la institución de inversión colectiva podrá comenzar a comercializar sus participaciones o acciones, según sea el caso. En la práctica, las autoridades de los países en los que la institución se comercializará dictan resolución expresa de registro, si bien también es frecuente recibir comunicaciones indicando que falta algún documento poco antes de que expire el plazo de dos meses, lo que provoca una interrupción del mismo y una prolongación de la tramitación del expediente, que puede llegar a extenderse hasta cuatro meses –toda vez que el cómputo del plazo de dos meses no comienza a correr sino desde que la documentación está completa-.

El citado plazo de dos meses contrasta con los plazos establecidos para el reconocimiento de pasaportes de otros productos financieros. Así, por ejemplo, el pasaporte de valores negociables regulado en Directiva 71/2003, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, (en adelante, Directiva de Folletos). El principio que subyace en la Directiva 611/1985 y en la Directiva de Folletos es el mismo, esto es, el reconocimiento mutuo del folleto verificado por uno de los Estados Miembros de la Unión.

Siendo el principio de ambos pasaportes idéntico, la Directiva de Folletos establece un procedimiento para hacer efectivo el pasaporte notablemente más eficaz y, sobre todo, introduce una celeridad máxima. En efecto, los valores pueden comenzar a comercializarse transcurridos tres días después de que la autoridad del Estado de origen haya hecho a la autoridad del Estado de acogida la comunicación de la solicitud del reconocimiento por parte del emisor de los valores. Esta circunstancia, unida a que en la actualidad se están comercializando en España a través del procedimiento de pasaporte europeo certificados, notas y otros productos estructurados con subyacentes no admitidos como activos aptos para los fondos armonizados, determina que se esté colocando a los fondos de inversión en una posición competitivamente desventajosa.

La distinción entre el plazo de dos meses y el de tres días es evidente. Pero esta no es la única diferencia entre ambos pasaportes sino que, además, el procedimiento recogido en la Directiva de Folletos es mucho más eficaz porque se realiza entre supervisores y, su coste más reducido para los emisores, ya que sólo se exige la tra-

ducción a la lengua del Estado de acogida o lengua habitual en las finanzas de un resumen del folleto completo.

La forma en la que el CESR propone recortar este plazo es solicitando que los supervisores comuniquen dentro del plazo máximo de un mes si la documentación de la comunicación para solicitar el pasaporte se encuentra completa, lo que determina que en aquellos casos en que ésta lo sea se ha de proceder inmediatamente al reconocimiento de pasaporte, ya que el procedimiento sólo ha de verificar la existencia de la documentación requerida. De acuerdo con esta propuesta, para aquellos expedientes que se presenten completos ante el regulador, el plazo quedaría reducido a un mes.

### **2.2.2.2 Los activos aptos**

La constante evolución de los mercados financieros hace que los activos que se consideraban como aptos para la inversión de los OICVM en el año 1985, hayan quedado superados por nuevos productos y formas de inversión en la época actual. Por ello, la Directiva 108/2001/CE, ha ampliado la gama de los activos que pueden incluirse en las carteras de los OICVM.

Pese a esta puesta al día, varias dudas han surgido a la hora de dilucidar si ciertos instrumentos financieros deben ser considerados como activos aptos por parte de los OICVM.

Es fundamental conseguir la armonización en la interpretación de los activos aptos en los distintos Estados Miembros mediante su adecuada definición. En efecto, al transponer a los derechos locales la Directiva 108/2001, algunos Estados han interpretado la Directiva permitiendo una amplia flexibilidad de elección en materia de activos aptos, mientras que otros, han seguido criterios más conservadores, apelando a la necesidad de protección del inversor. Resulta necesario proceder a armonizar estas normativas nacionales ya que, en caso contrario, se fomentaría el arbitraje regulatorio de manera que los OICVM buscarían las jurisdicciones más flexibles para el registro de sus productos de inversión y, desde esos Estados, podrían hacer uso del pasaporte comunitario de producto para comercializar dichos productos en los restantes países de la Unión.

En concreto, se han planteado dudas sobre la interpretación de valores negociables, derivados, instrumentos del mercado monetario e índices financieros –en concreto si los índices sobre *hedge funds* han de ser considerados como índices financieros–.

Ante la necesidad de ofrecer más claridad y seguridad jurídica sobre los activos aptos, el 19 de marzo de 2007 se aprobó la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones de ciertos activos aptos<sup>8</sup>. En

---

<sup>8</sup>En la preparación de esta Directiva, la Comisión solicitó el asesoramiento técnico de CESR. Dicho asesoramiento técnico se concretó en el documento de CESR, de 29 de enero de 2006, titulado “CESR's advice to the European Commission on clarification of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS”, que en buena parte, ha sido seguido por la Directiva.

esta misma fecha, CESR publicó sus nuevas pautas sobre activos aptos, en las que se concretan algunos aspectos sobre los requisitos que deben reunir determinados instrumentos para ser incluidos en las carteras de los OICVM<sup>9</sup>.

Por último, en materia de activos aptos, debe de hacerse una breve referencia al reciente documento puesto a consulta por el CESR en materia de índices de *hedge funds* titulado “Clarification of the definitions concerning eligible assets for investment by UCITS: can hedge fund indices be classified as financial indices for the purpose of UCITS?”. Dicho documento sigue el criterio de considerar que los índices de *hedge funds* que cumplan los requisitos de diversificación, representatividad y publicidad previstos en la Directiva pueden ser considerados como índices financieros.

### 2.2.3 Interrelación entre la Directiva UCITS y la Directiva MIFID

La Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MIFID) supone la transformación más profunda jamás operada en los mercados de valores de la Unión Europea. La MIFID es una Directiva de alcance global que afecta a todos los intermediarios financieros que presten servicios de inversión y a los propios mercados donde se realizan las transacciones. Supone, por lo tanto, una transformación total de los mercados de valores tal y como los conocemos en la actualidad.

El nuevo marco que la Directiva dibuja no es sólo un nuevo régimen jurídico de obligado cumplimiento para las empresas de inversión, sino que debe ser considerado como una importante cuestión empresarial vinculada a aspectos capitales del funcionamiento de todos los participantes en los mercados financieros, incluidas las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).

La MIFID es la segunda directiva, después de la Directiva de abuso de mercado, que ha sido adoptada siguiendo el denominado procedimiento *Lamfalussy*. Por ello, la misma ha sido objeto de desarrollo por dos normas de Nivel II, en concreto, la Directiva 2006/73/CE y el Reglamento CE 1287/2006, ambos de 10 de agosto de 2006. Asimismo, el CESR se encuentra en la actualidad trabajando en el denominado Nivel III del procedimiento *Lamfalussy*. Dentro de estos trabajos, destaca el tratamiento propuesto por CESR en materia de incentivos<sup>10</sup>, al que nos referiremos más adelante.

En el presente capítulo, exploraremos la interrelación que existe entre la MIFID como norma de alcance general en los mercados de valores y las Directivas UCITS (por Directivas UCITS nos referimos a la Directiva 611/1985 y las Directivas 107 y

<sup>9</sup> “CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS”, publicado el 19 de marzo de 2007 y disponible en <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>10</sup> El primer documento en materia de incentivos fue publicado por el CESR el 22 de diciembre de 2006, bajo el título “CESR Consultation Paper on Inducements under MIFID”. La reacción de la industria a las propuestas de CESR fue bastante crítica, motivo por el cual CESR rectificó algunos de sus planteamientos iniciales, publicando el 13 de abril de 2007 un segundo documento de consulta, y el 29 de mayo sus recomendaciones finales.

108/2001 de modificación de la anterior). Para ello, comenzaremos estudiando en qué medida la Directiva MIFID resulta de aplicación directa a las SGIIC, para después considerar aquellos aspectos derivados de la aplicación de la Directiva a las empresas de inversión en materia de distribución de productos financieros, donde la MIFID impacta de forma especialmente relevante en lo que a la distribución de fondos de inversión respecta.

Antes de dar comienzo a este estudio, conviene advertir que al no estar aún transpuesta la Directiva en España y, al encontrarse aspectos muy relevantes en fase de consulta en sede del CESR, en el momento de preparación del presente trabajo, algunas de las conclusiones que aquí se presentan no han de entenderse como definitivas.

### **2.2.3.1 Aplicación de la MIFID a los organismos de inversión colectiva**

En materia de ámbito subjetivo de aplicación, la MIFID utiliza una técnica legislativa que podríamos calificar como compleja. La Directiva excluye de su ámbito de aplicación a los organismos de inversión colectiva. En efecto, por una parte el artículo 4 h) de la MIFID establece que la Directiva no se aplicará: “*a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén o no coordinados a nivel comunitario, ni a los depositarios y gestores de dichos organismos*”. Por lo tanto, de la lectura de este precepto resulta claro que los organismos de inversión colectiva no son sujetos pasivos de la MIFID. Recordemos que los sujetos obligados de la MIFID son, exclusivamente, las empresas de inversión y los mercados regulados, según el artículo 1.1 de la misma.

Sin embargo, en los mercados financieros actuales otros actores relevantes prestan servicios de inversión. Este es el caso de las entidades de crédito y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). Recordemos que la Directiva 107/2001, procedió a ampliar la gama de actividades y servicios que las SGIIC pueden desarrollar y, a efectos de su transposición, la LIIC española establece, en su artículo 40, que las SGIIC pueden además de su objeto social propio, realizar las siguientes actividades: (i) gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones, en virtud de un mandato otorgado por los inversores o persona legalmente autorizada, siempre que tales carteras incluyan uno o varios de los instrumentos previstos en el apartado 4 del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, (ii) asesoramiento sobre inversiones en uno o varios de los instrumentos previstos en el apartado 4 del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, (iii) custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.

Tomando en consideración el hecho de que desde la Directiva citada del año 2001 las sociedades gestoras de IIC pueden prestar los servicios de inversión señalados, el artículo 66 de la MIFID modifica el apartado 4, del artículo 5 de la Directiva 85/611, para establecer que ciertos preceptos de la MIFID (en concreto, el aparta-

do 2 del artículo 2 y los artículos 12, 13 y 19), se aplicarán a la prestación de tales servicios de inversión por parte de las sociedades gestoras.

Por lo tanto, en nuestro país, aquellas SGIIC que hayan procedido a ampliar su programa de actividades, o lo hagan en el futuro para incluir alguno de los referidos servicios de inversión, caerán bajo el ámbito de aplicación de la MIFID.

El problema que se plantea es si las SGIIC que incorporen en su programa de actividades servicios de inversión, deben quedar sujetas a los artículos referidos de la MIFID sólo cuando presten servicios de inversión o si lo han de estar respecto de la totalidad de actividades que llevan a cabo. Parece razonable sostener que las SGIIC no se convierten en empresas de inversión sólo por el hecho de incorporar en su programa de actividades la prestación de algún servicio de inversión, sino que deben serles aplicables las mismas reglas de juego que a las empresas de inversión y a otros sujetos obligados como las entidades de crédito, exclusivamente en tanto en cuanto estén prestando este tipo de servicios. De lo anterior se desprende de que los correspondientes artículos de la MIFID deberían aplicarse a las SGIIC sólo en la prestación de los servicios sujetos a su cumplimiento, pero no con motivo de la realización por la gestora de las actividades características que forman parte del concepto de gestión de organismos de inversión colectiva y que, de acuerdo con lo establecido en el Anexo II de la Directiva UCITS y en el artículo 64 del Reglamento de IIC, consisten en la gestión de las inversiones, la administración de las IIC y su comercialización.

Cuestión distinta es que aquellas SGIIC que presten simultáneamente servicios sujetos y no sujetos a MIFID, decidan voluntariamente acomodar su actividad íntegramente a los principios de la Directiva, por motivos de simplicidad y eficiencia, decisión que, en ningún caso, debería convertirse en una imposición normativa.

### **2.2.3.2 El impacto de la MIFID en la distribución de organismos de inversión colectiva**

En materia de distribución de organismos de inversión colectiva resultan de especial trascendencia los trabajos de CESR en materia de incentivos. En dichos trabajos<sup>11</sup> este organismo ofrece su interpretación sobre dos artículos de la MIFID y de la Directiva de Nivel II, respectivamente, que pueden tener un impacto muy relevante en la distribución de fondos de inversión. Nos referimos al artículo 19.1 de la MIFID y al artículo 26 de la Directiva de Nivel II.

El artículo 19, apartado 1 de la MIFID, exige que las empresas de inversión, en la prestación de servicios de inversión, actúen con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes. Dicho artículo 19 es desarrollado por el artículo 26, apartado 2, de la Directiva de Nivel II, en lo que respecta a la recepción o pago por la empresa de inversión de honorarios, comisiones u otros beneficios no monetarios.

---

<sup>11</sup> Ver nota 10

Este artículo recoge dos situaciones en las que un incentivo se considera no prohibido: (i) que sea recibido o entregado por el cliente o por una persona que actúe por su cuenta (artículo 26, letra a) o (ii) que se trate de un pago u honorario apropiado (*proper fee*), por permitir o ser necesario para la prestación del servicio (artículo 26, letra c).

Fuera de estos casos, sólo se podrán considerar no prohibidos aquellos incentivos que cumplan dos requisitos (artículo 26, letra b): (i) que, con carácter previo a la prestación del servicio y de forma clara, completa, exacta y comprensible, se revele al cliente su existencia, naturaleza y cuantía o método de cálculo; (ii) que esté diseñado para mejorar la calidad del servicio y no menoscabar el cumplimiento del deber de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente.

Evidentemente, este precepto, de no ser convenientemente interpretado y uniformemente aplicado, puede poner en peligro la actual red de distribución de fondos de inversión. Debe recordarse que la posibilidad de que las SGIIC comercialicen las acciones o participaciones de las IIC no fue contemplada hasta la modificación de la Directiva 85/611 operada por la Directiva 107/2001; por este motivo, tradicionalmente la comercialización de OICVM ha sido posible gracias a las redes comerciales de otras entidades financieras, en particular y para el caso español, de las entidades de crédito.

Generalmente, la retribución del servicio de distribución, imprescindible para poner los distintos OICVM a disposición del inversor final, se realiza mediante el establecimiento de una comisión de suscripción o reembolso en beneficio del comercializador, cuya exigencia representa, por tanto, un coste adicional para el inversor. No obstante, en el caso español se ha optado por otro modelo, el de las retrocesiones, en virtud del cual la gestora retrocede a favor del comercializador una fracción de su comisión de gestión: de este modo, el accionista o partícipe no afronta ningún gasto adicional, pues conoce desde el principio cuál es la comisión de gestión que va a soportar, no afectando a la rentabilidad de su inversión cómo se distribuya luego ésta entre la gestora y el comercializador.

La interpretación sostenida por el CESR no es favorable a la industria de los fondos de inversión, toda vez que parte de la presunción de que la retrocesión de una comisión en la distribución de fondos de inversión puede ser perjudicial para el inversor final, sin tomar en consideración que este esquema retributivo, constituye más una ventaja que un inconveniente para el inversor de fondos de inversión. En efecto, desde la perspectiva del inversor final la existencia de una red de distribución adecuada le garantiza el privilegio de poder elegir entre una gran diversidad de productos, a los que de otra forma no podría acceder, y la retribución de dicha red mediante retrocesiones no afecta a la rentabilidad de su inversión, pues no supone un coste adicional.

De este modo, el tratamiento de los incentivos propuesto por CESR puede poner en peligro el desarrollo de modelos de arquitectura abierta, cuyos beneficios para el inversor han sido reconocidos en el Libro Blanco de la Comisión Europea, y en

general la comercialización de OICVM, tanto doméstica como transfronteriza, ya que el pago de retrocesiones suele ser la forma más eficaz de acceder a nuevos mercados mediante la utilización de las redes de distribución de otras entidades.

## 2.2.4 Algunos retos de la inversión colectiva

En el presente apartado se abordan, por último, ciertas cuestiones que representan, a nuestro parecer, algunos de los retos más relevantes a los que se enfrenta, en la actualidad, la inversión colectiva, y ello tanto a nivel de la Unión Europea como desde una perspectiva más doméstica.

Dentro del primer grupo de cuestiones o cuestiones de carácter europeo, se encuentra la necesidad o no de regular a nivel de la UE ciertas formas de inversión alternativa de importancia creciente, como son los *hedge funds* o los fondos de *private equity*. Nos preguntamos, asimismo, sobre la necesidad de lograr una mayor armonización en materia de fondos inmobiliarios y por último, concluimos este capítulo fijándonos en una vehículo de inversión colectiva ya asentado en otros países de nuestro entorno pero novedoso en el nuestro. Nos referimos a los *Exchange Traded Funds* (ETF). Respecto de estos últimos y, dado que los mismos son objeto de estudio específico de la presente obra, nos limitaremos a examinar los retos concretos que afronta nuestro mercado local, motivados por la falta de regulación favorable de los ETF de carácter societario, circunstancia que junto con otras carencias que se recogen en el presente capítulo, podría colocar al mercado local emergente de ETF en una situación competitivamente desventajosa frente a otros mercados de la Unión.

### 2.2.4.1 ¿Es necesaria una regulación europea de los *hedge funds*?

La complejidad creciente de los productos de inversión, la diversificación cada vez mayor de los activos subyacentes y la aparición de estrategias de gestión alternativas hace conveniente plantearnos la posibilidad de armonizar, dentro de la Unión, estos vehículos que gozan de una acogida cada vez mayor entre los inversores.

En lo que respecta a los *hedge funds*, los mismos están presentes en los mercados financieros desde, por lo menos, hace 60 años, si bien sólo en un pasado mucho más próximo, su tamaño y número de inversores los ha transformado en pieza central de la actividad de inversión<sup>12</sup>. En julio de 2005, el subgrupo de trabajo que, en materia de inversión alternativa se ha creado en el seno de la UE y al que haremos referencia más adelante en el presente capítulo, estima que, a nivel mundial, los activos bajo gestión de este tipo de fondos alcanzan 1,2 trillones de dólares norteamericanos, 325 billones en la UE.

En efecto, el crecimiento de instrumentos de inversión alternativos más complejos constituye la respuesta a la demanda de inversores cada vez más sofisticados, pero

<sup>12</sup> En este sentido, ver el informe titulado "Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe", disponible en la página web de la Comisión Europea.

también podría suponer una fuente de riesgos. Una de las características que ha determinado el éxito de este producto es la base cada vez mayor de inversores que se acerca a los mismos, tales como fondos de pensiones, compañías aseguradoras y demás inversores institucionales, junto con un creciente apetito del colectivo minorista.

En la actualidad, la mayor parte de los Estados Miembros ha promulgado normativa regulando estos productos a nivel local. En España, por ejemplo, el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, recogió por primera vez estas figuras, aunque ha sido su reciente modificación, aprobada por Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, la que ha permitido acomodar la regulación de este producto a la realidad de los mercados internacionales.

Pese a que los desarrollos locales de los fondos de inversión alternativos han proliferado en los últimos años, no hay una norma comunitaria que sirva de punto de partida a las distintas legislaciones nacionales de los países miembros en esta materia. Lo anterior se entiende sin perjuicio del proceso de mimetismo que suele producirse en la regulación de los nuevos productos de inversión, porque los legisladores de los países que incorporan con más retraso un producto de inversión suelen tomar como punto de partida la normativa aprobada en otros países donde la figura ya existe. Este fenómeno determina que, en la práctica, encontraremos similitudes en la aproximación que los distintos países hacen de estas figuras de inversión colectiva.

Sin embargo, tal y como mencionábamos, a nivel comunitario no existe una norma que aborde esta figura de inversión. La cuestión que se plantea es clara: ¿deben regularse a nivel europeo estas formas de gestión alternativa?

Antes de entrar en el ámbito de la UE, debemos hacer una breve referencia al Informe sobre el entorno regulatorio de los *hedge funds*, publicado en noviembre de 2006 por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Dicho informe, que es continuación de un estudio llevado a cabo por el mismo organismo en el año 2003, recoge las conclusiones de un extenso cuestionario que fue preparado por el Comité Técnico del IOSCO. Fruto de este estudio se alcanzaron cuatro conclusiones:

1. No existe una definición legal uniforme de estos vehículos de inversión colectiva.
2. Al tratarse de una figura de inversión de reciente expansión no se dispone en la actualidad de datos históricos suficientes para abordar de forma sistemática todos los aspectos de riesgo que pueden derivarse de situaciones de fraude para los inversores.
3. El número de inversores minoristas que adquieren estos productos puede calificarse de muy bajo, si bien se detecta un cambio claro hacia un interés creciente de los mismos.

4. Son varias las jurisdicciones que están desarrollando normativa específica para la autorización y registro de los *hedge funds*. Además, aunque dicha regulación no existe, es frecuente que los distintos agentes que participan en la industria (gestores, promotores o asesores) estén sujetos a regulación, y que se les aplique la normativa relativa a información, publicidad o mantenimiento de registros. En la práctica totalidad de los países que han regulado localmente esta figura, existe la figura del gestor, promotor o comercializador asesor de inversiones del fondos de inversión alternativa.

A la vista de estas conclusiones y en espera de que los datos que se dispongan del sector permitan en el futuro obtener nuevas conclusiones, el IOSCO ha decidido continuar el estudio de estas figuras, centrándose en aspectos relativos al desglose de información, tarifas<sup>13</sup> y al aspecto fundamental de la valoración de activos.

Ya en el ámbito de la Unión Europea, después de la publicación del Libro Verde de fondos de inversión en diciembre del año 2005, que establecía las prioridades en materia de inversión colectiva, la Comisión Europea nombró dos grupos de expertos a los que les encomendó analizar las mejoras que deben acometerse en la normativa europea para incentivar el desarrollo de la inversión colectiva. Uno de estos grupos es el denominado *Expert Group on Alternative Investment Funds* que, en la actualidad, está analizando la organización del negocio de la inversión alternativa en Europa. En concreto, el encargo que este grupo ha recibido de la Comisión, es el de estudiar si los gestores de este tipo de activos encuentran barreras en el desenvolvimiento de sus actividades en el mercado europeo y si esas dificultades deben ser objeto de actuaciones por parte de las instituciones de la Unión Europea. A su vez, este grupo de expertos cuenta con dos subgrupos de trabajo: el subgrupo de *private equity funds* y el subgrupo de *hedge funds*.

Este último subgrupo de trabajo ha publicado en el mes de julio del año 2006, un documento de gran relevancia para el sector bajo el título “*Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*”. En adelante, haremos referencia a este trabajo como el Informe.

La cuestión de la necesidad o no de contar con una norma comunitaria reguladora de los *hedge funds* no tiene una respuesta unitaria. Por una parte, en la mayor parte de las jurisdicciones comunitarias, los productos de inversión alternativa no están destinados al inversor minorista o *retail*<sup>14</sup>, sino a inversores institucionales, profesionales, cualificados o sofisticados. Se asume, por lo tanto, que este tipo de inversores tiene el suficiente conocimiento para afrontar el riesgo asociado con los productos de inversión alternativa. Por lo tanto, parece que, desde la perspectiva de la protección del inversor, la regulación a nivel europeo de los *hedge funds* no sería necesaria o, por lo menos, distaría de ser una materia prioritaria.

<sup>13</sup> En este sentido ver también el reciente documento elaborado por el IOSCO “Consultation Report on Soft Commissions” de noviembre de 2006 disponible en la web de IOSCO.

<sup>14</sup> En España, por el contrario, las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión libre (IIC de IIC de IL), pueden comercializarse también al inversor minorista sin limitación alguna.

Otro argumento en contra de una regulación europea de los *hedge funds*, es el hecho de que, de abordarse la codificación de la materia de forma poco flexible, se correría el peligro de limitar la innovación en el desarrollo de estos productos, caracterizados por su constante cambio y dinamismo, pudiendo lastrar el futuro desenvolvimiento del mercado europeo de gestión alternativa. Dicho argumento ha sido precisamente recogido por el subgrupo de trabajo, que en el Informe citado considera que la regulación de las estrategias de inversión alternativas sería la antítesis de la flexibilidad que inspira el funcionamiento de los *hedge funds* y probablemente lastraría la libertad y dinamismo que caracterizan a estas figuras.

El subgrupo de expertos considera que la industria de la inversión alternativa está madurando de una forma en la Unión que no hace necesaria su regulación a escala europea. Es más, el Informe del grupo de expertos es tajante en su posición de no regular la materia, hasta el punto de considerar que una regulación a nivel europeo, en caso de ser desafortunada, podría producir una migración del negocio hacia territorios *off shore*.

En cuanto a la comercialización transfronteriza de los productos de inversión alternativa dentro de la Unión, la opinión del subgrupo de expertos a este respecto es que sin duda hay aspectos que han de abordarse, pero no con instrumentos legislativos o normativos. Por ello, el Informe identifica ciertas cuestiones en los que mediante pasos no normativos se podría trabajar para conseguir un mejor mercado de *hedge funds* en Europa. En concreto, dos son las recomendaciones que a este respecto formula el subgrupo de expertos:

1. Eliminar barreras de entrada a estos productos a inversores de distintas jurisdicciones.
2. Remover las barreras para la libre prestación de servicios entre los Estados Miembros para la prestación de servicios tales como administración de fondos o servicios de *prime brokerage*.

Por lo tanto, las previsiones futuras no pasan por la promulgación de una Directiva que regule los *hedge funds* europeos, de forma que el sector continuará madurando sin una regulación específica.

#### **2.2.4.2 ¿Debe tenderse a la armonización de los fondos inmobiliarios y de capital riesgo?**

Otro aspecto que está siendo examinado por las instancias europeas es la conveniencia de armonizar la regulación de ciertos productos de inversión que están adquiriendo, en los últimos tiempos, una importancia muy notable en el mercado europeo de la inversión colectiva. Nos referimos a los fondos inmobiliarios y a los de capital riesgo<sup>15</sup> (*private equity*).

---

<sup>15</sup> Por su parte, el fomento de los fondos de capital riesgo podría fortalecer el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas europeas con buenos potenciales de crecimiento.

En lo que concierne a los fondos inmobiliarios, producto de inversión que al igual que los fondos de capital riesgo y los *hedge funds* goza de gran éxito en la actualidad, los mismos no están siendo específicamente estudiados por los subgrupos de trabajo antes mencionados. Únicamente la Comisión Europea indica en su Libro Blanco que, en octubre de 2007, estudiará si es necesario introducir normativa sobre ciertos tipos de fondos, especialmente los fondos de inversión inmobiliaria, que no están cubiertos por el actual marco comunitario.

La falta de una regulación armonizada de estas figuras provoca que su procedimiento de registro en los distintos países miembros para su comercialización transfronteriza sea excesivamente gravoso, impidiendo, de esta forma, la formación de un mercado europeo para estos productos que cuentan con un buen acogimiento por parte de los inversores. El subgrupo de trabajo específico en materia de fondos de capital riesgo a la fecha de preparación del presente trabajo, a diferencia de lo que ocurre con el subgrupo de *hedge funds*, aún no ha publicado las primeras conclusiones del mandato recibido, por lo que habrá que esperar para conocer su dictamen y recomendaciones iniciales. Sin perjuicio de ello, parece a primera vista, que las dos recomendaciones formuladas en materia de inversión libre podrían ser exportables para favorecer que este tipo de fondos ganaran tamaño dentro de las fronteras de la Unión.

#### 2.2.4.3 Los ETF en España

Los *Exchange Traded Funds* (“ETF”) o fondos de inversión cotizados fueron incorporados a nuestro ordenamiento jurídico por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva. Los primeros ETF españoles han comenzado a negociarse durante el mes de julio del año 2006. En el momento de la preparación del presente trabajo, cotizan en nuestras Bolsas cinco ETF, tres de ellos sobre el Ibex 35 y dos sobre el Eurostoxx 50.

Sin embargo, a nuestro parecer, un reto relevante al que se enfrenta este nuevo segmento de mercado en nuestro país lo constituye el hecho de que el artículo 49 RIIC que regula esta figura, ha quedado ya obsoleto, pocos meses después de su promulgación<sup>16</sup>. Lo anterior se debe a que, tanto desde el punto de vista de los subyacentes aptos como desde la perspectiva del tipo de ETF que pueden negociarse en nuestro mercado, el citado artículo encorseta innecesariamente el crecimiento de un mercado emergente y con buenas expectativas.

Los ETF han evolucionado en los últimos años desde productos basados en índices de renta variable hacia productos estructurados de cobertura o apalancamiento en torno a índices de renta variable, así como hacia productos basados en índices de renta fija o incluso de materias primas (los fondos conocidos como *Exchange*

<sup>16</sup> El proceso para conseguir la normativa fiscal y mercantil que permitiera dar cabida a los ETF en nuestro ordenamiento jurídico fue muy largo, comenzándose los trabajos por los mercados secundarios españoles ya en el año 2002.

*Traded Commodities*, o su acrónimo en inglés, ETC). Por todo ello, se hace necesario que estos desarrollos del producto tengan cabida en nuestra normativa de forma que nuestros ETF puedan competir en unas condiciones equivalentes a las de los países de nuestro entorno.

En España, los ETF se han regulado en sede de fondos de inversión colectiva de carácter financiero, en concreto, en el artículo 49 del RIIC (Sección 3<sup>a</sup>, Capítulo I, Título III del RIIC). Lo anterior determina que una institución de inversión colectiva con forma societaria no podría ser considerada en nuestro ordenamiento como un ETF, ni por tanto puede acogerse a las especialidades previstas por la normativa, tanto en materia de inversiones como en lo relativo a su régimen fiscal.

Por último, otro de los inconvenientes del citado precepto lo constituye el hecho de que el mismo establece que “*deberán existir entidades que asuman el compromiso de ofrecer en firme posiciones compradoras o vendedoras de participaciones con un diferencial máximo de precios [...]*”. Al referirse el artículo en plural a entidades, la CNMV está exigiendo por lo menos dos especialistas por ETF. Si bien la figura del especialista resulta esencial para el correcto funcionamiento del ETF, el número de especialistas con los que cuente el producto dependerá en gran medida de la liquidez del activo subyacente. En el caso de que este número mínimo se limite a un solo especialista, que en todo caso cumplirá con las obligaciones establecidas por el mercado, la liquidez podría verse incrementada en la medida en que existan proveedores de liquidez.

### **3. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS IIC EN LA ACTUALIDAD**

En el capítulo que se expone a continuación, se ha tratado de ofrecer una visión completa del marco regulatorio en el que se desenvuelven en la actualidad las instituciones de inversión colectiva.

El capítulo comienza con un acercamiento al concepto de institución de inversión colectiva, para continuar abordando los antecedentes de nuestra regulación actual sobre esta materia. A través de dicho análisis, se aprecia cómo la normativa se ha ido desarrollando para tratar de adaptarse al creciente protagonismo alcanzado por estas instituciones, particularmente en las últimas dos décadas, configurando un marco jurídico cada vez más complejo y adaptado a la realidad cambiante de las instituciones de inversión colectiva y a la normativa proveniente de la Unión Europea.

De esta forma, la aprobación de la vigente Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 35/2003, de 4 de noviembre) supuso una importante modernización del marco jurídico existente en el sector al derogar la anterior Ley 46/1984, de 26 de diciembre, que estuvo en vigor casi veinte años. La actual Ley de IIC permite una adecuada flexibilidad para que las estructuras de inversión colectiva puedan adaptarse a los sucesivos y continuos cambios que demanda la industria nacional, pendiente siempre de la competencia de otros Estados europeos que tradicionalmente han contado con un marco normativo mucho más flexible que el español. Sin embargo, no por ello se han obviado las medidas y procedimientos necesarios para garantizar una protección adecuada a los inversores destacando la nueva legislación, precisamente, por un reforzamiento de las normas de conducta en este ámbito tendente a prevenir y gestionar los conflictos de interés.

A esta renovación de la inversión colectiva se suma la aprobación por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, que equipara el régimen jurídico español en muchos aspectos a las legislaciones de las jurisdicciones europeas más pujantes en este sector. Tanto la actual Ley como su Reglamento vienen a transponer las Directivas de modificación de la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985 (Directiva UCITS).

En el mismo sentido que acabamos de señalar, cabe destacar la gran repercusión que tendrá en el mercado de valores la próxima transposición en España, prevista para noviembre de 2007, de la Directiva europea 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (Directiva MIFID), a la

cual se hace referencia posteriormente en esta obra. Dicha influencia se materializa ya, por ejemplo, en el Anteproyecto de Ley, de 7 de marzo de 2007, por el que se modifica parcialmente la Ley 24/1998, de 24 de julio, del Mercado de Valores, de manera significativa.

Otra de las cuestiones básicas que se abordan dentro del régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva es la distinción –mucho más simple, en la actual normativa– entre las formas jurídicas que éstas pueden adoptar. Dos son las principales categorías que se utilizan para clasificar estas instituciones: por una parte, la que distingue entre instituciones de inversión colectiva de carácter financiero y las de carácter no financiero, y por otra la que diferencia entre fondos y sociedades.

Adicionalmente, se analizan otras figuras novedosas en nuestro Derecho y largamente esperadas por el sector de la inversión colectiva. Entre ellas, destacan las instituciones de inversión colectiva de inversión libre, los fondos de inversión cotizados o la estructura por compartimentos de las instituciones de inversión colectiva.

En esta obra, tampoco podía faltar el estudio de dos piezas clave en el ámbito de la inversión colectiva, como son las sociedades gestoras y los depositarios. Cabe señalar la preponderancia que adquieren las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva en la vigente Ley, en comparación con las escasas disposiciones de la Ley anterior. Entre las novedades de la LIIC destaca la ampliación de su ámbito de actividad, pues podrán ser autorizadas para realizar gestión discrecional e individualizada de carteras, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones, así como administración, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo. Entre las condiciones de ejercicio de la actividad de las sociedades gestoras que regula la Ley cabe señalar un régimen de comunicación de participaciones significativas similar al establecido en la Ley del Mercado de Valores para las empresas de servicios de inversión, además de la definición clara y exhaustiva de sus funciones. Destaca también la atención prestada a la delegación de funciones administrativas de las SGIIC en relación a las IIC gestionadas, fórmula bastante utilizada en la práctica y que, con la nueva legislación, es objeto de autorización y registro por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

También son objeto de estudio dos cuestiones que afectan a la actividad de las gestoras. Por una parte, se hace referencia en este capítulo a los requisitos específicos que deben incorporar aquellas SGIIC que pretendan asumir la gestión y administración de IIC de inversión libre y/o de IIC de IIC de inversión libre, y por otra, se analiza la extensión del pasaporte comunitario a las sociedades gestoras, así como la regulación específica, incorporada a estos efectos en la Ley española, sobre la actuación transfronteriza de las sociedades gestoras.

En cuanto a la entidad depositaria, entre los distintos aspectos de esta figura –cuya actividad principal es la custodia de los activos de las instituciones de inversión colectiva y la vigilancia de las funciones de las sociedades gestoras– que son objeto

de estudio en esta obra, se incluyen los requisitos de acceso a esta condición, sus obligaciones, su responsabilidad y el procedimiento de sustitución o suspensión de los mismos.

Especial atención se dedica a las normas de conducta, así como al régimen de supervisión e inspección para velar por su cumplimiento. Cabe señalar que en la regulación de estos aspectos el objetivo de la LIIC ha sido ampliar, sistematizar y completar las medidas ya previstas en la derogada Ley 46/1984, introduciendo en el marco legal de la inversión colectiva los elementos más avanzados que configuran un régimen moderno y eficaz de protección al inversor, que ya rige para el resto de parcelas del sector financiero.

Se somete para ello a las sociedades gestoras, a los depositarios, a las sociedades de inversión que no encomiendan su gestión integral a una sociedad gestora –comúnmente conocidas como autogestionadas–, así como a quienes ostenten cargos de administración y dirección en ellas al régimen de normas de conducta establecido en la Ley del Mercado de Valores; atribuyéndose las competencias de supervisión e inspección a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que la Ley otorga la facultad de acordar la intervención en determinados supuestos o la sustitución provisional de los órganos de administración y dirección o, incluso, la propia sustitución de la entidad.

Por otro lado, se analizan las normas específicas de la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva, así como los criterios de valoración y de determinación del patrimonio y de los resultados. Este análisis resulta conveniente dadas las especialidades de las normas contables existentes para el sector de la inversión colectiva. En el momento en que redactamos este apartado, se encuentra pendiente de aprobación una Circular de la CNMV, cuyo objeto es precisamente actualizar la normativa contable que resulta de aplicación a las IIC, así como dar respuesta a la problemática contable que plantean los nuevos activos aptos (como los depósitos en entidades de crédito) o la creación de IIC con compartimentos y clases o series.

Con objeto de conseguir una comprensión más clara de las instituciones de inversión colectiva y de sus diferencias con otras figuras de inversión, el Apartado 3.12 contempla las peculiaridades de estas instituciones frente a otro tipo de vehículos con los que pudieran tener elementos afines, en particular los fondos de pensiones, las entidades de capital riesgo o los fondos de titulización de activos.

Finalmente, el último apartado de este capítulo recoge un análisis, dentro del derecho comparado, de los llamados *hedge funds*, instituciones de inversión colectiva financieras no tradicionales que buscan la obtención de rendimientos más elevados que las inversiones tradicionales a través de la inversión en cualquier tipo de activo financiero, evitando la aplicación de las limitaciones que la normativa sobre concentración de inversiones o activos aptos impone a las instituciones de inversión colectiva tradicionales.

En España, el Reglamento de IIC regula tanto las IIC de inversión libre, como las IIC de IIC de inversión libre, es decir, lo que serían, respectivamente, *hedge funds* y fondos de *hedge funds*. La necesidad de adoptar un marco regulatorio que permita el desarrollo ordenado y completo de toda la potencialidad de estas figuras de inversión en nuestro país ha conllevado la reciente modificación (aprobada por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo) de los artículos 43 y 44 del vigente Reglamento de IIC concernientes a dichas instituciones. Esta modificación, centrada fundamentalmente en la flexibilización del régimen de los reembolsos, ha propiciado el impulso definitivo de esta figura en España.

En resumen, los siguientes apartados contienen un exhaustivo análisis del régimen jurídico de la inversión colectiva en España, para cuya elaboración, además de al tenor literal de las diversas normas jurídicas aplicables, se ha acudido a las respuestas a consultas planteadas a la CNMV, así como a otros criterios e interpretaciones de la norma, fundamentalmente de orden práctico pero no por ello menos importantes, fruto de la experiencia directa que proporciona la tramitación ante la CNMV de los distintos expedientes administrativos, relativos tanto a las propias IIC, como a sus sociedades gestoras, depositarios y comercializadores.

### **3.1 ¿QUÉ SON LAS IIC?**

El origen del concepto de IIC se remonta a la Ley de 15 de julio de 1952, que regulaba únicamente las sociedades de inversión mobiliaria (en adelante, “SIM”) definiéndolas en su artículo 1 como *“compañías anónimas que, teniendo un capital desembolsado no inferior a veinticinco millones de pesetas, tengan 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 y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica y política en otras sociedades”*, por lo que la primera aproximación al concepto de IIC en la legislación española se refería a sociedades anónimas dedicadas en exclusiva a la inversión en valores mobiliarios. Esta definición se mantuvo por la Ley de 26 de diciembre de 1958, que deroga a la anterior, y por las sucesivas disposiciones que sobre esta materia se dictaron en los años cincuenta.

En los años sesenta, se pasó de regular únicamente las SIM a la regulación de los fondos de inversión mobiliaria. Esto ocurre a partir del Decreto-Ley 7/1964, que modifica en algunos aspectos la Ley anterior, y regula dos tipos de instituciones, la de fondos de inversión mobiliaria y las de fondos de inversión inmobiliaria indirecta, que se refería a la inversión en sociedades cuyo objeto era la posesión y administración de bienes inmuebles.

No es hasta 1984, en concreto hasta la Ley 46/1984, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, “IIC”), por la que se regulan diferentes tipos de entidades de inversión, ya sea en activos financieros o no financieros, sociedades o fondos, en la que nace el concepto de IIC en el sentido que hoy conocemos.

En la actualidad, el concepto de IIC se recoge en el artículo 1.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC (en adelante, “LIIC”)<sup>1</sup> y en el artículo 1.2 del Reglamento<sup>2</sup> que la desarrolla (en adelante, “RIIC”). A pesar de que la exposición de motivos de la LIIC sostenga que las IIC aparecen definidas de forma amplia y flexible y de que la redacción utilizada en los artículos mencionados sea muy general, la citada normativa se ocupa de que queden delimitadas con cierta precisión. La definición de IIC contenida en la LIIC, replicada en el RIIC, es la siguiente:

*“Son instituciones de inversión colectiva aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.”*

El profesor Tapia Hermida<sup>3</sup>, identifica tres operaciones que realizan estas instituciones y que bien nos valdrían para comprender la definición dada por la normativa vigente. Estas son: (i) la captación de recursos del público, (ii) el destino de los recursos captados y (iii) el establecimiento de los rendimientos de las inversiones captadas y gestionadas.

Analicemos las tres ideas clave de la definición legal de IIC:

(A) *“Son instituciones de inversión colectiva aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público...”*

Las IIC tienen por finalidad la captación de recursos de diferentes inversores, ya sean individuales o institucionales de manera que, a través de una gestión e inversión profesionalizada y diversificada, realizada en interés del colectivo que forma la IIC, en bienes, derechos o valores de carácter financiero o no, en activos de mayor o menor riesgo, se obtenga una determinada rentabilidad.

Esto nos da una idea de la pretensión que anima a los redactores de la LIIC de introducir una definición amplia del concepto de IIC. Además, el RIIC añade:

*“Quedarán sujetas a la ley y a este reglamento las personas o entidades que, con los requisitos de publicidad y determinación de resultados previstos en el párrafo anterior, capten recursos para su gestión mediante el contrato de cuentas en participación y cualquier comunidad de bienes y derechos.”*

(B) *“... para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no...”*

El concepto de IIC es muy abierto en cuanto a las clases de activos en los que puede decidir invertir. No obstante, tanto la LIIC como el RIIC acotan los activos

<sup>1</sup>BOE nº 265, de 5 de noviembre de 2003.

<sup>2</sup>Real Decreto 1.309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva (BOE nº 267, de 8 de noviembre de 2005; corrección de errores en BOE nº 301, de 17 de diciembre).

<sup>3</sup>Ver TAPIA HERMIDA, A.J. “Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido”, RDBB nº 93/Enero-Marzo 2004, pág. 83.

aptos para la inversión para las IIC haciendo la pertinente distinción entre aquellas que tienen carácter financiero y las que no –ver apartado 3.5:

1. IIC de carácter financiero (art. 30 de la LIIC y art. 36 del RIIC):

Estas IIC tienen como objeto la inversión en activos y otros instrumentos financieros. Los tipos de activos en los que pueden invertir estas entidades son los siguientes:

- Valores e instrumentos financieros previstos en los párrafos primero y a) del artículo 2 de la Ley 24/1998, de 24 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), admitidos a cotización en Bolsa o en otros sistemas organizados de negociación o mercados de cualquier país que cumplan los siguientes requisitos:
  - (a) ser mercados con un funcionamiento regular;
  - (b) proteger de manera equivalente a los mercados oficiales españoles y,
  - (c) tener reglas de funcionamiento y transparencia equiparables a las de los mercados oficiales españoles.
- Valores o instrumentos financieros similares a los anteriores en los que se haya solicitado su cotización en Bolsa en las mismas condiciones que en el apartado anterior.
- Acciones y participaciones de otras IIC autorizadas por la Directiva 85/611/CEE siempre que su normativa no permita invertir más del 10% de su patrimonio en otras IIC.
- Acciones y participaciones de otras IIC de carácter financiero no autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE siempre que,
  - (a) no inviertan en otras IIC o si lo hacen su reglamento permita hasta un máximo de un 10% de su patrimonio;
  - (b) las IIC subyacentes estén radicadas en un país de la OCDE y que mantengan cooperación e información con las autoridades supervisoras españolas;
  - (c) la normativa sobre régimen de inversiones, segregación de activos, endeudamiento, apalancamiento y ventas al descubierto sean similares a la normativa española y,
  - (d) se informe de su actividad semestral y anualmente.
- Instrumentos financieros derivados negociados en los mercados contenidos en el primer punto siempre que el activo subyacente cumpla con los requisitos de los puntos anteriores.

- Instrumentos derivados negociados en mercados que no cumplan los requisitos del primer punto sujetándose a ciertas condiciones que varían dependiendo de que sean o no líquidos y tengan un valor que pueda determinarse con precisión en cada momento.
- Depósitos en entidades de crédito que puedan ser líquidos en un período no superior a 12 meses en países miembros de la UE o no miembros, sujetándose estos últimos a ciertos requisitos.
- A las sociedades de inversión se les permite invertir, hasta un máximo del 10% de su patrimonio financiero, en bienes inmuebles y muebles necesarios para el ejercicio de su actividad y algunas otras clases de activos e instrumentos financieros.

Además, la LIIC y el RIIC, señalan otras limitaciones que procederemos a sistematizar aquí:

- a) Limitaciones respecto al coeficiente de liquidez: las IIC tienen la obligación de mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 3%.
- b) Limitaciones respecto a la inversión en valores no cotizados: la inversión en estos valores está sujeta a (i) que se trate de valores emitidos por entidades con residencia en algún país miembro de la OCDE o que hayan sido autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, “CNMV”) y (ii) que no exista limitación alguna a su libre transmisión. Además, la inversión de cada IIC en valores no cotizados de un mismo emisor no debe superar el 2% de su patrimonio y, si se trata de emisores del mismo grupo, el 4%.
- c) Limitaciones respecto a la inversión en valores emitidos por una misma entidad: sin perjuicio del porcentaje aplicable en los casos de valores no cotizados señalado en el apartado b) anterior, se establece un límite del 5% a la inversión en valores emitidos por una misma entidad, aunque se puede ampliar al 10% con la limitación de que las inversiones que superen la primera de las limitaciones no excedan del 40% del patrimonio total de la IIC.
- d) Limitaciones respecto a la inversión en valores emitidos por entidades públicas: cuando se trate de valores emitidos por un Estado Miembro de la UE, una Comunidad Autónoma, entidades locales, organismos internacionales de los que España sea miembro u otros Estados cuya solvencia calificada por una agencia sea igual o superior a la de España, el límite a la inversión es del 35% y además no existe limitación al porcentaje sobre el patrimonio de la IIC, dado el menor riesgo que supone la inversión en esta clase de IIC respecto de las restantes.
- e) Limitaciones respecto a la inversión en renta cualificada: la inversión en obligaciones garantizadas por activos y privilegiadas en caso de concur-

so del emisor es del 25%. Cuando la inversión en varios de estos emisores supere el 5%, existe una limitación al porcentaje de inversión sobre el patrimonio total de la IIC del 80%.

- f) Limitaciones respecto a la inversión que reproduzca un índice o una renta fija representativa de mercados pertenecientes a un Estado Miembro de la UE: se podrá invertir hasta el 20% del patrimonio de la IIC y se podrá ampliar hasta el 35% para un único emisor (cuando concurren circunstancias especiales en el mercado, según valoración de la CNMV), siempre que:
  - (i) tenga unas características similares a las que se exigen en la legislación española para obtener la calificación de mercado secundario oficial;
  - (ii) tenga una composición diversificada;
  - (iii) sea de fácil reproducción;
  - (iv) sea una referencia adecuada para el mercado o un conjunto de valores; y
  - (v) tenga una difusión pública adecuada.
- g) Limitaciones respecto de la inversión con referencia a un determinado índice: si la IIC cumple los mismos requisitos exigidos en el apartado f) podrá invertir hasta el 10% en un mismo inversor, ampliable en otro 10% si la inversión se realiza en instrumentos financieros derivados que se negocien en mercados secundarios oficiales o extranjeros que sean asimilables. Si lo autoriza la CNMV, este límite total del 20% es ampliable hasta el 35%.
- h) Limitaciones respecto de la inversión en contrapartes: la inversión en contrapartes frente a las que se tenga posiciones en productos derivados no puede superar el 20% del patrimonio de la IIC. El total de las inversiones hechas en valores de un mismo emisor y de las posiciones frente a éste en productos derivados está limitado al 35% del patrimonio de la IIC. Cuando la posición frente a la contraparte sea derivada de la inversión en derivados OTC o de la inversión en derivados negociados en mercados organizados en que no existe depósito de garantías y cámara de compensación, el límite es del 5% (o del 10% si la contraparte es alguna entidad de crédito sujetándose a ciertos requisitos).
- i) Limitaciones respecto a la inversión en IIC: no se permite invertir más del 45% del patrimonio de una IIC en otra IIC, excluyéndose las IIC cuya política sea la inversión en un único fondo financiero. Cuando las IIC se deseen comercializar en Europa como armonizadas, el límite se reduce al 20% por IIC y al 30% sobre el patrimonio de la IIC inversora.

- j) Limitaciones con respecto a la inversión máxima en activos en circulación emitidos o avalados por una misma entidad: no se puede invertir en más del 5% del total de estos valores emitidos o avalados.
2. IIC de carácter no financiero (art. 36 de la LIIC y art. 56 del RIIC):

Estas IIC tienen como objeto la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados a su arrendamiento. Los tipos de inmuebles en los que pueden invertir esta clase de entidades son:

- Inmuebles finalizados.
- Inmuebles en construcción (también sobre plano) cuando cuenten con autorización o licencia para ser edificados.
- Opciones de compra sobre los referidos inmuebles, siempre que el valor de la prima no supere el 5% del precio de ejercicio del inmueble.
- Compromisos de compra a plazo de inmuebles, cuando el vencimiento no supere los dos años y no conlleven prohibiciones a la libre transmisibilidad.
- Otros derechos sobre inmuebles siempre que sea posible que sean arrendados.

(C) “...siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.”

Cuestión importante es señalar que la asignación de los rendimientos de la IIC se establecerá en función de los resultados colectivos y que tales resultados de la gestión e inversión se reparten en proporción a la aportación del partícipe o accionista de la IIC.

La determinación se hace sobre la base de la valoración del patrimonio de la IIC, dividido en las acciones o participaciones en circulación a las que se les ha atribuido un valor. Se trata del llamado “valor liquidativo”.

### **3.2 ANTECEDENTES EN LA REGULACIÓN DE LAS IIC**

No existe unanimidad en la doctrina a la hora de establecer el nacimiento y primeros antecedentes de las IIC. La mayoría señala a los *investment trusts* británicos del siglo XIX como el primer precedente de lo que hoy son las IIC. Lo que sí es cierto, es que en España el origen de las IIC es tardío; las características de estas entidades se han ido perfilando a través de la regulación sobre la materia que abarca desde la primera Ley de 15 de julio de 1952<sup>4</sup> hasta hoy. Actualmente, su regulación se contiene en la LIIC y el RIIC, además del desarrollo normativo que han elaborado básicamente el Ministerio de Economía y Hacienda y la CNMV<sup>5</sup>.

<sup>4</sup>Aunque una doctrina minoritaria sugiere que su origen es anterior, situándolo en la sociedad comanditaria Ahorro y Fortuna, creada en Santa Cruz de Tenerife en 1912.

<sup>5</sup>Entre las más recientes e importantes, hemos de destacar la Circular 1/2006, de 3 de mayo sobre las IIC de inversión libre y la Circular 3/2006, de 26 de octubre sobre folletos explicativos de las IIC.

### 3.2.1 Ley de 15 de julio de 1952

La primera vez que nos encontramos regulado en derecho español un concepto aproximado de lo que hoy conocemos como IIC es en la Ley de 15 de julio de 1952, sobre régimen jurídico fiscal de las SIM cuyo objetivo, según su exposición de motivos, era la estimulación del ahorro nacional dirigiéndolo hacia objetivos de inversiónmobiliaria, concediendo exenciones fiscales para aquellas sociedades que cumpliesen los requisitos exigidos ya que, siguiendo la experiencia de algunos otros países, la neutralidad tributaria era un elemento clave para el buen funcionamiento y la atracción de la inversión colectiva.

Siguiendo a Malpica Muñoz<sup>6</sup>, las características definitorias de esta Ley fueron fundamentalmente dos: por un lado, esta Ley sólo contempla las sociedades de inversión de capital fijo o SIM, sin regular, en cambio, los fondos de inversión (IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, en adelante, "FI"). Por otra parte, introdujo un régimen fiscal específico para este tipo de entidades en el caso de que cumplieren una serie de requisitos y de condiciones relacionadas con las inversiones.

Como se aludía en el apartado 3.1 anterior, la primera aproximación a la regulación de lo que hoy se conoce como IIC hablaba de SIM definiéndolas como "*compañías anónimas*" cuyo objeto era la adquisición y gestión de activos mobiliarios. No obstante, como deja patente la exposición de motivos de la Ley de 26 de diciembre de 1958, la intención de la Ley de 1952 no era regular detalladamente las SIM, sino solamente aquellas que tenían derecho a la obtención de beneficios fiscales cumpliendo los requisitos establecidos por la Ley, fundamentalmente, en cuanto a la composición de sus inversiones.

Centrándonos ahora en las características propias la Ley de 1952, se exigía que las SIM tuvieran un capital mínimo desembolsado equivalente a veinticinco millones de pesetas, con un porcentaje mínimo de inversión en valores cotizados en Bolsa. Estas inversiones eran también limitadas en dos sentidos: al invertir en un valor había que respetar unos límites en relación al activo total de la SIM y al capital de la sociedad objeto de la inversión. En este sentido, el artículo 2.5º de la Ley, prohibía invertir más del diez por ciento del activo de la SIM en valores emitidos por una misma sociedad, ya fueran acciones, participaciones, obligaciones o valores de cualquier otra clase. Además, las SIM tampoco podían participar en más del diez por ciento del capital de las sociedades en las que estaban interesadas, ni tampoco estar en posesión de obligaciones que junto con el número de acciones poseídas de una determinada sociedad superasen dicho límite.

Las entidades que cumplían con los requisitos fijados en la Ley gozaban de importantes beneficios fiscales. Para ello, debían realizar una solicitud al Ministerio de Hacienda acreditando el cumplimiento de aquéllos. En el caso de que después de

---

<sup>6</sup>Malpica Muñoz, Antonio M., artículo sobre el Régimen General de las Instituciones de Inversión Colectiva, incluido en el libro sobre "Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva" publicado por la editorial La Ley-Wolterskluwer en febrero de 2007.

que se aprobase la mencionada exención tributaria se produjese algún incumplimiento, la entidad podía regularizar su situación en dos meses. De no hacerlo así, podía ser sancionada, y si después de ello reincidía, se destituía e inhabilitaba a los administradores. En aquellos casos más graves, el Consejo de Ministros podía llegar, incluso, a eliminar el régimen fiscal previamente establecido.

### **3.2.2 Ley de 26 de diciembre de 1958**

La anterior normativa fue derogada por la Ley de 26 de diciembre de 1958, de sociedades de inversión mobiliaria. Esta norma, aun manteniendo el nivel de garantías y seguridad de los accionistas conferida por la primera Ley, dotó de una mayor flexibilidad a aspectos relativos a la actuación de estas entidades e introdujo las mejoras que se habían manifestado como necesarias durante la vigencia de la anterior norma.

Esta Ley mantuvo dos características en común con la anterior: su principal objetivo fue la regulación del régimen fiscal de este tipo de entidades y, de nuevo, sólo reguló el tipo societario de las SIM.

En cuanto a los límites de inversión de las SIM que introdujo la Ley de 1958, daremos, a continuación, los más significativos. Por un lado, el porcentaje del activo que las SIM podían invertir en valores no podía superar, en ningún caso, el cincuenta por ciento del patrimonio social. Un noventa por ciento de las inversiones debían efectuarse en valores mobiliarios de renta fija o variable, cotizados o no, en Bolsas oficiales. Además, en el caso de inversiones en valores industriales o mercantiles cotizados en Bolsa, éstos debían haber sido emitidos por entidades que contasen, al menos, con tres años de existencia y que tuviesen los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias legalmente aprobados en la fecha de adquisición de sus títulos por la SIM.

Además, la Ley introdujo algunas novedades como la posibilidad de invertir hasta un treinta por ciento del capital de la entidad en valores no cotizados y siempre que, además se reuniesen ciertos requisitos, entre los que destacan la autorización del Ministro de Hacienda, previo informe de la Junta de inversiones. También se ampliaron los límites de las inversiones en valores cotizados, tanto en relación con el activo de la SIM, como con el capital de la sociedad objeto de la inversión.

Por otro lado, comparando las disposiciones de esta Ley con la normativa anterior, destaca que (i) se mantuvo una limitación en cuanto al porcentaje del activo que se invierte en una sociedad, aunque dicho límite aumentó hasta un veinticinco por ciento (en la Ley de 1952 este límite era de un diez por ciento) y (ii) al igual que en la normativa anterior, una SIM seguía sin poder participar en más de cierto porcentaje en el capital social de las sociedades objeto de inversión.

### **3.2.3 Decreto Ley de 30 de abril de 1964**

Esta disposición modificó parcialmente la Ley de 1958, pero su característica más relevante es que, por primera vez, reguló las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (en adelante, “SIMCAV”), los Fondos de Inversión (en adelante, “FI”), la figura de las Sociedades Gestoras (en adelante, “SG”) y las Entidades Depositarias (en adelante, “ED”).

Además, la nueva norma reforzó la solvencia de las SIM, elevando su capital mínimo de veinticinco a cincuenta millones de pesetas, adaptándolo así a las nuevas necesidades del mercado que requerían compañías con mayor solidez de recursos propios.

Las SIMCAV eran entidades con un capital mínimo de veinticinco millones y sin máximo establecido, siempre y cuando su constitución se efectuara mediante emisión y desembolso simultáneos del capital. Estas entidades funcionaban de manera similar a la que lo hacen en la actualidad, también podían emitir y recomprar sus acciones, incluso dejando el capital en circulación por debajo del mínimo establecido por un plazo de hasta un año.

Pero quizás, la novedad más importante del Decreto Ley de 1964 fue la introducción de los FI en el ordenamiento jurídico español. Estos fondos podían ser de dos clases: (i) mobiliarios, en cuyo caso su objeto era la adquisición, tenencia, disfrute o enajenación de valores admitidos a cotización (observemos que en el caso de los fondos se mantiene la limitación de invertir en empresas cotizadas, que en las sociedades ya se había levantado en la Ley de 1958) o (ii) inmobiliarios, es decir, fondos cuyo fin era la inversión y administración de bienes inmuebles.

Con la creación de los FI aparecen dos nuevos tipos de entidades: por un lado, las SG que se encargaban necesariamente de la representación, gestión y administración de los FI por carecer éstos de personalidad jurídica propia y, por otro lado, las ED que eran las encargadas de prestar servicios de custodia al FI.

Otra de las novedades, fue la creación de la figura del “Representante del Estado” encargado de que los FI cumplieran con los requisitos legalmente establecidos. El Representante del Estado tenía la posibilidad de asistir a los consejos de administración de estas entidades para el cumplimiento de sus funciones. Sin embargo, en la práctica, los FI no existieron hasta la Ley 46/1984 de 26 de diciembre, probablemente porque se suprimió este requisito de “vigilancia”.

Por último, el régimen fiscal establecido tanto para SI como para FI se sujetaba a ciertos requisitos como el objeto social, la nacionalidad del accionariado (se exigía que la mayoría fuese español) o las inversiones realizadas. Además se obligaba, en ambos casos, a que cotizasen en Bolsa, si bien la aplicación de dicho régimen fiscal no estaba condicionada a esta obligación por el Real Decreto de 30 de abril de 1964 y no fue hasta la Orden Ministerial de 12 de noviembre de 1973 en que también se exigió la admisión a cotización para disfrutar del mismo.

### 3.2.4 Ley 46/1984, de 26 de diciembre

La Ley 46/1984 de 26 de diciembre, reguladora de las IIC, y su reglamento de desarrollo sentaron las bases para la implantación definitiva de la inversión colectiva en el sistema financiero español. Esta Ley y sus posteriores adaptaciones derivadas de las necesidades del mercado desembocarían en la actual Ley 35/2003. Como expresa esta Ley de forma clara en su exposición de motivos, la Ley 46/1984 “*estableció un régimen jurídico orientado a facilitar el desarrollo pleno de la inversión colectiva en España, que la regulación anterior había sido incapaz de promover, en el marco de un sistema financiero que iniciaba entonces la fase definitiva de su proceso de reforma y modernización*”.

Esta Ley impone definitivamente un cambio de enfoque en la normativa de las IIC. En esta ocasión, el legislador en lugar de enfocar la norma desde el punto de vista fiscal, se preocupa más de los aspectos estrictamente financieros y regulatorios del sector de la inversión colectiva. Mientras la anterior regulación establecía las bases para un régimen fiscal neutral para este tipo de instituciones, esta norma tiene pretensiones más ambiciosas, al establecer los requisitos necesarios para el ejercicio de las actividades propias de las IIC.

Como señala el profesor Tapia Hermida<sup>7</sup>, son tres los objetivos básicos de esta norma:

- modernizar la regulación de las IIC, centrándola en la difusión de la propiedad mobiliaria y en la diversificación de los riesgos asumidos;
- ampliar las alternativas ofrecidas al inversor, flexibilizando el régimen de las IIC; y
- potenciar los mecanismos de seguridad en la gestión del ahorro colectivamente captado, tales como la información económica y financiera y la auditoría externa.

Siguiendo a Malpica Muñoz<sup>8</sup>, nos centraremos ahora en destacar brevemente los siguientes aspectos de la Ley 46/1984, sin perjuicio, de que en apartados posteriores sean analizados en detalle:

- a) La distinción de los tipos de IIC.
- b) Los tipos de inversiones.
- c) Las normas de conducta.
- d) Las obligaciones de información.
- e) La Comisión de Control y Auditoría.
- f) Las Comisiones de Gestión.
- g) Las Sociedades Gestoras.
- h) Las Entidades Depositarias.
- i) El Régimen fiscal.

<sup>7</sup>Tapia Hermida, Alberto Javier. “Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización”. Ed. Dykinson, 1998.

<sup>8</sup>Malpica Muñoz, Antonio María, artículo sobre Régimen General de las Instituciones de Inversión Colectiva, incluido en el libro sobre “Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva” publicado por la editorial La Ley-Wolterskluwer en febrero de 2007.

a) La Ley 46/1984, introdujo la novedad de que por primera vez se diferenció entre IIC financieras y no financieras:

- Las IIC financieras son las SIM, FIM, FI en activos del mercado monetario –FIAMM– y todas las que tengan como objetivo principal la inversión y gestión de activos financieros, cuando el rendimiento para el inversor se establezca en función de los resultados colectivos.
- Las IIC no financieras, se definen, por exclusión, en el artículo 1.2 de la Ley como aquéllas que operan en activos de naturaleza distinta al dinero, valores mobiliarios, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito y otros valores mercantiles.

b) Inversiones

La Ley contiene normas diversas sobre las inversiones. Los FIAMM, por ejemplo, sólo podían invertir en activos a corto plazo del mercado monetario. Además se regulaban otra serie de limitaciones en cuanto a las IIC de carácter financiero.

Se establecieron limitaciones a la inversión, tanto desde el punto de vista del patrimonio de la IIC inversora, como desde el punto de vista del total de títulos en circulación de la sociedad objeto de la inversión. Además, se introdujeron por primera vez limitaciones a la inversión en otras IIC y en sociedades pertenecientes al mismo grupo.

Otras limitaciones estaban referidas al porcentaje mínimo del patrimonio de la IIC que debía estar invertido en los activos que se establecían para cada tipo de IIC y al coeficiente de liquidez mínimo de las inversiones de las IIC (excepto para las SIM).

c) Normas de conducta

La Ley 46/1984 regulaba, en cierta manera, el comportamiento de las IIC y en parte inspiró la regulación posterior que, sobre las normas de conducta, realizó la LMV. Se definían aspectos como los parámetros de comportamiento de administradores y gestores, la publicidad sobre las participaciones ostentadas o las operaciones de compra y venta de valores en cuanto a las condiciones de mercado en que se debían realizar.

d) Obligaciones de información

Las IIC debían publicar tres documentos básicos: un folleto, una memoria con carácter anual y un informe trimestral sobre la evolución de la entidad, además de entregar a los socios o partícipes documentación informativa en el momento de la suscripción. Además, debían hacerse públicos, como hechos relevantes, aquellos hechos que afectaran o pudieran afectar significativamente a la consideración del valor de las acciones o participaciones de las IIC. Al igual que en la actualidad, la consideración concreta para calificar la existencia de

un hecho relevante no estaba exenta de cierto subjetivismo, que se veía mitigado en base a los antecedentes y al propio criterio de la CNMV.

e) Comisión de Control y Auditoría

La Ley 46/1984 creó la figura de la Comisión de Control y Auditoría, un órgano cuya existencia, normas de constitución y funcionamiento debía preverse en los Estatutos de las SI, que por un lado coincide con las funciones de un Consejo de Administración y por otro, posee algunas de las facultades de una Junta de Accionistas. Este órgano se podía constituir a petición de accionistas que representasen, al menos, el 10% del capital. Además cada accionista o partícipe o grupo de ellos, podía nombrar a un vocal en la Comisión de Control y Auditoría. El número de vocales debía ser par, por lo que es fácil pensar en las posibles dificultades que se podían derivar en cuanto al resultado de las votaciones.

Entre sus funciones estaba el nombramiento de auditores y el cuidado de los intereses y de la correcta información de los accionistas o partícipes en las IIC. Para ello disponían de algunas facultades como, por ejemplo, solicitar la información que creyesen necesaria del Consejo de Administración y la posibilidad de solicitar a éste la convocatoria de Junta General.

Sin embargo, al no ser obligatoria la constitución de esta Comisión de Control y Auditoría la aceptación de la nueva figura fue bastante escasa. No obstante, a partir de la Ley 44/2002 de 22 de noviembre, conocida como Ley Financiera, se impuso a las sociedades cotizadas la obligación de contar con una Comisión de Control y Auditoría. En tanto que sociedades cotizadas, las SI tuvieron que constituir dichas Comisiones, sin perjuicio de lo cual, dada la naturaleza y actividad propia de las sociedades de inversión que, como fácilmente se comprende, difiere de la que tienen el resto de sociedades cotizadas, la importancia de la actividad real de las Comisiones de Control y Auditoría de las SI fue muy limitada.

f) Comisiones de gestión

La Ley preveía que su reglamento de desarrollo pudiera establecer límites al importe global de las comisiones de gestión y de depósito que pudiera percibir un FI, algo que suponía una novedad tanto en la regulación para IIC a nivel español como respecto a la regulación sobre esta materia en países de nuestro entorno. El reglamento estableció dichos límites distinguiendo, FIM y FIAMM, mientras que, en el caso de las SI las comisiones continuaban siendo libres.

La regulación de las comisiones máximas de gestión y depósito fue otra de las novedades de esta nueva regulación que no tuvo demasiada acogida, ya que nunca se llegaron a aplicar los máximos establecidos reglamentariamente. Sin embargo, y a pesar de ello, posteriormente el Gobierno redujo dichos máximos.

g) Sociedades Gestoras

La función de las SG era la de vigilar y garantizar los intereses de los partícipes y accionistas, además de ser responsables ante éstos del cumplimiento por parte de las IIC de las normas que les resultaban aplicables.

Los requisitos que debían cumplir las SG era tener unos recursos propios mínimos de 50 millones de pesetas incrementados en el tres por mil del valor del patrimonio administrado (con ciertos límites) y dedicarse exclusivamente a la administración y representación de IIC y la gestión por cuenta ajena de patrimonios. Además, podían gestionar IIC las Sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados inscritas en el correspondiente Registro.

Al menos un 60 por ciento de dichos recursos propios debían invertirse en títulos de Deuda del Estado, Tesoro y Comunidades Autónomas, y en valores admitidos a cotización en Bolsa.

h) Entidades Depositarias

La Ley establecía que los FI y las SIMCAV debían tener obligatoriamente una ED, pero no así las SIM. El artículo 27.3 de la Ley permitía que las ED fueran bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, colegios de agentes mediadores y sociedades instrumentales de agentes mediadores inscritas en el correspondiente Registro Mercantil.

La ED debía ser única para cada IIC. Además no podían concurrir en una misma entidad las funciones de SG y depositario, ya que la finalidad de las ED era la de vigilancia y control, por ello, resultaba contrario a este objeto la coincidencia en una misma entidad de la condición de SG y ED de una IIC. De esta manera se evitaban problemas de conflictos de intereses y de información.

i) Régimen fiscal

El objetivo principal de esta norma en el orden fiscal era fijar un régimen tributario de neutralidad, de manera que el contribuyente soportara la misma carga fiscal tanto cuando invirtiese en activos directamente como cuando lo hiciese a través de una IIC.

### **3.2.5 Directiva 85/611/CEE**

La Directiva Comunitaria 85/611/CEE persigue armonizar las legislaciones de los países del ámbito europeo en materia de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. Además se ocupa de otros dos aspectos de la regulación de este tipo de instituciones: la protección de los partícipes o accionistas y la facilitación de la comercialización o acciones en estos organismos en los diferentes países miembros.

El artículo 1 de la Directiva define los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (en adelante, “OICVM”) de la siguiente manera:

*“2.- Para los fines de la presente Directiva y sin perjuicio del artículo 2, se entenderá por «OICVM» los organismos:*

- *cuyo objeto exclusivo sea la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obtenidos del público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y*
- *cuyas participaciones sean, a petición de los tenedores, vueltas a comprar o reembolsadas, directa o indirectamente, a cargo de los activos de estos organismos. Se asimila a tales nuevas compras o reembolsos el hecho de que un OICVM actúe para que el valor de sus participaciones en Bolsa no se separe sensiblemente de su valor de inventario neto.”*

El artículo 2º de la Directiva acota el ámbito de regulación de esta norma a las entidades abiertas al público perteneciente a la CEE que inviertan en valores mobiliarios, excluyéndose por tanto la aplicación a las entidades de inversión inmobiliaria.

La normativa comunitaria deja abierta la posibilidad de que estas entidades tengan la forma de FI gestionados por una SG, de “unit trust” o de SI, adecuándolas así, a las diversas regulaciones nacionales.

La Directiva 85/611/CEE ha sido objeto de varias modificaciones posteriores, entre otras, por la Directiva 88/220/CEE, del Consejo, de 22 de marzo de 1988, y por la Directiva 95/26/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995. Así, la Directiva 85/611/CEE, antes de ser modificada por la Directiva 88/220/CEE, limitaba la inversión en activos de un mismo emisor a un 5%, elevable hasta un 10% ó a un 35% si se trataba de obligaciones garantizadas por el Estado Miembro. Tras la modificación introducida por la Directiva de 1988, se permite también que el porcentaje de la inversión de los activos de un OICVM llegue hasta el 25% en el caso de obligaciones del sector privado que, sin tener la garantía del Estado, ofreciesen determinadas garantías a los inversores.

Por su parte, la Directiva 95/26/CEE persigue introducir en la Directiva reguladora de los OICVM, el mismo régimen de secreto profesional para las autoridades encargadas de la autorización y supervisión de estos organismos y las empresas que forman parte de esta actividad, así como las mismas posibilidades de intercambio de información previstas para las autoridades encargadas de la autorización y supervisión de las entidades de crédito, de las empresas de inversión y de seguros.

El 19 de marzo de 2007, la Comisión Europea aprobó la Directiva 2007/16/CE, correspondiente al Nivel II<sup>9</sup>, cuya finalidad es clarificar los distintos tipos de activos aptos para su inclusión en las carteras de IIC armonizadas. La Directiva deberá ser transpuesta a los ordenamientos nacionales en un plazo de doce meses desde su entrada en vigor, que tendrá lugar a los tres días de su publicación en el Diario

---

<sup>9</sup>De acuerdo con el proceso normativo de Lamfalussy, el Nivel I contiene los principios marco, el Nivel II son las medidas de ejecución y el Nivel III se refiere a la cooperación reforzada entre los reguladores nacionales para asegurar una transposición de la legislación de los niveles I y II, que sea consistente y equivalente en todos los Estados Miembros, mediante la determinación de unos principios comunes y uniformes.

Oficial de la Unión Europea. Esta Directiva se ve, asimismo, complementada por las pautas de Nivel III elaboradas en esta materia por el Comité Europeo de Reguladores de Valores<sup>10</sup> (*Committee of European Securities Regulators* o, de forma abreviada, *CESR*), con el objetivo de asegurar una aplicación uniforme en todos los Estados Miembros.

El principal logro de los desarrollos normativos en esta materia ha sido permitir la consolidación de un régimen de pasaporte comunitario, en virtud del cual cualquier IIC constituida al amparo de la Directiva 85/611/CEE puede ser comercializada en un Estado Miembro distinto de aquel en el que se constituyó, sin necesidad de obtener una nueva autorización, bastando para ello un procedimiento de notificación a las autoridades del Estado de destino, cuya duración máxima está limitada a dos meses.

No obstante, en la práctica este procedimiento ha mostrado algunas ineficiencias, por lo que recientemente se ha publicado una Comunicación Interpretativa por parte de la Comisión Europea<sup>11</sup>, así como unas pautas del CESR<sup>12</sup>, ambas destinadas a su simplificación.

### **3.3 LA LEY 35/2003, DE 4 DE NOVIEMBRE, DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

La regulación actual de las IIC está contenida, principalmente, en la Ley 35/2003 y se completa con el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre por el que se aprueba el Reglamento de la mencionada Ley, que sienta las bases para la regulación necesaria en un mercado que, como la propia exposición de motivos reconoce, está en fase de madurez.

Lo primero que se destaca en esta Ley es la importancia de estos instrumentos de inversión, como forma de financiación desintermediada y como instrumento de ahorro privilegiado de los inversores minoristas, de manera que conferirles un régimen adecuado a sus características y al correcto funcionamiento del mercado financiero era una pretensión clave para el legislador.

Aunque la mencionada exposición de motivos resalta el balance positivo de la Ley 46/1984, también reconoce que una nueva regulación era necesaria para adaptarse a las necesidades y cambios del mercado que se habían producido en los últimos tiempos.

Por otro lado, esta norma también tiene la intención de simplificar el régimen anterior y adaptar la legislación española a la última normativa comunitaria. En concreto, se debía trasponer la Directiva 2001/107/CE, del Parlamento Europeo y del

<sup>10</sup> "CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS", publicado el 19 de marzo de 2007, y disponible en <http://www.cesr-eu.org>

<sup>11</sup> "Powers retained by the Home Member State and the Host Member State in the marketing of UCITS pursuant to section VIII of the UCITS Directive", publicada el 19 de marzo de 2007, y disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/com\\_2007\\_112/com\\_2007\\_112\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/com_2007_112/com_2007_112_en.pdf).

<sup>12</sup> "CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS", publicado el 29 de junio de 2006, y disponible en <http://www.cesr-eu.org>

Consejo que modifica a la Directiva 85/611/CEE del Consejo reguladora de los OICVM en materia de regulación de sociedades de gestión y folletos simplificados y de la Directiva 2001/108/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 85/611/CEE en materia de inversiones de los OICVM. Además, intenta minimizar las referencias a la fiscalidad de las IIC, pretensión muy diferente a la de las primeras normas al respecto que, recordemos, buscaban fomentar el ahorro de los inversores españoles a través de estas instituciones, mediante su sujeción a un régimen fiscal especial.

Sistematizando, los motivos para la aprobación de esta norma fueron fundamentalmente tres:

1. Instituir de forma clara, ordenada y completa los aspectos sustantivos del régimen jurídico de las IIC.
2. Transponer las dos Directivas europeas que modificaban la anterior regulación comunitaria:
  - Directiva 2001/107/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, *que modifica la Directiva 85/611/CEE, en materia de regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados*.
  - Directiva 2001/108/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, *que modifica la Directiva 85/611/CEE, en materia de inversiones de los OICVM*.
3. Establecer un régimen jurídico adecuado al estado de madurez en que se encuentra el sector de la inversión colectiva en España, basándolo en tres principios básicos:
  - Liberalización de la política de inversión de las IIC. Las restricciones existentes en la regulación precedente se convertían en un freno para la dinámica de la actividad inversora. Se reconoce la necesidad por un lado, de abandonar una ley construida sobre la diferenciación de las clases de IIC y por otro, de una mayor flexibilidad en la definición de los tipos de inversores.
  - Aumento de la protección de los inversores con nuevos instrumentos. Se prima la transparencia y la vigilancia de los conflictos de interés sobre las restricciones en las inversiones; así se reconoce en la exposición de motivos de la propia Ley, al señalar que *“el fortalecimiento de las obligaciones de transparencia y de las normas de conducta para prevenir conflictos de interés se ha revelado un medio más eficaz para proteger a los inversores que la imposición de restricciones a las posibilidades de actuación financiera de las IIC”*.
  - Perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa. Se mejora el procedimiento administrativo y se refuerza la seguridad jurídica de los inversores. Esta mejora del régimen de intervención administrativa persigue que se cumplan los objetivos al menor coste posible y con la mayor seguridad jurídica para los administrados.

Tal y como se desprende de las características que se acaban de apuntar, las razones últimas de esta Ley son estimular la actividad inversora en España, adaptando la regulación a las nuevas necesidades del mercado, y proteger de forma eficaz los intereses de los partícipes o accionistas de las IIC.

Los aspectos fundamentales de la regulación actual de las IIC son los que siguen:

- (a) Creación de clases de participaciones o de series de acciones dentro de una misma IIC.
- (b) Regulación de una nueva tipología de IIC financieras.
- (c) Eliminación de la obligación de que las acciones de las SI de carácter financiero deban negociarse en Bolsas de valores, y el establecimiento, en consecuencia, de métodos alternativos para otorgar liquidez a sus acciones.
- (d) Se flexibiliza el régimen de inversión de las IIC inmobiliarias.
- (e) Sometimiento de las sociedades gestoras, depositarios, comercializadores y sociedades de inversión al cumplimiento de un conjunto de normas de conducta con el objeto de prevenir los conflictos de interés.
- (f) Concreción del régimen de creación y modificación de los compartimentos de las IIC.
- (g) Ampliación de las posibilidades de inversión de la IIC de carácter financiero, extendiéndola a los depósitos bancarios, instrumentos financieros derivados y a los activos del mercado monetario no cotizados, entre otros.

El ámbito de aplicación de la LIIC es el siguiente: (i) IIC con domicilio en España (sociedades) o cuya constitución se haya realizado en España y cuya SG está domiciliada en España (fondos); (ii) IIC europeas e IIC no europeas cuando se comercialicen en España; (iii) IIC autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea de acuerdo con la Directiva 85/611/CEE que se comercialicen en España (sólo les serán aplicables las normas de conducta y régimen disciplinario); (iv) SGIIC y ED; y (v) otras entidades que presten servicios a las IIC.

Por último, y como en el caso de la regulación anterior, debemos hacer referencia a los limitaciones a la inversión que se establecen en la nueva normativa, estando estos límites desarrollados en el artículo 36 del RIIC, tal y como se explica en el apartado 3.1.(B) (vid supra).

### **3.4 FORMA JURÍDICA DE LAS IIC**

Las IIC pueden clasificarse atendiendo a distintos criterios, siendo los más importantes<sup>13</sup> los que se centran, por un lado, en la forma jurídica de estas instituciones y, por otro, en el tipo de activos que aquellas tienen como objeto de su inversión. Así,

---

<sup>13</sup>La LIIC se refiere a ellos en su artículo 1, apartados 2 y 3, y el RIIC lo hace de forma similar en su artículo 1, apartados 3 y 4.

según la primera clasificación se distingue entre fondos de inversión y sociedades de inversión, mientras que la segunda divide a las IIC entre las de carácter financiero y no financiero.

Este apartado se dedica a la forma jurídica de las IIC, mientras que en el apartado 3.5 siguiente se analizan las IIC de carácter financiero y no financiero.

La LIIC dedica su Título primero a la forma jurídica de las IIC, dividiéndolo, a su vez, en dos capítulos, uno dedicado a los fondos de inversión (FI) y otro a las sociedades de inversión (SI). Estas son, por tanto, las dos formas que pueden revestir las IIC, la de fondo o la de sociedad.

### **3.4.1 Fondos de inversión. Caracterización jurídica de estas instituciones**

La LIIC<sup>14</sup> define a los FI como “*IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.*”

Son, pues, varios los elementos que caracterizan a los FI. A ellos dedicamos los siguientes epígrafes de este trabajo, sin embargo, en primer lugar analizaremos su naturaleza jurídica. En este sentido, siguiendo a Tapia Hermida<sup>15</sup>, podemos señalar que los FI, al ser de origen anglosajón, plantean problemas de encaje en las instituciones jurídicas básicas de Derecho continental, como la dimensión unitaria de la propiedad. Por ello, han surgido distintas teorías para explicar dicha naturaleza jurídica, las cuales pueden dividirse en los dos grandes grupos siguientes:

- Teorías patrimonialistas: basándose en una interpretación literal de la ley, no reconocen personalidad jurídica a los FI. Sostienen, bien que los FI son patrimonios de propiedad exclusiva de los partícipes, o bien que son patrimonios de titularidad compartida entre los partícipes (propietarios finales) y la sociedad gestora (propietaria a título fiduciario).

La primera opción es más acorde con la definición del artículo 3 de la LIIC, pero tampoco encaja exactamente en el concepto de propiedad de nuestro Código Civil<sup>16</sup> –que la define como el derecho de “gozar y disponer” de una cosa–, ni con el régimen previsto en ese mismo Código para la comunidad de bienes<sup>17</sup>,

<sup>14</sup> Artículo 3.1.

<sup>15</sup> TAPIA HERMIDA, ALBERTO J., *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Ed. Dykinson, 1998.

<sup>16</sup> Artículo 348.

<sup>17</sup> Artículo 392 y siguientes.

dado que la copropiedad de los partícipes tiene unas reglas de funcionamiento específicas.

La opción de considerarlos como patrimonios de titularidad compartida es más acorde con el origen anglosajón de la figura (basado en el “*contractual investment trust*”), pero va en contra de la definición de FI de la LIIC, la cual expresamente especifica que la sociedad gestora “*ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo*”.

- Teorías personalistas: consideran que los FI son entes parasociales, dado que aunque la ley niegue de forma expresa que tengan personalidad jurídica, sí que los configura con unas características con indicios de personificación, como atribuirles una denominación propia o permitir su inscripción en el Registro Mercantil<sup>18</sup>.

De acuerdo con la definición de las IIC que veíamos al comienzo de este apartado, un FI es básicamente una agrupación de bienes y derechos pertenecientes a varios inversores (denominados partícipes) que actúa en el mercado como un patrimonio único sin personalidad jurídica. El patrimonio de los FI se constituirá, por tanto, con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado y el patrimonio del FI no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios.

El fondo queda constituido una vez que se haya obtenido la preceptiva autorización de la CNMV y se hayan producido una o varias aportaciones iniciales al mismo. Dicha constitución quedará documentada en un contrato entre la sociedad gestora del fondo y un depositario que podrá formalizarse en escritura pública.

Los FI se dividen en partes alícuotas de su patrimonio que se denominan participaciones. Las participaciones tienen la condición de valores negociables y podrán representarse mediante certificados nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Dentro de un mismo fondo, o en su caso, de un mismo comportamiento<sup>19</sup>, podrán existir distintas clases de participaciones que se diferenciarán por las comisiones que les sean aplicables<sup>20</sup>. Cada clase de participación recibirá una denominación específica, que irá precedida de la denominación del fondo y, en su caso, del comportamiento.

El valor liquidativo de cada clase de participación será el que resulte de dividir el valor de la parte del patrimonio del fondo que corresponda por el número de participaciones de esa clase en circulación.

---

<sup>18</sup> Artículo 10.6 de la LIIC: “... La inscripción de los fondos de inversión en el Registro Mercantil será potestativa”.

<sup>19</sup> Ver apartado 3.5.3.3 siguiente sobre IIC por comportamientos.

<sup>20</sup> “Las diferentes comisiones derivarán tanto de la propia política de comercialización como de otros aspectos como el volumen de inversión, la política de distribución de resultados o la divisa de denominación, entre otros.” (artículo 4.1 del RIIC).

Como ya se ha señalado, el partícipe de un FI es aquel que es propietario de alguna de las participaciones en las que se divide el patrimonio del fondo. La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al patrimonio común. Una vez adquirida la participación, su propiedad confiere al partícipe todos los derechos reconocidos en la legislación para los partícipes en los FI.

En general, el número de partícipes de un fondo de inversión no puede ser menor de cien. Esta regla tiene su excepción cuando todos los partícipes de un fondo en cuestión sean exclusivamente IIC cuya política de inversión se base en la inversión en ese único FI y en aquellos fondos de inversión libre regulados en el artículo 43 del RIIC.

Los derechos mínimos que la LIIC reconoce a los partícipes de un FI son los siguientes:

- a) Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones.
- b) Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC.
- c) Obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre el fondo, el valor de las participaciones así como la posición del partícipe en el fondo.
- d) Exigir responsabilidades a la sociedad gestora y al depositario por el incumplimiento de sus obligaciones legales y reglamentarias.
- e) Acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente, así como, en su caso, al Comisionado para la Defensa del Inversor.

La gestión y representación de los fondos de inversión corresponde a una sociedad gestora, que –como ya se señaló– ejercen las facultades de dominio de los FI sin ser dueñas de los mismos. La sociedad gestora realizará sus actividades con el concurso de un depositario, que será responsable de la custodia del patrimonio del fondo y asumirá, en beneficio de los partícipes, ciertas funciones de control sobre la actividad de la gestora. A las figuras de las sociedades gestoras y el depositario de las IIC se dedican, respectivamente, los apartados 3.6 y 3.7 siguientes.

Finalmente, como ya se apuntó, en función del tipo de activos en los que invierta un FI se considerará de carácter financiero o no financiero, categorías que se analizarán en el apartado 3.5 posterior.

### **3.4.2 Sociedades de inversión. Especialidades frente a las sociedades anónimas comunes**

Las SI son aquellas instituciones de inversión colectiva que adoptan la forma de la sociedad anónima y cuyo objeto social es el de captar fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. A diferencia de los FI, su condición de sociedad anónima dota a las sociedades de inversión de personalidad jurídica.

Las SI se rigen por la LIIC y, en lo no previsto en ella, por lo dispuesto en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

El capital de las SI se representa mediante acciones y habrá de estar desde su constitución íntegramente suscrito y desembolsado. Dado que la LIIC suprime la figura de las SI de capital fijo que estableció la ley anterior, actualmente todas las SI mobiliarias son de capital variable, por tanto, se deberá establecer un importe mínimo y máximo para el capital social y ambos deberán constar en los estatutos sociales de la sociedad de inversión. Al igual que en los FI pueden existir distintas clases de participaciones, en las SI podrán emitirse diferentes series de acciones<sup>21</sup>, que se diferenciarán por las comisiones que les sean aplicables. Las acciones pertenecientes a una misma serie tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos. Asimismo, cada una de estas series recibirá una denominación específica, que irá precedida de la denominación de la sociedad y, en su caso, del compartimento. Dichas acciones podrán estar representadas mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta.

El número de accionistas en las SI no podrá ser inferior a cien. No obstante, de forma similar a lo que ocurre en el caso de los FI, no tienen que cumplir este requisito las sociedades de inversión libre reguladas en el artículo 43 del RIIC.

Así, como ocurre con los FI, la constitución de una SI requiere la autorización de la CNMV, además del cumplimiento de determinados requisitos, también comunes a los exigidos a los FI. Al ser una característica común de las sociedades y los fondos de inversión, dichos requisitos se desarrollarán en el apartado inmediatamente siguiente.

Las SI deberán tener los órganos de administración y representación regulados en sus estatutos de conformidad con las prescripciones de la legislación sobre sociedades anónimas. No obstante, necesariamente, habrán de contar con un Consejo de Administración.

Cuando así lo prevean los estatutos sociales, la junta general o, por su delegación, el Consejo de Administración podrán acordar que la gestión de los activos de la sociedad, bien en su totalidad, bien en una parte expresamente determinada, se encomiende a una o varias SGIIC o a una o varias entidades habilitadas para realizar en España el servicio de inversión previsto en el artículo 63.1.d) de la LMV. Dicho acuerdo, de existir, deberá elevarse a escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil y en el registro de la CNMV y, en ningún caso, relevará a los órganos de administración de la sociedad de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les imponen.

De acuerdo con lo establecido en la Ley se podrán crear sociedades de inversión por compartimentos<sup>22</sup>. Las SI también pueden clasificarse atendiendo a su carácter financiero y no financiero. A este respecto, nos remitimos nuevamente al apartado 3.5 siguiente.

---

<sup>21</sup> Tanto los FI como las SI podrán, además, tener diferentes compartimentos.

<sup>22</sup> Ver apartado 3.5.3.3 siguiente sobre IIC por compartimentos.

### *Especialidades de las sociedades de inversión frente a las sociedades anónimas comunes*

Debido a su naturaleza de IIC, las SI están sometidas al cumplimiento de determinados requisitos no exigibles a las sociedades anónimas comunes. No sólo su objeto social es específico, debiendo coincidir con el descrito en el artículo 1 de la LIIC, sino que en su constitución y actividad están sometidas a la tutela y control de la CNMV. Así, por ejemplo, la escritura de constitución de estas sociedades no sólo debe inscribirse en el Registro Mercantil, sino que a continuación debe presentarse testimonio de la misma para su inscripción en la CNMV, quien, tras estudiar la documentación, procede a la inscripción en el registro especial correspondiente.

Entre las características distintivas de las SI se puede también señalar que su constitución está exenta del Impuesto de Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados (modalidad de operaciones societarias), o que, como se apuntó anteriormente, se establecen restricciones en cuanto al número mínimo de accionistas que pueden tener. No obstante, quizás lo más destacable sean las especialidades de estas sociedades en cuanto a su capital social y a las inversiones que pueden realizar.

Por ley el capital de las SI deberá estar, desde su constitución y durante toda su vida, íntegramente suscrito y desembolsado. En el caso de las SICAV, dicho capital se caracteriza por ser variable, es decir, el capital correspondiente a las acciones en circulación puede aumentar o disminuir, dentro de los límites del capital estatutario máximo y del inicialmente fijado, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de recurrir a los trámites existentes para las ampliaciones o reducciones de capital.

Entre las consecuencias de que el capital sea variable figuran (i) la inexistencia de un derecho de suscripción preferente a favor de los accionistas de las SICAV, ni siquiera en el caso de aumento del capital estatutario máximo, y (ii) la imposibilidad de asegurar el mantenimiento del porcentaje de participación de los accionistas de las SICAV, dado que cualquiera que lo deseé puede comprar acciones hasta el capital estatutario máximo.

En cuanto a las inversiones de las SI, éstas quedan limitadas en relación a las que puede acometer la sociedad anónima común. En el caso de las SICAV, por ejemplo, se establecen coeficientes de liquidez o de diversificación. Dichas limitaciones a las inversiones, al igual que ocurre con el sometimiento a la tutela de las instituciones, mencionadas en el párrafo anterior, se establecen porque, las SI como IIC que son, requieren una protección adicional para sus accionistas.

#### **3.4.3 Cuestiones comunes a los fondos y a las sociedades de inversión**

Las SI y los FI, debido a su condición de IIC, comparten una regulación común en determinados aspectos. Dichos aspectos son los relativos a (i) las condiciones de acceso y ejercicio a la actividad, (ii) la comercialización transfronteriza de las IIC,

(iii) los requisitos de información, publicidad y contabilidad, (iv) las normas sobre inversiones, y (v) el régimen de disolución, liquidación, transformación, fusión, escisión y traspaso de participaciones y acciones.

Se desarrollarán a continuación las características esenciales de dichos requisitos comunes a ambas clases de IIC.

### **3.4.3.1 Condiciones de acceso y ejercicio de la actividad**

Tanto las SI como los FI requieren la autorización previa de la CNMV para su constitución. La solicitud de autorización debe incorporar, en todo caso, una memoria, acreditación de honorabilidad y profesionalidad de quienes desempeñarán los cargos de administración y dirección de la IIC, y, en general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos de acceso y ejercicio de la actividad establecidos en la Ley para las IIC<sup>23</sup>.

En el caso de los FI, a la solicitud se deberá incorporar, asimismo, el folleto al que se hace referencia en el artículo 17 de la LIIC y el reglamento de gestión del fondo. En el caso de las SI, la solicitud debe ir siempre acompañada de sus estatutos sociales y, aquellas SI que no hayan designado sociedad de gestión, deberán también adjuntar una memoria de actividad en la que se describa la estructura organizativa de la sociedad.

La CNMV deberá estimar o denegar la solicitud de constitución, dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud. En el caso de que transcurran cinco meses sin que se dicte resolución expresa, podrá entenderse estimada la solicitud por silencio administrativo. La CNMV solamente podrá denegar, mediante resolución motivada, la autorización de creación de una IIC cuando no se cumplan los requisitos legales y reglamentarios necesarios para dicha constitución. Asimismo, en el caso de SI, la autorización podrá ser denegada en los siguientes supuestos:

- a) falta de transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad;
- b) en el caso de sociedades que no hayan designado una sociedad gestora, cuando mantenga vínculos estrechos con otras entidades que no permitan un ejercicio adecuado y efectivo de las funciones de supervisión a cargo de la CNMV;
- c) cuando se deduzca que pueden existir graves dificultades para inspeccionar la sociedad u obtener la información que la CNMV estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras;
- d) cuando las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas de un Estado no Miembro de la Unión Europea por las que se ríjan las personas físicas o jurídicas con las que la SI mantenga vínculos estrechos, o las dificultades que

---

<sup>23</sup>La CNMV es la encargada de establecer los modelos normalizados relativos a toda esta documentación.

suponga su aplicación, impidan el ejercicio efectivo de las referidas funciones de supervisión<sup>24</sup>.

La LIIC establece los siguientes requisitos para poder obtener la autorización para constituir una IIC, ya sea una SI o un FI, y conservarla:

- a) Constituirse como sociedad anónima o como FI.
- b) Limitar el objeto social a las actividades establecidas en la LIIC para las IIC.<sup>25</sup>
- c) Disponer del capital social o patrimonio mínimos en el plazo y cuantía que reglamentariamente se determinen.
- d) Contar con los accionistas o partícipes en el plazo y número legalmente exigible.
- e) En el caso de los FI, designar una sociedad gestora cuyo domicilio social y efectiva administración y dirección estén situados en territorio español. En el caso de las SI, dicha designación sólo será necesaria si el capital social inicial mínimo no supera los 300.000 euros.
- f) Designar un depositario en el caso de los fondos de inversión y de las SICAV.

Adicionalmente, las SI deberán cumplir estos otros requisitos<sup>26</sup>:

- a) Contar con una organización administrativa y contable, así como con procedimientos de control interno adecuados que garanticen, tanto aquéllos como éstos, la gestión correcta y prudente de la IIC, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos así como mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático y órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales.
- b) Que su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, estén situados en territorio español.
- c) Que quienes ostenten cargos de administración o dirección en la entidad tengan una reconocida honorabilidad empresarial o profesional.
- d) Que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración o de sus comisiones ejecutivas, así como todos los consejeros delegados y directores generales y asimilados, cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o con el objeto principal de inversión de la SI en cuestión.

---

<sup>24</sup>Se entiende que existen vínculos estrechos cuando dos o más personas físicas o jurídicas estén unidas mediante un vínculo de control, en los términos previstos en el artículo 4 de la LMV o cuando posean, de manera directa o indirecta, o mediante un vínculo de control, el 20% ó más del capital o de los derechos de voto de una empresa o entidad.

<sup>25</sup>La LIIC, artículo 14.1, reserva esas actividades a las IIC. Ese mismo artículo establece que serán privativas de las entidades inscritas en los registros correspondientes de la CNMV la denominación «Instituciones de Inversión Colectiva» y sus siglas «IIC» y las específicas previstas en la LIIC y sus normas de desarrollo, no pudiendo ninguna otra entidad utilizar dichas denominaciones u otras que induzcan a confusión con ellas.

<sup>26</sup>Los requisitos previstos en párrafos a), d) y e) no serán exigibles a las SI cuya gestión, administración y representación estén encomendadas a una sociedad gestora.

- e) Contar con un reglamento interno de conducta.

Las modificaciones en el proyecto constitutivo, en los estatutos o en el reglamento de las IIC quedarán sujetas al mismo procedimiento de autorización previa establecido por la LIIC para la constitución de las IIC. No obstante, las modificaciones de los estatutos sociales y de los reglamentos, que tengan el siguiente objeto únicamente deberán ser comunicadas posteriormente a la CNMV para su constancia en el registro correspondiente:

- a) Cambio de domicilio dentro del territorio nacional, así como el cambio de denominación de la sociedad gestora o del depositario.
- b) Incorporación a los reglamentos de los FI o a los estatutos de las SI de preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo, o cumplimiento de resoluciones judiciales o administrativas.
- c) Las ampliaciones de capital con cargo a reservas de las SI.
- d) Aquellas otras modificaciones para las que la CNMV, en contestación a consulta previa o, mediante resolución de carácter general, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización.

Toda modificación del reglamento de un FI, una vez autorizada por la CNMV, deberá ser comunicada de forma inmediata por la sociedad gestora a los partícipes. Cuando la modificación del reglamento de gestión o del folleto afecte a determinados supuestos previstos por la LIIC<sup>27</sup>, así como en los casos establecidos reglamentariamente<sup>28</sup>, deberá ser comunicada a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor. En todos esos casos, siempre que exista comisión de reembolso o gastos o descuentos asociados al mismo, los partícipes tendrán, por lo general, derecho de separación, sin deducción de comisión o gasto alguno.

Finalmente, señalar que una vez concedida la autorización a las IIC, ésta solamente puede ser revocada por la CNMV, por la comisión de infracciones muy graves tipificadas en el artículo 80 de la LIIC o por la concurrencia de alguno de los siguientes supuestos:

- a) Por el incumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 10.4 LIIC (supuestos de denegación de la autorización), así como de los requisitos de acceso y ejercicio de la actividad. No obstante, en determinados supuestos, la LIIC permite a las IIC continuar operando temporalmente (durante el plazo de un año) cuando el patrimonio o el número de partícipes de un fondo, o el capital o el número de accionistas de una SI, descendieran de los mínimos establecidos reglamentariamente.

---

<sup>27</sup>La política de inversión, política de distribución de resultados, sustitución de la sociedad gestora o del depositario, delegación de la gestión de la cartera en otra entidad, cambio de control de la sociedad gestora, fusión, transformación o escisión del fondo, establecimiento o elevación de las comisiones (artículo 12.2 LIIC).

<sup>28</sup>Artículo 14.2, 2º párrafo del RIIC.

- b) Si la SI o el FI no da comienzo a las actividades específicas de su objeto social dentro de los seis meses siguientes a la fecha de inscripción en el registro especial correspondiente por causa imputable al interesado.
- c) Si la SI o el FI renuncian de modo expreso a la autorización.
- d) Si la SI o el FI no se inscriben en el registro correspondiente de la CNMV dentro de los seis meses siguientes a la fecha de notificación de la autorización, siempre que sea por causas imputables al interesado.
- e) Cuando la IIC haya obtenido la autorización por medio de declaraciones falsas u omisiones o por otro medio contrario al ordenamiento jurídico.
- f) Si durante un año el volumen de actividad de la SI o del FI es inferior al que reglamentariamente se determine.
- g) Cuando existan razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una SI pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma, que dañe gravemente la situación financiera del fondo o sociedad de inversión.
- h) Si se inicia respecto del FI o la SI un procedimiento concursal.
- i) Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en el artículo 260 de la Ley de Sociedades Anónimas.

En el caso de las SI, la autorización podrá ser suspendida en los siguientes supuestos:

- a) Cuando se infrinjan de manera grave o sistemática las disposiciones previstas en la LIIC o en el resto de normas reguladoras de las SI.
- b) Cuando existan razones fundadas y acreditadas respecto de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una SI pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma, que dañe gravemente su situación financiera.
- c) Como sanción, según lo previsto en la LIIC.
- d) En los supuestos previstos en los párrafos a), b), en lo que le sea de aplicación, y c) del apartado 1 del artículo 76 de la LMV.

### **3.4.3.2 Comercialización de IIC. Comercialización transfronteriza: distribución y comercialización de IIC españolas en el extranjero y de IIC extranjeras en España**

El artículo 2.1 de la LIIC define con precisión el concepto de comercialización de IIC, entendiéndose por tal la captación mediante actividad publicitaria, por cuenta de la Institución de Inversión Colectiva o cualquier entidad que actúe en su nombre o en el de uno de sus comercializadores, de clientes para su aportación a la Institución de Inversión Colectiva de fondos, bienes o derechos.

A estos efectos, se entiende por actividad publicitaria toda forma de comunicación dirigida a potenciales inversores con el fin de promover, directamente o a través de terceros que actúen por cuenta de la Institución de Inversión Colectiva o de la sociedad gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, la suscripción o la adquisición de participaciones o acciones de Instituciones de Inversión Colectiva. En todo caso, hay actividad publicitaria cuando el medio empleado para dirigirse al público sea a través de llamadas telefónicas iniciadas por la Institución de Inversión Colectiva o su sociedad gestora, visitas a domicilio, cartas personalizadas, correo electrónico o cualquier otro medio telemático, que formen parte de una campaña de difusión, comercialización o promoción.

La campaña se entenderá realizada en territorio nacional siempre que esté dirigida a inversores residentes en España. En el caso de correo electrónico o cualquier otro medio telemático, se presumirá que la oferta se dirige a inversores residentes en España cuando la Institución de Inversión Colectiva o su sociedad gestora, o cualquier persona que actúe por cuenta de éstos en el medio informático, proponga la compra o suscripción de las acciones o participaciones o facilite a los residentes en territorio español la información necesaria para apreciar las características de la emisión u oferta y adherirse a ella.

En todo caso, las actividades de venta, enajenación, intermediación, suscripción, posterior reembolso o transmisión de las acciones, participaciones o valores representativos del capital o patrimonio de la IIC en cuestión relacionados con la comercialización de la IIC deberá realizarse a través de intermediarios financieros.

La figura del comercializador es pieza clave en el auge de la inversión colectiva en España, particularmente en el caso de los FI. Hasta 1998, en que fue modificada<sup>29</sup> la Ley 46/1984, las SGIIC no podían comercializar las acciones o participaciones de las IIC que gestionaban.

Como indica el mencionado artículo 2 de la LIIC la entidad comercializadora debe ser una entidad habilitada. En ausencia de mayor precisión normativa, se entiende por tales las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión consistente en la recepción y transmisión de órdenes. De este modo, pueden ser entidades comercializadoras las Empresas de Servicios de Inversión, con exclusión de las Sociedades Gestoras de Cartera, y las Entidades de Crédito. Tras la ampliación del objeto de actividad de las SGIIC<sup>30</sup>, las propias SGIIC pueden ser comercializadoras no sólo de las IIC que ellas mismas gestionen sino también de las gestionadas por terceros.

Las funciones básicas del comercializador consisten en:

- a) Transmitir a la SGIIC que gestione la IIC objeto de inversión o desinversión las órdenes de suscripción o reembolso y las solicitudes de traspaso recibidas de los inversores. Tratándose de Entidades de Crédito su intervención suele llevar apa-

---

<sup>29</sup> Ley 37/1998, de 16 noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

<sup>30</sup> Véase apartado 3.6.3.

rejada además los movimientos de efectivo correspondientes a las suscripciones y reembolsos.

- b) Identificar correctamente al inversor, observando además las obligaciones impuestas por la normativa en materia de prevención de blanqueo de capitales.
- c) Entregar al inversor toda la información exigible relativa a la IIC, tanto con carácter previo a la suscripción, como la información periódica posterior.
- d) Cursar información de tipo fiscal, tanto al inversor como a las autoridades tributarias.

A fin de estudiar el marco legal en el que se encuadra la comercialización y distribución transfronteriza de las IIC se debe examinar con carácter primordial la Directiva 85/611/CEE. Dicha Directiva introdujo un sistema basado en lo que se llamó el “reconocimiento mutuo” (*“mutual recognition”*). Bajo este principio las acciones o participaciones de una IIC sita en un Estado Miembro de la Unión Europea pueden comercializarse en otro Estado Miembro con el único requisito de cumplimentar el procedimiento de notificación que se establece en el artículo 46 de la Directiva.

El artículo 15 de la LIIC desarrolla la Directiva 85/611 regulando la comercialización en España de las acciones y participaciones pertenecientes a IIC autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea. En dicho artículo se establece un principio general de libertad de comercialización transfronteriza solamente sujeto a los siguientes requisitos:

1. Toda IIC debe respetar las disposiciones normativas vigentes en España que no entren en el ámbito de la Directiva 85/611/CEE, así como las normas que regulan la publicidad en España.
2. Las IIC deben adoptar las medidas que la CNMV considere necesarias a fin de facilitar los pagos a los accionistas y partícipes, la adquisición por las IIC de sus acciones o el reembolso de las participaciones, la difusión de las informaciones que deban suministrarse a los accionistas y partícipes residentes en España, y, en general, el ejercicio por éstos de sus derechos.
3. La presentación de la siguiente documentación ante la CNMV:
  - a) Comunicación previa del proyecto de comercialización de sus acciones o participaciones en territorio español, a la que deberá adjuntarse copia de la comunicación efectuada a la autoridad supervisora del Estado Miembro de origen.
  - b) Certificado de las autoridades del Estado Miembro de origen del que resulte que la IIC reúne las condiciones establecidas en la Directiva 85/611/CEE.
  - c) Reglamento del FI o escritura de constitución de la SI.
  - d) Folleto completo y simplificado.

- e) Último informe anual y último informe semestral.
- f) Memoria sobre las modalidades previstas de comercialización de las acciones y participaciones de la IIC en territorio español.

Los documentos a los que hacen referencia los incisos b), c) y d) habrán de presentarse visados por la autoridad competente del Estado de origen. Todos los documentos deberán ser acompañados de su traducción jurada al castellano.

La comercialización de las acciones y participaciones de las IIC se podrá iniciar transcurridos dos meses desde la presentación de la documentación a no ser que, antes de la finalización de dicho plazo, la CNMV emita resolución motivada negando la comercialización por considerar que las modalidades previstas de comercialización no se ajustan a lo que resulta exigible conforme a la Directiva 85/611/CEE.

La CNMV podrá determinar la forma y plazos en que la IIC deberá comunicar las modificaciones de la documentación registrada y se difundirán a los accionistas y partícipes residentes en España dichas modificaciones.

Como se ha indicado en el apartado 3.2.5, este procedimiento de notificación transfronteriza se ha visto completado con la publicación de una Comunicación Interpretativa por parte de la Comisión Europea<sup>31</sup>, así como unas pautas del CESR<sup>32</sup>, ambas destinadas a asegurar su simplificación e interpretación uniforme.

Con objeto de llevar a cabo la comercialización en España de acciones y participaciones de las IIC autorizadas en otro Estado Miembro que no están sujetas a la Directiva 85/611 o de IIC autorizadas en Estados no Miembros de la Unión Europea, será preciso que dicha IIC sea expresamente autorizada a tal fin por la CNMV y que quede inscrita en los registros de la CNMV, para lo que se requerirá que, con carácter previo, se acredite ante la CNMV el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- (a) Acreditación de que la normativa española regula la misma categoría de IIC a la que pertenece la institución extranjera y de que la IIC está sujeta en su Estado de origen a una normativa específica de protección de los intereses de los accionistas o partícipes semejante a la normativa española en esta materia.
- (b) Informe favorable de la autoridad del Estado de origen a la que esté encomendado el control e inspección de la IIC con respecto al desarrollo de las actividades de ésta.

Adicionalmente, para conseguir dicha autorización, acreditados los extremos (a) y (b) anteriores, la IIC deberá, además, cumplir los siguientes requisitos:

<sup>31</sup> "Powers retained by the Home Member State and the Host Member State in the marketing of UCITS pursuant to section VIII of the UCITS Directive", publicada el 19 de marzo de 2007, y disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/com\\_2007\\_112/com\\_2007\\_112\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/com_2007_112/com_2007_112_en.pdf).

<sup>32</sup> "CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS", publicado el 29 de junio de 2006, y disponible en <http://www.cesr-eu.org>

- (1) Aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción de la IIC y las acciones, participaciones o valores representativos de su capital o patrimonio al régimen jurídico que le sea aplicable.
- (2) Aportación y registro en la CNMV de los estados financieros de la IIC, preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicha IIC.
- (3) Aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación.

Todos los documentos mencionados deberán presentarse acompañados de su traducción jurada al castellano.

La CNMV solamente podrá denegar la autorización por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las IIC españolas en el país de origen de las IIC extranjeras, por no quedar asegurado el cumplimiento de las normas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles, por no quedar suficientemente garantizada la debida protección de los inversores residentes en España y por la existencia de perturbaciones en las condiciones de competencia entre estas IIC extranjeras y las IIC autorizadas en España.

En todos los casos de comercialización en España de acciones o participaciones de IIC extranjeras, el intermediario facultado deberá facilitar gratuitamente a los accionistas o partícipes residentes en España de la IIC extranjera, los folletos completo y simplificado y los informes anual y semestral de las IIC, así como el reglamento de gestión del fondo o, en su caso, los estatutos de la sociedad. Estos documentos se facilitarán en su traducción jurada al castellano.

Por último, las IIC españolas que pretendan comercializar sus acciones o participaciones en el ámbito de la Unión Europea de conformidad con lo dispuesto en la Directiva 85/611/CEE deberán informar del proyecto de comercialización a la CNMV, así como solicitar a dicha Comisión la expedición de un certificado en el que se recoja que reúnen las condiciones establecidas en la Directiva 85/611 con el fin de acreditar este extremo ante la autoridad supervisora del Estado Miembro donde pretendan comercializar sus acciones o participaciones.

### **3.4.3.3 Información, publicidad y comisiones**

#### ***(A) Información***

Se exige a las sociedades gestoras, como administradoras de fondos de inversión, y a las sociedades de inversión la publicación de determinados documentos informativos con el objeto de que el público en general y los accionistas o partícipes de las SI o los FI en particular puedan conocer la situación y los hechos relevantes de dichas IIC.

Así, la sociedad gestora, para cada uno de los FI que administre, y las SI deberán publicar un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y un informe trimestral. La Ley establece la obligación de emi-

tir los citados documentos informativos, con el fin de que sean públicamente conocidas, de forma actualizada, todas las circunstancias que puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio y perspectivas de la institución, y en particular los riesgos inherentes a dicha institución, así como su cumplimiento de la normativa aplicable.

*(A.1) El folleto completo*

El folleto completo deberá contener los estatutos de la SI o el reglamento del FI y deberá ajustarse a lo previsto en el artículo 28 de la LMV y a su normativa de desarrollo. No obstante, no será necesario incluir en este folleto las conclusiones de las auditorías de cuentas que, por el contrario sí deberán incluirse en el informe anual.

El artículo 22 del RIIC detalla la información que deberá contener este folleto, que, en términos generales, es la siguiente<sup>33</sup>:

- a) La identificación de la IIC, del depositario y, en su caso, de la gestora y del promotor.
- b) La fecha de constitución de la IIC y de la gestora, así como su duración si ésta es limitada, y la indicación de los datos identificadores de la inscripción de la sociedad de inversión en el Registro Mercantil.
- c) La indicación de otras IIC gestionadas por la sociedad gestora, en su caso.
- d) Una declaración en la que se indique que el último informe anual y el informe trimestral publicados podrán obtenerse gratuitamente, previa solicitud, antes de la celebración del contrato y que, tras la celebración del contrato, los sucesivos informes anual y semestral se obtendrán gratuitamente, salvo renuncia expresa; además, podrá obtenerse el informe trimestral, previa solicitud. Asimismo, se indicará la fecha de incorporación del folleto en el registro de la CNMV, el lugar donde se faciliten los documentos públicos de la IIC y un punto de contacto para obtener, en su caso, aclaraciones suplementarias.
- e) La indicación, en su caso, de la existencia de clases de participaciones o de series de acciones, así como del régimen aplicable.
- f) En el caso de las IIC por compartimentos, la indicación de este extremo, así como de la forma en que los accionistas o, en su caso, los partícipes puedan pasar de uno a otro y las comisiones que serían aplicables en este caso.
- g) La indicación relevante para el partícipe o accionista sobre el régimen fiscal aplicable a la IIC y al propio partícipe o accionista, incluyendo una referencia a las posibles retenciones.

---

<sup>33</sup>Desarrollado por la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva.

- h) La fecha del cierre de las cuentas anuales de la IIC.
- i) La identidad de los auditores.
- j) La identidad y funciones en la sociedad de inversión, y en la sociedad gestora, de los miembros de los órganos de administración, de dirección y control.
- k) La indicación del capital social de la sociedad de inversión y de la sociedad gestora.
- l) La indicación, en su caso, de los mercados o sistemas en que las participaciones o acciones coticen o se negocien.
- m) Una descripción de los objetivos de inversión de la IIC o, en su caso, de cada uno de los compartimentos.<sup>34</sup>
- n) Los planes especiales de inversión ofrecidos a los inversores.
- ñ) Información comercial, relativa a la forma de adquirir o suscribir y vender o reembolsar las participaciones o acciones.
- o) Información sobre las sociedades de asesoría, incluidos los asesores de inversión externa.
- p) El perfil del tipo de inversor al que va dirigida la IIC.
- q) Inclusión de todos los gastos y comisiones posibles, distinguiendo entre los que haya de pagar el partícipe o accionista de aquellos que se paguen con cargo a los activos de la IIC. Adicionalmente, se incluirá un ratio total de gastos soportados y un índice de rotación de la cartera.<sup>35</sup>
- r) La evolución histórica de la IIC, efectuando una declaración expresa de que dicha evolución no constituye un indicador de resultados futuros.

#### *(A.2) El folleto simplificado*

El folleto simplificado deberá contener, de forma resumida, información sobre la institución, sobre los objetivos del FI o la SI, sobre la política de inversión con una breve evaluación del perfil de riesgo de la institución, de tal forma que el inversor conozca a qué categoría pertenece la IIC<sup>36</sup>, sobre la evolución histórica de su rentabilidad, el perfil del tipo de inversor al que va dirigida la institución, e información económica y comercial. Asimismo, este folleto especificará dónde se podrá obtener gratuitamente el folleto completo de esa IIC.

<sup>34</sup>La CNMV, en contestación de 15 de febrero de 2006 a una consulta formulada, confirmó la necesidad de modificar el folleto de una IIC existente antes de la entrada en vigor del RIIC para incluir la posibilidad de invertir en los nuevos instrumentos señalados por dicho reglamento (depósitos, instrumentos del mercado monetario).

<sup>35</sup>La CNMV en contestación de 15 de febrero de 2006 a otra consulta formulada, aclaró que no basta con informar en el folleto de los fondos para los que haya contratado alguna asesoría específica, sino que es necesario informar en el folleto de todo tipo de asesores que se haya contratado para contribuir a la mejor gestión del fondo.

<sup>36</sup>Estas categorías de IIC son elaboradas por la CNMV en función de la vocación inversora de cada institución.

El folleto simplificado se incorporará al folleto completo como parte separable del mismo y podrá ser utilizado como instrumento de comercialización en todos los Estados Miembros de la Unión Europea, sin alteraciones, a excepción del idioma.

#### *(A.3) El informe anual*

El informe anual deberá contener las cuentas anuales, el informe de gestión, las conclusiones de las auditorías de cuentas y demás informaciones al objeto de incluir información significativa que permita al inversor formular, con conocimiento de causa, un juicio sobre la evolución de la actividad y los resultados de la institución. La LIIC establece que la determinación de dicha información significativa se hará reglamentariamente<sup>37</sup>. Adicionalmente, la CNMV podrá establecer aquella otra información y advertencias de carácter general o específico que deberán incluirse en el informe anual con carácter obligatorio, cuando lo estime necesario.

#### *(A.4) Los informes trimestral y semestral*

Los informes trimestral y semestral contendrán información sobre el estado del patrimonio, número de participaciones o acciones en circulación, valor neto de inventario por participación o acción, cartera de títulos, movimientos habidos en los activos de la institución, cuadro comparativo relativo a los tres últimos ejercicios. En cualquier caso, estos informes contendrán la misma información que el RIIC exige en el informe anual.

El folleto simplificado y los informes trimestrales deberán contener información completa sobre la totalidad de los gastos del fondo o en su caso de la sociedad, expresados en términos de porcentaje sobre el patrimonio del FI o sobre el capital en el caso de las SI. Correspondrá a la CNMV determinar las partidas que hayan de integrar dichos gastos.

Todos los documentos citados en los párrafos anteriores, simultáneamente a su difusión entre el público, serán remitidos a la CNMV (encargada, además, de establecer los modelos normalizados de dichos documentos), la cual deberá mantener un registro de folletos, informes anuales, semestrales y trimestrales de las IIC al que el público tendrá libre acceso. En el caso del folleto su difusión requerirá la previa verificación y registro por la CNMV.

Con anterioridad a la suscripción de las participaciones o acciones deberá entregarse gratuitamente a los suscriptores el folleto simplificado y el último informe semestral y mediando previa solicitud, el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados.

Los informes anual y semestral se deberán remitir gratuita y periódicamente a los partícipes y accionistas, salvo que expresamente renuncien a ello. Además, las IIC remitirán gratuita y periódicamente un informe trimestral a los partícipes y accionistas que expresamente lo soliciten. La remisión de estos informes podrá reali-

---

<sup>37</sup> Ver el artículo 24 del RIIC.

zarse por medios telemáticos, previa solicitud expresa del inversor. En cualquier caso, la LIIC exige que todos estos documentos se pongan a disposición del público en los lugares que se indiquen en los folletos completo y simplificado y que, en cualquier caso, se puedan consultar por medios telemáticos.

Finalmente, señalar que las IIC están obligadas a hacer público cualquier hecho específicamente relevante para la situación o el desenvolvimiento de la institución, mediante su inmediata comunicación a la CNMV, posterior difusión por ésta e inclusión en el informe trimestral y anual o semestral siguiente. Con carácter general<sup>38</sup>, se considerarán hechos específicamente relevantes para la institución aquellos cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir las acciones o participaciones de la institución y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su valor liquidativo. La CNMV podrá determinar la forma, el contenido y los plazos de comunicación de hechos relevantes.

#### **(B) Publicidad**

La Ley exige que en toda publicidad que contenga una invitación a comprar participaciones o acciones de una IIC, se indique la existencia de los folletos y los lugares y la forma en que el público puede tener acceso a ellos. Además, somete cualquier actividad publicitaria dirigida a promover la suscripción o adquisición de participaciones o acciones de una IIC a la normativa vigente y a lo que en este ámbito se determine por el Ministro de Economía y Hacienda o, con habilitación expresa del mismo, por parte de la CNMV.

El código general de conducta publicitaria de IIC y Fondos de Pensiones de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (“INVERCO”), que agrupa, en calidad de miembros asociados, a la práctica totalidad de las IIC españolas (fondos y sociedades de inversión), a los fondos de pensiones españoles, y a las IIC extranjeras registradas en la CNMV a efectos de su comercialización en España, establece una serie de principios generales respecto a la publicidad que realicen las IIC. Dichos principios son los siguientes:

- a) La publicidad que realicen las IIC o sus sociedades o entidades gestoras será veraz, no conteniendo información o datos falsos o incorrectos, y transparente, no dejando lugar a dudas sobre su contenido y mensaje publicitario.
- b) La publicidad deberá fomentar y apoyar la confianza de los inversores en las IIC.
- c) Cualquiera que sea el medio elegido, debe quedar claro el carácter publicitario del mensaje e incluir la identificación del producto.
- d) Cuando la publicidad sea corporativa o de marca, en la que se trate de resaltar la imagen de la sociedad o entidad gestora y no de una IIC determinada, se podrán no incorporar los principios del código de INVERCO.

En relación a la publicidad de las IIC, INVERCO establece los siguientes contenidos obligatorios mínimos:

<sup>38</sup> El artículo 28 del RIIC recoge, además, un listado de hechos relevantes concretos.

- a) En la publicidad deberá hacerse constar el nombre de la IIC anunciada, así como, en su caso, de la sociedad o entidad gestora y de la depositaria.
- b) Si la publicidad contuviera datos, cifras o referencias a documentos o folletos publicitarios o informativos, deberá hacerse constar el lugar donde pueden consultarse u obtenerse ejemplares de los mismos.
- c) Los datos o cifras deberán ser reales y referidos a un período de tiempo que se indicará.
- d) Si los documentos o folletos están verificados o registrados por organismos o autoridades públicas, se hará constar esta circunstancia.
- e) En la publicidad de los fondos de inversión mobiliaria se indicará su filosofía inversora siguiendo los criterios adoptados por la Asociación (renta fija, renta variable, mixtos, etc.)

#### *(C) Comisiones*

Tanto las gestoras como los depositarios cobran comisiones por las actividades que realizan. Estas comisiones tienen fijados reglamentariamente unos límites máximos, que sólo son aplicables a los FI –pues las comisiones de las SI son libres–, excepto aquellos que pertenezcan a la categoría de IIC de inversión libre o de IIC de IIC de inversión libre –pues, de acuerdo con los artículos 43.h) y 44.f) del RIIC, no resultarán de aplicación a estas instituciones las disposiciones del mismo referentes a límites máximos y formas de cálculo de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso–.

El artículo 8 de la LIIC establece que las sociedades gestoras y los depositarios podrán percibir de los fondos comisiones de gestión y de depósito, respectivamente, y las sociedades gestoras de los partícipes, comisiones de suscripción y reembolso; igualmente, podrán establecerse descuentos de suscripción y reembolso a favor de los propios fondos. Dichas comisiones, que se fijan como un porcentaje sobre el patrimonio o sobre el rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables, o en su caso, sobre el valor liquidativo de la participación, no pueden exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes y en función de la naturaleza del fondo y del plazo de vencimiento de las inversiones, se establecen reglamentariamente, y que veremos a continuación.

Se pueden aplicar distintas comisiones a las distintas clases de participaciones emitidas por un mismo fondo. En cualquier caso, la Ley exige que se apliquen las mismas comisiones de gestión y depósito a todas las participaciones de una misma clase. Asimismo, la Ley exige que en el folleto se recoja la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro.

El establecimiento o la elevación de las comisiones dará derecho a los partícipes de los fondos con comisiones de reembolso o gastos o descuentos asociados a los mismos a pedir la separación del FI sin pagar dichas comisiones o gastos.

Como se señaló anteriormente, el RIIC<sup>39</sup> regula las comisiones y los gastos. Para ello, distingue entre los FI de carácter financiero y los FI inmobiliarios, estableciendo, asimismo, algunas reglas de carácter común.

a) Fondos de inversión de carácter financiero

(i) Comisión de gestión

Esta comisión se establecerá en función del patrimonio del FI, de sus rendimientos o de ambas variables. Con carácter general, no podrán percibirse comisiones de gestión que, en términos anuales, superen los límites siguientes:

- Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del fondo: el 2,25 por ciento de éste.
- Cuando se calcule únicamente en función de los resultados: el 18 por ciento de éstos.
- Cuando se utilicen ambas variables: el 1,35 por ciento del patrimonio y el nueve por ciento de los resultados.

Cuando la comisión de gestión se calcule, total o parcialmente, en función de los resultados, se tomarán como base de cálculo todos los rendimientos netos obtenidos, tanto materializados como latentes, y el límite establecido se aplicará una vez descontada la propia comisión.

La sociedad gestora deberá articular un sistema de imputación de comisiones sobre resultados que evite que un partícipe soporte comisiones cuando el valor liquidativo de sus participaciones sea inferior a un valor previamente alcanzado por el fondo y por el que haya soportado comisiones sobre resultados. Se trata, en definitiva, de evitar que el inversor soporte más de una vez una comisión de éxito por obtener una misma rentabilidad. No obstante, hay que tomar conciencia de la complejidad de estos sistemas puesto que la situación individualizada de cada partícipe puede ser distinta, al haber entrado cada uno de ellos en el fondo en momentos temporales distintos y, por ende, con diferentes valores liquidativos.

Puede hablarse, por tanto, de distintos conceptos que en el mercado se conocen del siguiente modo: “marcas de agua” (limitación temporal que impide volver a cargar una comisión variable por alcanzar un valor liquidativo previamente obtenido); “cristalización” (devengo en firme de la comisión imputada), y “ecualización” de comisiones (consideración de la situación concreta de los distintos partícipes para evitar conflictos de interés entre ellos, o con la gestora).

A tales efectos, la SGIIC podrá optar por una de las alternativas siguientes, especificando en el folleto el sistema elegido:

---

<sup>39</sup>Artículo 5.

- 1º Imputar al fondo la comisión de gestión sobre resultados sólo en aquellos ejercicios en los que el valor liquidativo sea superior a cualquier otro previamente alcanzado en ejercicios en los que existiera una comisión sobre resultados. No obstante lo anterior, el valor liquidativo máximo alcanzado por el fondo sólo vinculará a la SGIIC durante períodos máximos de tres años.
- 2º Articular un sistema de cargo individual a cada partícipe de la comisión sobre resultados, de forma que éstos soporten el coste en función del resultado de su inversión en el fondo, respetando los límites máximos establecidos para los casos en que la comisión se calcule sólo en función de resultados o en función conjunta de éstos y del patrimonio.

Actualmente, se encuentra en tramitación un “*Borrador de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC*”, cuya Sección Segunda se dedica íntegramente a los sistemas de determinación de la comisión de gestión sobre resultados.

El folleto y los informes trimestrales y semestrales, así como toda publicación relativa al fondo, deberán advertir de forma destacada que el valor liquidativo del fondo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados. Asimismo, el folleto y los informes trimestrales y semestrales incluirán información sobre los pagos a cuenta que, en su caso, realice el inversor.

El Ministro de Economía y Hacienda está autorizado a variar los porcentajes anteriores hasta un máximo del 25 por 100 de los respectivos límites.

#### (ii) Comisiones y descuentos de suscripción y reembolso

Las SGIIC podrán recibir de los partícipes comisiones de suscripción y reembolso. Asimismo, podrán establecerse descuentos a favor del fondo en las suscripciones y reembolsos que se practiquen. Ni las comisiones de suscripción y reembolso, ni los descuentos a favor del fondo que se practiquen en las suscripciones y reembolsos, ni la suma de ambos, podrán ser superiores al cinco por ciento del valor liquidativo de las participaciones suscritas o reembolsadas.

#### (iii) Comisión del depositario

Esta comisión constituirá la retribución al depositario por la realización de todas las funciones que le asigna la normativa, sin que los fondos puedan soportar costes adicionales cuando el depositario haya delegado en terceros la realización de alguna de tales funciones.

Dicha comisión no podrá exceder del dos por mil anual del patrimonio. Excepcionalmente, y previa autorización de la CNMV, dicha comisión podrá

ser superior cuando se trate de depositarios que hayan de cumplir principalmente sus funciones en el extranjero.

Aunque los FI en activos del mercado monetario (FIAMM) han desaparecido como categoría en la LIIC, el RIIC mantiene los límites de comisiones máximas de los FIAMM existentes a la entrada en vigor del reglamento, mientras mantengan una política de inversión que permita seguir considerándolos como tales. Así, no podrán percibirse comisiones de gestión que superen los siguientes límites:

- 1% sobre el patrimonio del FIAMM, cuando se calcule en función del patrimonio de éste.
- 10% sobre resultados, cuando se calcule sobre los mismos.
- 0,67% sobre el patrimonio y 3,33% sobre los resultados, cuando se utilicen ambas variantes.

Las gestoras podrán cobrar comisiones de suscripción y reembolso hasta un máximo del 1% del valor liquidativo de las participaciones en los FIAMM, mientras que las comisiones del depositario serán, como máximo, del 0,15% del patrimonio custodiado.

b) Fondos de inversión inmobiliaria

(i) Comisión de gestión

En estos fondos las SGIIC podrán percibir de los fondos una comisión de gestión, como remuneración de sus servicios, que no podrá ser superior al 4 por ciento del patrimonio del fondo, o al 10 por ciento de sus resultados si se calcula en función de éstos; o al 1,50 por ciento del patrimonio y el 5 por ciento de sus resultados si se calcula en función de ambos. Cuando toda o parte de la comisión de gestión se calcule en función de los resultados, será de aplicación lo establecido para los FI de carácter financiero en cuanto a la forma de cálculo de la comisión de gestión.

(ii) Comisiones de suscripción y reembolso

Ni la comisión de suscripción ni la de reembolso podrán ser superiores al cinco por ciento del valor liquidativo de la participación.

(iii) Comisión del depositario

Esta comisión constituirá la retribución al depositario por la realización de todas las funciones que le asigna la normativa, sin que los fondos puedan soportar costes adicionales cuando el depositario haya delegado en terceros la realización de alguna de tales funciones.

Dicha comisión no podrá exceder del cuatro por mil anual del patrimonio del fondo. Excepcionalmente, y previa autorización de la CNMV, dicha comisión podrá ser superior cuando se trate de depositarios que hayan de cumplir principalmente sus funciones en el extranjero.

(iv) Gastos

En los fondos de inversión inmobiliarios, serán por cuenta del fondo, al menos, los gastos de tasación, los de reparaciones, rehabilitación y conservación de inmuebles y los que, vinculados a la adquisición y venta de inmuebles, deban abonarse a un tercero por la prestación de un servicio.

c) Reglas comunes para FI mobiliarios e inmobiliarios

(i) Otros gastos

Cualquier otro gasto distinto de los señalados en los apartados anteriores que haya de soportar el FI deberá estar expresamente previsto en su folleto informativo. En todo caso, tales gastos deberán responder a servicios efectivamente prestados al fondo que resulten imprescindibles para el normal desenvolvimiento de su actividad. Además dichos gastos no podrán suponer un coste adicional por servicios inherentes a las labores de su SGIIC o de su depositario, que están ya retribuidas por sus respectivas comisiones.

(ii) Inversión del FI en otras IIC gestionadas por la misma SGIIC o por una sociedad de su grupo

Cuando un FI invierta en otra IIC que esté gestionada por la misma SGIIC o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo, las comisiones de gestión y depositario acumuladas y soportadas directa o indirectamente por sus partícipes no podrán superar el porcentaje que, a tal efecto, fije el folleto del fondo, que deberá estar, en todo caso, dentro de los límites señalados anteriormente. Asimismo, dicho FI no podrá soportar comisiones de suscripción y reembolso de las IIC en las que invierta cuando estén gestionadas por su misma SGIIC o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo.

(iii) Comunicación de la CNMV en materia de retrocesión de comisiones por inversiones en otras IIC

Con fecha de 20 de febrero de 2006, la CNMV emitió una comunicación a las gestoras de IIC sobre la retrocesión de comisiones por inversiones en otras IIC con el fin de promover la observancia general de las normas que acabamos de exponer sobre gastos imputables a los FI. La CNMV recuerda a todas las sociedades gestoras algunas reglas básicas derivadas de dichas normas. Las reglas básicas a las que la CNMV hizo referencia fueron las siguientes:

- Sólo podrán repercutirse a un FI aquellas comisiones y gastos que, estando previstos en su folleto informativo, respondan a servicios efectivamente prestados al fondo que resulten imprescindibles para su funcionamiento y no correspondan a servicios inherentes a las funciones de la gestora o del depositario.
- La retrocesión de comisiones de gestión en función del volumen invertido por un FI español en otras IIC es una práctica legítima, siempre que

el importe retrocedido se abone al fondo y, en consecuencia, minore los costes de su inversión.

- Se considera contraria al interés del fondo y al de sus partícipes la adquisición por un FI de clases o series de acciones y participaciones en IIC extranjeras con comisiones más altas, cuando atendiendo al volumen invertido hubiera podido invertir en otras clases con menores comisiones. Se exceptúa el supuesto de que dicha comisión sea objeto de retrocesión, de forma que su cuantía neta sea igual o inferior a la comisión neta que el fondo hubiera soportado si hubiera invertido en series baratas.

La comunicación señala, además, que la imputación de gastos y comisiones a una SICAV deberá atenerse a lo acordado entre la SICAV y su gestora. No obstante, la percepción por la gestora, o por alguna entidad de su grupo, de retrocesiones que tengan su origen en inversiones de la SICAV entraña un conflicto de interés y exigirá que la gestora informe detalladamente al Consejo de Administración de la SICAV, y éste a la Junta General, cuantificando periódicamente el importe retrocedido.

#### **3.4.3.4 Normas sobre inversiones. La aptitud de los activos y utilización de derivados. Valoración del patrimonio**

La normativa fija unos límites a la inversión de las IIC, tanto en relación con el activo de la propia IIC como de las sociedades en que invierte y, adicionalmente, señala los tipos de activos en que las IIC pueden invertir. El objetivo es, por un lado, que estos activos tengan una cierta calidad y, por otro, conseguir la diversificación del riesgo y que las IIC no posean una participación significativa en las empresas en que invierten.

Sin perjuicio de las especialidades previstas en la Ley para cada clase de IIC, las IIC invertirán su activo, atendiendo a los siguientes principios:

- a. *Liquidez*. Las IIC deberán tener liquidez suficiente, según la naturaleza de la institución, del partípice o accionista y de los activos en los que invierta.
- b. *Diversificación del riesgo*. Las IIC deberán limitar la concentración del riesgo de contrapartida de forma que se garantice la suficiente diversificación.
- c. *Transparencia*. Las IIC deberán definir claramente su perfil de inversión, que habrá de quedar reflejado en los instrumentos informativos previstos en la Ley y aquí expuestos en el punto anterior.

A continuación, resumiremos las principales normas de valoración para las IIC de carácter financiero, por un lado, y las de carácter no financiero, por otro.

##### **(A) IIC de carácter financiero**

Esta clase de IIC podrá invertir en los siguientes activos e instrumentos financieros:

a) Valores negociables e instrumentos financieros emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones además de los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario (oficial o no), admitidos a cotización en Bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación, cualquiera que sea el Estado en que se encuentren radicados, siempre que, en todo caso, se cumplan los siguientes requisitos:

- que se trate de mercados que tengan un funcionamiento regular.
- que ofrezcan una protección equivalente a los mercados oficiales radicados en territorio español.
- que dispongan de reglas de funcionamiento, transparencia, acceso y admisión a negociación similares a las de los mercados secundarios oficiales.

Las sociedades gestoras y las sociedades de inversión deberán asegurarse, con anterioridad al inicio de las inversiones, de que los mercados en los que pretendan invertir cumplen tales requisitos y recoger en el folleto explicativo de la IIC una indicación sobre los mercados en que se va a invertir.

- b) Los valores e instrumentos negociables mencionados en el párrafo anterior respecto de los que esté solicitada su admisión a negociación en alguno de los mercados o sistemas a los que se refiere dicho párrafo. A dichos valores e instrumentos se equipararán aquellos en cuyas condiciones de emisión conste el compromiso de solicitar la admisión a negociación, siempre que el plazo inicial para cumplir dicho compromiso sea inferior a un año.
- c) Acciones y participaciones de otras IIC autorizadas conforme a la mencionada Directiva 85/611/CEE, siempre que el reglamento de los fondos o los estatutos de las sociedades cuyas participaciones o acciones se prevea adquirir no autoricen a invertir más de un 10% del activo de la institución en participaciones o acciones de otras IIC<sup>40</sup>.
- d) Acciones y participaciones de otras IIC no autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE, siempre que estas últimas no tengan por finalidad invertir, a su vez, en otras IIC y siempre que cumplan los siguientes requisitos<sup>41</sup>:
- el reglamento de los fondos o los estatutos de las sociedades cuyas participaciones o acciones se prevea adquirir no autoricen a invertir más de un 10% del activo de la institución en participaciones o acciones de otras IIC;

<sup>40</sup> No es necesario que los documentos constitutivos o el folleto de la IIC objeto de inversión mencione expresamente su condición de IIC autorizada conforme a la mencionada Directiva para considerarla activo apto; no obstante, la sociedad gestora deberá asegurarse de que tal condición, en su caso, se cumple.

<sup>41</sup> La CNMV, a una consulta formulada, confirmó que, sin perjuicio del cumplimiento de los requisitos de liquidez establecidos, una IIC puede invertir hasta el 100% en las IIC a que se refiere este apartado d) o el apartado c) anterior sin especificar en el folleto ningún porcentaje mínimo.

- la sociedad gestora o, en su caso, la sociedad de inversión esté sujeta a una supervisión que las autoridades comunitarias competentes consideren equivalente a la que establece el derecho comunitario y que asegure la cooperación entre las autoridades<sup>42</sup>;
  - el nivel de protección de sus partícipes y accionistas sea equivalente al establecido en la LIIC en virtud de lo que la CNMV determine;
  - se informe de su actividad empresarial en un informe semestral y otro anual para permitir la evaluación de los activos y pasivos, ingresos y operaciones durante el período objeto de la información.
- e) Depósitos en entidades de crédito que sean a la vista o puedan ser retirados, con un vencimiento no superior a doce meses<sup>43</sup>, siempre que la entidad de crédito tenga su sede en un Estado Miembro de la Unión Europea o, si el domicilio social de la entidad de crédito está situado en un Estado no miembro, la ponderación de la entidad de crédito no sea superior al 20% a los efectos previstos en el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.
- f) Instrumentos financieros derivados negociados en un mercado o sistema de negociación que cumpla los requisitos señalados en el párrafo a) anterior siempre que el activo subyacente consista en activos o instrumentos de los mencionados en el presente apartado, índices financieros, tipos de interés, tipos de cambio o divisas, en los que la IIC de carácter financiero pueda invertir según su política de inversión declarada en el folleto. Asimismo, cualquier otro instrumento derivado siempre que la CNMV haya aprobado su utilización por parte de las IIC, con carácter general o particular<sup>44</sup>.
- g) Instrumentos financieros derivados no negociados en un mercado o sistema de negociación que cumpla los requisitos señalados en el párrafo a) anterior, siempre que:
- se cumplan los requisitos establecidos en el párrafo f) anterior en cuanto a la composición del activo subyacente,
  - las contrapartes de las operaciones de derivados sean entidades financieras domiciliadas en Estados miembros de la OCDE sujetas a supervisión

<sup>42</sup> El RIIC exige además que estén domiciliadas o radicadas en un Estado Miembro de la OCDE que cuente con mecanismos de cooperación e intercambio de información con la CNMV y que en determinados aspectos se rijan por reglas similares a las españolas.

<sup>43</sup> La CNMV ha aclarado que esta mención al vencimiento no superior a doce meses se refiere a los depósitos a plazo que puedan hacerse líquidos mediante cláusulas que permitan al cliente la disposición del importe del depósito antes del vencimiento del contrato.

<sup>44</sup> Así, por ejemplo, baría falta la autorización de la CNMV para que una IIC invierta en un derivado cuyo subyacente sea una SICAV autorizada conforme a la Directiva 85/611/CEE cuyo objetivo sea replicar la evolución de un índice de IIC de inversión libre. Esto es así, dado que al replicar dicha SICAV la evolución de un índice de IIC de inversión libre, se estaría invirtiendo más de un 10% en otras IIC, estando ante un derivado sobre una IIC distinta de las previstas en los apartados c) y d) anteriores.

sión prudencial u organismos supranacionales de los que España sea miembro, dedicadas de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo y que tengan solvencia suficiente,

- las posiciones en derivados estén sujetas a una valoración diaria fiable y puedan liquidarse en cualquier momento a su valor de mercado mediante una operación de signo contrario a iniciativa de la IIC de carácter financiero. Para ello se exige un compromiso, del emisor o de una entidad financiera, para dar cotizaciones en firme diariamente, con un diferencial máximo del que se informará en los documentos informativos periódicos.

Los requisitos señalados en el segundo y tercer guión de este apartado también resultarán exigibles a los instrumentos financieros derivados señalados en el párrafo f), excepto si se negocian en un mercado que exija el depósito de garantías en función de las cotizaciones o de ajuste de pérdidas y ganancias y exista un centro de compensación que registre las operaciones realizadas y se interponga entre las partes contratantes actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador.

- h) Instrumentos del mercado monetario no negociados en un mercado o sistema de negociación que cumpla los requisitos señalados en el párrafo a) anterior, siempre que sean líquidos y tengan un valor que pueda determinarse con precisión en todo momento y se cumpla alguno de los siguientes requisitos:
  - que estén emitidos o garantizados por el Estado, las comunidades autónomas, las entidades locales, el Banco de España, el Banco Central Europeo, la Unión Europea, el Banco Europeo de Inversiones, el Banco Central de alguno de los Estados miembros, cualquier Administración pública de un Estado Miembro, un tercer país o, en el caso de Estados federados, por uno de los miembros integrantes de la Federación, o por un organismo público internacional al que pertenezcan uno o más Estados Miembros.
  - que estén emitidos por una empresa cuyos valores se negocien en un mercado que cumpla los requisitos señalados en el párrafo a) anterior.
  - que estén emitidos o garantizados por una entidad sujeta a supervisión prudencial.
  - que estén emitidos por entidades pertenecientes a las categorías que determine la CNMV.
- i) En el caso de las SI, los bienes muebles e inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad, hasta un límite máximo del 15% del patrimonio de dicha sociedad.
- j) Los siguientes activos e instrumentos financieros, hasta un máximo conjunto del 10% de su patrimonio<sup>45</sup>:

---

<sup>45</sup> La CNMV, en una consulta formulada, matizó que en este 10% se incluye la suma de todas las inversiones contempladas en este apartado j).

1. Las acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación que no cumplan los requisitos establecidos en el párrafo a) o que dispongan de otros mecanismos que garanticen su liquidez.
2. Las acciones o participaciones de IIC no autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE, distintas de las incluidas en el párrafo d)<sup>46</sup>.
3. Las acciones o participaciones de IIC de inversión libre y de IIC de IIC de inversión libre<sup>47</sup>.
4. Los valores no cotizados.
5. Acciones y participaciones de entidades de capital riesgo<sup>48</sup>.
6. Los depósitos en entidades de crédito que no cumplan los requisitos generales.

En el supuesto de que la inversión se realice en valores no cotizados<sup>49</sup>, ésta estará sujeta a los siguientes requisitos:

- Los valores susceptibles de ser adquiridos no podrán presentar ninguna limitación a su libre transmisión.
- La entidad emisora de los valores deberá tener su sede social en algún país miembro de la OCDE en el que no concurra el carácter de paraíso fiscal. Para valores emitidos por entidades con sede social en un país no miembro de la OCDE, además de no concurrir en dicho país el carácter de paraíso fiscal, se requerirá la autorización previa de la CNMV, conforme a los requisitos que ésta determine. En todo caso, el emisor deberá auditar sus estados financieros anualmente. En el momento de la inversión deberá contar con informe de auditoría de los dos últimos ejercicios cerrados, con la opinión favorable del auditor al menos en el último ejercicio. Los requisitos previstos en este párrafo no serán exigibles en los casos de entidades que se hayan constituido recientemente como consecuencia de operaciones de fusión, escisión o aportación de ramas de actividad de otras que sí los cumplían.
- Ni individualmente, ni la suma de las inversiones de las SICAV pertenecientes a un mismo grupo y de los fondos y SICAV gestionados por SGIIC en las que se dé la misma circunstancia podrán suponer, en ningún caso, que se ejerza o se pueda ejercer el control directo o indirecto de la entidad en la que se invierte.

<sup>46</sup> La CNMV aclaró que en este apartado entraría la inversión en fondos inmobiliarios por IIC de carácter mobiliario.

<sup>47</sup> Un FI podrá invertir hasta un 10% de su patrimonio en una IIC de inversión libre gestionada por la propia gestora, si bien dicha inversión deberá estar previamente prevista en el folleto.

<sup>48</sup> Las sociedades de capital riesgo que cotizan en Bolsa se consideran como sociedades cotizadas y, por tanto, incluidas en el apartado a) anterior.

<sup>49</sup> Estas normas no son de aplicación a los instrumentos del mercado monetario no negociados en un mercado a los que se refiere el apartado b) anterior, sino sólo a los valores mencionados en el apartado j) 4º.

- La inversión no podrá tener lugar en entidades cuyos socios, administradores o directivos tengan, de manera individual o de forma conjunta, directamente o a través de personas interpuestas, una participación significativa en la IIC o su SGIIC. Tampoco se podrán realizar inversiones en valores emitidos por sociedades que hayan sido financiadas por entidades del grupo de la SICAV o de la SGIIC y que vayan a destinar la financiación recibida de las IIC a amortizar directa o indirectamente los créditos otorgados por las empresas de los grupos citados.

Queda prohibida la inversión de las IIC en valores no cotizados emitidos por entidades pertenecientes a su grupo o al grupo de su SGIIC.

- Además de las limitaciones establecidas para cumplir con el principio de diversificación de riesgos, la inversión en valores no cotizados estará sujeta a las limitaciones siguientes:

- 1<sup>a</sup> Ninguna IIC podrá tener invertido más del 2% de su patrimonio en valores emitidos o avalados por una misma entidad.
  - 2<sup>a</sup> Ninguna IIC podrá tener más del 4% de su patrimonio invertido en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.
- A los efectos del cálculo del valor liquidativo, así como del cumplimiento de los porcentajes señalados anteriormente, los valores no cotizados adquiridos se valorarán conforme a su valor efectivo, de acuerdo a criterios de máxima prudencia y aplicando métodos valorativos generalmente admitidos en la práctica.

A fin de cumplir con el principio de diversificación de riesgos, con carácter general, la inversión en activos e instrumentos financieros de un mismo emisor, o de entidades del mismo grupo, no podrá superar el 5% ó el 15%, respectivamente del activo de la IIC. El límite del 5 % queda ampliado al 10% siempre que el total de las inversiones de la IIC en valores en los que supere el 5% no excede del 40% del activo de la misma.

El RIIC, en su artículo 38, según la naturaleza de la institución, del partícipe y de los activos en los que se invierta, establece un límite superior, así como porcentajes adicionales de diversificación del riesgo.

Por otro lado, con el objeto de cumplir con el principio de transparencia, las IIC deberán definir claramente su vocación inversora, de tal forma que el inversor conozca con precisión a qué categoría de las establecidas por la CNMV pertenece la institución.

La LIIC establece, además, las siguientes normas sobre inversión para las IIC de carácter financiero:

- Ni las sociedades gestoras ni las sociedades de inversión podrán conceder o avalar créditos por cuenta de terceros. No obstante, podrán adquirir los

activos a los que se refieren los párrafos a), b), c), d), f), g) y h) anteriores aunque no hayan sido enteramente desembolsados.

- Con carácter general, ni las sociedades gestoras, en relación con las IIC por ellas gestionadas, ni las sociedades de inversión, podrán realizar ventas al descubierto de los activos financieros a los que se refieren los párrafos c), d) y h) anteriores<sup>50</sup>.
- Los valores y otros activos que integren la cartera no podrán pignorarse ni constituir garantía de ninguna clase, salvo para servir de garantía en las operaciones que la institución realice en los mercados secundarios oficiales. En su caso, los valores y activos que integren la cartera deberán estar depositados bajo la custodia de los depositarios regulados en la Ley. No obstante, los valores y otros activos que integren la cartera de las IIC de carácter financiero podrán ser objeto de operaciones de préstamo de valores con los límites y garantías que establezca el Ministro de Economía y Hacienda<sup>51</sup>.
- Estas IIC no podrán endeudarse más allá del 10% de su activo con carácter general. Asimismo, en el caso de las SI, cuando se trate de préstamos para la adquisición de inmuebles indispensables para la continuación de sus actividades, tampoco podrán superar dicho límite, en cuyo caso estos préstamos y los previstos anteriormente no podrán superar el 15% de sus activos.
- No podrán recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros análogos.
- No podrán adquirir metales preciosos ni ningún otro tipo de materia prima o de bienes muebles o inmuebles diferentes de los contemplados anteriormente.

En cuanto al contenido de los estatutos sociales y reglamentos de las IIC de carácter financiero respecto a la política de inversión, estos deberán incorporar, al menos, los siguientes aspectos:

- a. Forma de cumplimiento de los principios de inversión expuestos al comienzo del presente apartado 3.4.3.4.
- b. Reglas de utilización de instrumentos financieros derivados con la finalidad, entre otras, de asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en la totalidad o parte de su cartera, como inversión para gestionar de modo más eficaz su cartera, o en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.

<sup>50</sup>Se permiten las ventas al descubierto utilizando derivados, pero no es posible recurrir al préstamo de valores para ventas al descubierto (financiadas con préstamo de valores) ya que no está permitida la constitución de garantías fuera de mercados organizados de derivados (y esta constitución de garantías es indispensable para poder realizar dicha operativa).

<sup>51</sup>Hasta que no se produzca el correspondiente desarrollo normativo del RIIC, la operativa relativa al préstamo de valores se encuentra limitada a lo previsto en la Orden Ministerial de 31 de julio de 1991, sobre cesión de valores en préstamo por las IIC.

- c. Financiaciones que pueden recibir.
- d. Operaciones sobre los activos que integran sus patrimonios, incluyendo su pignoración.

Finalmente, señalar que el artículo 39 del RIIC especifica los requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados, pudiéndose destacar lo siguiente:

- La SGIIC o, en el caso de ser autogestionada, la SICAV, extremará la diligencia cuando invierta en instrumentos financieros derivados y deberá cumplir las obligaciones de control interno establecidas en el RIIC y en sus disposiciones de desarrollo. En todo caso, para realizar operaciones con instrumentos financieros derivados las citadas entidades deberán constatar que dichas operaciones son apropiadas a los objetivos de la IIC y que disponen de los medios y experiencia necesarios para llevar a cabo tal actividad. Asimismo, deberán contar con un sistema de gestión del riesgo que les permita estimar y controlar en todo momento el riesgo de las posiciones abiertas en instrumentos financieros derivados y su contribución al perfil global de riesgo de la cartera de la IIC.

Asimismo, deberán comunicar a la CNMV periódicamente los tipos de instrumentos financieros derivados utilizados, los riesgos asociados, así como los métodos de estimación de éstos, incluyendo, en su caso, los límites cuantitativos aplicados.

- Las IIC podrán operar con instrumentos financieros derivados con la finalidad de asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera, como inversión para gestionar de modo más eficaz la cartera o en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad, conforme a los objetivos de gestión previstos en el folleto informativo y en el reglamento o estatutos sociales de la IIC.
- La exposición total al riesgo de mercado asociada a instrumentos financieros derivados no podrá superar el patrimonio neto de la IIC<sup>52</sup>.

Las primas pagadas por la compra de opciones, bien sean contratadas aisladamente, bien incorporadas en operaciones estructuradas, en ningún caso podrán superar el 10% del patrimonio de la IIC.

No estarán sujetas a los límites previstos en este apartado las IIC que lleven a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad que haya sido garantizado a la propia institución por un tercero.

- La exposición al riesgo de mercado del activo subyacente asociada a la utilización de instrumentos financieros derivados deberá tomarse en cuenta para el cumplimiento de los límites de diversificación.

---

<sup>52</sup> Por exposición total al riesgo se entenderá cualquier obligación actual o potencial que sea consecuencia de la utilización de instrumentos financieros derivados, entre los que se incluirán las ventas al descubierto.

- El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV podrán desarrollar lo dispuesto en el artículo 39 del RIIC<sup>53</sup>.

Por último, y como ya se ha señalado en el apartado 3.2.5, el 19 de marzo de 2007 la Comisión Europea aprobó la nueva Directiva 2007/16/CE, de Nivel II<sup>54</sup>, y el CESR publicó sus pautas de Nivel III, ambos documentos con la finalidad de clarificar los distintos tipos de activos aptos para su inclusión en las carteras de las IIC armonizadas.

#### (B) IIC de carácter no financiero

La LIIC obliga a las IIC inmobiliarias a cumplir los criterios de valoración<sup>55</sup> de los bienes y derechos en los que inviertan y respetar los siguientes coeficientes:

- Coeficiente de liquidez que garantice suficientemente el cumplimiento del régimen de reembolso<sup>56</sup>.
- Coeficientes de diversificación del riesgo que limiten la inversión en un solo inmueble, así como el arrendamiento de bienes inmuebles a entidades de un mismo grupo<sup>57</sup>.

Las IIC inmobiliarias deberán respetar las reglas establecidas sobre el plazo mínimo de permanencia de las inversiones, la adquisición y enajenación de bienes inmuebles, la adquisición y enajenación de opciones de compra, de compromisos de compra a plazo y de derechos reales, la concentración de flujos financieros resultantes del arrendamiento de los bienes inmuebles, y la financiación con garantía hipotecaria<sup>58</sup>. De igual modo, en la adquisición de viviendas acogidas a protección oficial se cumplirán las condiciones que

<sup>53</sup> Permanecen en vigor tanto la Orden Ministerial de 10 de Junio de 1997 sobre operaciones de las IIC de carácter financiero en instrumentos financieros derivados, como la Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV que desarrolla dicha Orden.

<sup>54</sup> La Circular 3/1998, de 22 de septiembre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones e instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva (modificada por la Circular 1/2001, de 18 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre modelos de folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva) tiene por objeto fundamental la concreción de los límites a la utilización de instrumentos derivados de carácter financiero por riesgo de mercado y de contraparte.

<sup>55</sup> De acuerdo con el proceso normativo de Lamfalussy, el Nivel I contiene los principios marco, el Nivel II son las medidas de ejecución y el Nivel III se refiere a la cooperación reforzada entre los reguladores nacionales para asegurar una transposición de la legislación de los niveles I y II, que sea consistente y equivalente en todos los Estados miembros, mediante la determinación de unos principios comunes y uniformes.

<sup>56</sup> El artículo 57 del RIIC establece que los criterios de valoración de los bienes inmuebles y derechos reales que integren el patrimonio de las IIC inmobiliarias serán, en general, los previstos en el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, y en la normativa de desarrollo, con las adaptaciones y modificaciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda. Por otro lado, se habilita a la CNMV para establecer la forma en que el valor de tasación deberá ser considerado en la estimación del valor de realización de los inmuebles en cartera de los FII.

<sup>57</sup> Ver artículo 60 del RIIC.

<sup>58</sup> Ver artículo 61 del RIIC.

<sup>59</sup> Así, por ejemplo, (i) los bienes inmuebles que integren el activo de las IIC inmobiliarias no podrán enajenarse hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la CNMV, o (ii) las IIC inmobiliarias podrán financiar la adquisición de inmuebles que integren su patrimonio con garantía hipotecaria.

permitan el mantenimiento de los beneficios económicos inherentes al régimen de protección.

Los accionistas o partícipes de IIC inmobiliarias podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo de las mismas así como ostentar cualquier derecho distinto del derivado de su condición de accionista o partícipe y realizar aportaciones, originarias o derivativas, en especie.

Por último, dado que la valoración patrimonio de las IIC depende de las normas contables que establecen los criterios de valoración y de determinación de dicho patrimonio, nos remitimos al apartado 3.11 siguiente, en el cual se analiza la normativa contable especial del sector de las IIC.

### **3.4.3.5 Disolución, liquidación, transformación, fusión, escisión y traspaso de participaciones y acciones**

#### *(A) Disolución y liquidación*

Dadas las especialidades de las distintas formas jurídicas de las IIC, la LIIC distingue claramente el régimen jurídico aplicable a la disolución y liquidación de las SI del aplicable a los FI. En el primer caso, al tratarse de IIC de carácter societario, se aplicarán las disposiciones específicas de la LIIC, sin perjuicio de la aplicación de la Ley de Sociedades Anónimas con carácter supletorio.

Por el contrario, tanto en la LIIC como en el RIIC se regulan, específicamente, la disolución y liquidación de los FI. Así, se establecen las siguientes causas de disolución de los FI:

- a) El cumplimiento del plazo señalado en el contrato de constitución;
- b) El acuerdo de la sociedad gestora y la entidad depositaria, en el caso de que el fondo se hubiera constituido por tiempo indefinido; y
- c) Las demás previstas en la LIIC, en sus normas de desarrollo, así como en el reglamento de gestión del FI.

El acuerdo de disolución del FI se adoptará de común acuerdo por la sociedad gestora y el depositario, salvo en el caso de disolución por cese de aquella, en que se adoptará únicamente por el depositario. El acuerdo de disolución deberá ser comunicado de forma inmediata a los partícipes y a la CNMV que procederá a su publicación, sin perjuicio de su publicación por la SGIIC en el «Boletín Oficial del Estado» y en uno de los diarios de mayor circulación del lugar del domicilio social de la SGIIC.

Una vez producida la disolución el FI y hecha pública por la CNMV, se abrirá el período de liquidación y quedará suspendido el derecho de reembolso y de suscripción de participaciones.

La sociedad gestora, con el concurso del depositario, actuará de liquidador y procederá con la mayor diligencia y en el más breve plazo posible a enajenar los valores y activos del FI y a satisfacer y percibir los créditos. Una vez realiza-

das estas operaciones, elaborarán los correspondientes estados financieros y determinarán la cuota que corresponda a cada partícipe. El balance y la cuenta de resultados deberán ser publicados en el «Boletín Oficial del Estado» y en uno de los periódicos de mayor circulación del lugar del domicilio de la SGIIC.

Transcurrido el plazo de un mes a partir de la fecha de su publicación sin que hubiera habido reclamaciones, se procederá al reparto del patrimonio entre los partícipes. Las cuotas no reclamadas en el plazo de tres meses se consignarán en depósito en la Caja General de Depósitos y quedarán a disposición de sus legítimos dueños.

En el caso de que hubiera habido reclamaciones, se estará a lo que disponga el juez o el tribunal competente, de forma que la SGIIC y el depositario podrán realizar entregas a los partícipes en concepto de liquidación provisional.

Una vez efectuado el reparto total del patrimonio, la gestora y el depositario solicitarán la cancelación de los asientos referentes al fondo en el registro de la CNMV que corresponda y, en su caso, en el Registro Mercantil.

La CNMV podrá acordar, en su caso, la intervención en el procedimiento de liquidación, en los términos previstos en el Título VI de la LIIC<sup>59</sup>.

La disolución y liquidación de uno o varios compartimentos de un fondo se regirá por lo dispuesto anteriormente, pero las referencias al fondo se entenderán realizadas al compartimento.

#### *(B) Transformación*

En términos generales, las IIC sólo podrán transformarse en otras IIC que tengan la misma forma jurídica y pertenezcan a la misma clase, y siempre que cumplan determinados requisitos que veremos a continuación. La LIIC establece un límite a este principio general: las IIC autorizadas de acuerdo con la Directiva 85/611/CEE no podrán transformarse en otras IIC. Sin perjuicio de lo anterior, todas las SI acogidas al estatuto de las IIC podrán transformarse en sociedades que no posean ese estatuto. Igualmente, las sociedades anónimas se podrán transformar en SI.

En todo caso, las operaciones de transformación estarán sujetas a los siguientes requisitos:

- a) Autorización administrativa previa de la CNMV.
- b) Acreditación, en el momento de la transformación, de que reúnen las condiciones específicas fijadas para la clase de IIC en la que se va a transformar la IIC existente.
- c) Reforma de los estatutos sociales o del reglamento de gestión, dejando constancia de la operación en el registro de la CNMV correspondiente y, tratándose de sociedades, previamente en el Registro Mercantil.

<sup>59</sup>Ver apartado 3.8 siguiente.

- d) Publicación en el «Boletín Oficial del Registro Mercantil» y en dos diarios de circulación nacional cuando se trate de sociedades y comunicación a los partícipes cuando se trate de fondos, para que, en su caso, ejerzan los derechos de separación que les correspondan.
- e) Presentación en la CNMV de la auditoría de los estados financieros que hayan servido para acordar la transformación, cerrados en fecha no anterior a tres meses a la adopción del acuerdo de transformación.

#### *(C) Fusión*

La LIIC únicamente permite la fusión entre IIC de la misma clase, es decir, que no podrán fusionarse IIC de carácter financiero con IIC inmobiliarias. La fusión podrá ser de dos tipos: por absorción o por creación de una nueva IIC, siempre que, en este último caso, se lleve a cabo entre instituciones de la misma forma o naturaleza jurídica, esto es, entre varios FI o entre varias SI.

Las operaciones de fusión de las IIC están sujetas al procedimiento de autorización previsto en la LIIC para la constitución y, de forma similar a lo que ocurre en los supuestos de disolución y liquidación, la LIIC establece que en el caso de SI los procesos de fusión se ajustarán a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas.

En el caso de FI, el procedimiento de fusión se iniciará previo acuerdo de la sociedad o sociedades gestoras, y del depositario o depositarios de las instituciones que pretendan fusionarse. Dicho acuerdo, junto con el proyecto de fusión, se presentará ante la CNMV para su autorización.

El proyecto de fusión entre dos o más FI o, en su caso, entre dos o más compartimentos de un mismo fondo deberá tener el siguiente contenido mínimo:

- a) La identificación de los fondos o compartimentos implicados y de sus sociedades gestoras y depositarios. En el caso de fusión por creación de una nueva entidad, identificación del nuevo FI.
- b) Una explicación del procedimiento para llevar a cabo la fusión con indicación de sus aspectos jurídicos y económicos.
- c) Un resumen de la composición de las carteras destacando, en su caso, las diferencias sustanciales entre los distintos fondos o compartimentos que se fusionan, así como de la política de inversión que realizará el nuevo fondo, o compartimento, absorbente en el futuro.
- d) Información sobre los últimos estados financieros auditados, así como sobre la posible ecuación de canje resultante con la aplicación de los últimos estados financieros remitidos a la CNMV.
- e) Información sobre los efectos fiscales de la fusión.

- f) En el caso de fusión por absorción, un documento explicativo de todas las modificaciones por incluir en el reglamento de gestión y en los folletos completo y simplificado del fondo o compartimento absorbente. En el caso de fusión por creación de un nuevo fondo o compartimento, la inclusión del proyecto de reglamento de gestión y una memoria explicativa del proyecto con el contenido exigido, con carácter general, para la constitución de nuevos fondos o compartimentos.

La autorización del proceso de fusión tendrá la consideración de hecho relevante y deberá ser objeto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado» y en dos periódicos de ámbito nacional. Asimismo, la autorización deberá ser objeto de comunicación a los partícipes de todos los fondos afectados, junto con el proyecto de fusión, en los 10 días siguientes a su notificación.

Transcurrido el plazo de un mes desde la fecha de los anuncios o desde la remisión de la notificación individualizada, si ésta fuera posterior, la sociedad o las sociedades gestoras, y el depositario o los depositarios de los fondos ejecutarán la fusión mediante el otorgamiento del correspondiente documento contractual y su inscripción en el correspondiente registro de la CNMV.

La ecuación de canje se determinará sobre la base de los valores liquidativos y número de participaciones en circulación al cierre del día anterior al del otorgamiento de la escritura o, de no producirse aquélla, al del otorgamiento del documento contractual. Los estados financieros que se incorporen a la escritura o, en su caso, al documento contractual serán aprobados por persona debidamente facultada de la sociedad gestora y del depositario.

En cuanto al procedimiento para la fusión por absorción entre IIC de distinta naturaleza jurídica, se seguirá lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas en relación a la sociedad o sociedades que se fusionen, y en la LIIC y en el RIIC en cuanto al fondo/s o compartimento/s objeto de la fusión, con arreglo a las especialidades que, en su caso, establezca la CNMV. En estos casos:

- a) El procedimiento de fusión se iniciará previo acuerdo de la sociedad gestora y del depositario del fondo/s o compartimento/s que pretendan fusionarse, y de la junta general de la sociedad o sociedades de inversión que se fusionen.
- b) El proyecto de fusión, junto con los acuerdos mencionados en el párrafo anterior, se presentarán ante la CNMV para su autorización. El proyecto de fusión tendrá el contenido que se señale por la CNMV, con arreglo a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas, en relación con la fusión de sociedades, y en el RIIC en cuanto a los FI.
- c) La fusión se ejecutará mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública y su inscripción en los registros que procedan.

#### *(D) Escisión*

La escisión de las entidades acogidas al estatuto de las IIC podrá ser total o parcial. Por otro lado, las IIC podrán beneficiarse de la escisión, total o parcial de cualesquiera otras entidades, siempre que ello no suponga desvirtuar su carácter y naturaleza jurídica o el incumplimiento de los requisitos y obligaciones específicos de la clase de institución de que se trate.

En todo caso, la escisión de IIC deberá cumplir, como mínimo, los requisitos establecidos para la transformación de IIC y presentar el correspondiente proyecto de escisión. Asimismo, en el caso de las SI, se aplicarán las disposiciones contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas.

El proyecto de escisión de un FI o, en su caso, de uno o más compartimentos de un fondo se iniciará previo acuerdo de la sociedad gestora o, en su caso, de las sociedades gestoras y de los depositarios, y deberá contener las especificaciones señaladas para los proyectos de fusión de FI, así como los siguientes extremos:

- a) La designación y el reparto preciso de todos los elementos del activo y del pasivo que han de transmitirse a los fondos beneficiarios.
- b) El reparto entre los partícipes de las participaciones que les correspondan en los fondos beneficiarios, así como el criterio de reparto utilizado.

#### *(E) Traspaso de participaciones sociales*

Los traspasos de inversiones entre IIC o, en su caso, entre compartimentos de una misma IIC, se regirán por las disposiciones establecidas en el artículo 28 de la LIIC (que veremos a continuación) y, en lo no previsto por las mismas, por la normativa general que regula la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión, así como la adquisición y enajenación de acciones en SI.

El procedimiento previsto por la LIIC para el traspaso de participaciones o acciones es el siguiente:

- Para iniciar el traspaso el partícipe o accionista deberá dirigirse, según proceda, a la sociedad gestora, comercializadora o de inversión, de destino (sociedad de destino), a la que ordenará por escrito la realización de las gestiones necesarias. La sociedad de destino deberá comunicar a la sociedad gestora, comercializadora o de inversión de origen (sociedad de origen), en el plazo máximo de un día hábil desde que obre en su poder, la solicitud debidamente cumplimentada con indicación, al menos, de la denominación de la IIC de destino y, en su caso, del compartimento, los datos identificativos de la cuenta de la IIC a la que debe realizarse el traspaso, de su depositario, en su caso, de su sociedad gestora, y de la IIC de origen, y, en su caso, del compartimento.

- La sociedad de origen dispondrá de un máximo de dos días hábiles desde la recepción de la solicitud para realizar las comprobaciones que estime necesarias. Tanto el traspaso de efectivo como la transmisión por parte de la sociedad de origen a la sociedad de destino de toda la información financiera y fiscal necesaria para el mismo deberán realizarse, a partir del tercer día hábil desde la recepción de la solicitud, en los plazos reglamentariamente establecidos para el pago de los reembolsos o para la enajenación de acciones. En todo caso, el traspaso de efectivo deberá realizarse mediante transferencia bancaria, ordenada por la sociedad de origen a su depositario o, en su caso, comercializador, desde la cuenta de la IIC de origen a la cuenta de la IIC de destino.

La sociedad de destino conservará la documentación derivada de los anteriores actos y obligaciones a disposición de la sociedad de origen, de los órganos de supervisión correspondientes, en su caso, de los depositarios de origen y destino, y de las autoridades tributarias competentes.

Los valores liquidativos aplicables en las operaciones de traspaso serán los que estén establecidos en el reglamento de gestión de cada FI para suscripciones y reembolsos, o en los estatutos de la SI para la adquisición y enajenación de acciones<sup>60</sup>.

En los traspasos en los que intervenga una SI cuyas acciones coticen en Bolsa, la intermediación por un miembro de Bolsa no podrá suponer, en ningún caso, que el importe del reembolso de participaciones o de la enajenación de acciones se ponga a disposición del partícipe o accionista. Asimismo, el partícipe o accionista será responsable de la custodia de la información financiera y fiscal del traspaso así como de su comunicación, en su caso, a la sociedad gestora o comercializadora de destino.

Por último, cabe hacer una referencia al “Protocolo de Traspasos entre IIC y Planes de Pensiones” que fue aprobado por INVERCO y la CNMV en marzo de 2003. El objetivo del mismo era completar las lagunas existentes en la ley vigente en aquel momento relativas a los traspasos entre IIC, diseñando un procedimiento que cumpliera con los necesarios requisitos de fehaciencia, obligatoriedad y rapidez de la ejecución. Dicho protocolo fue declarado obligatorio para todos los asociados de INVERCO, es decir, la práctica totalidad de las IIC españolas.

El interés de este Protocolo radica en que sigue vigente entre los asociados de INVERCO y en su utilidad para completar las carencias que sobre este tema sigue teniendo la LIIC<sup>61</sup>.

El Protocolo de Traspasos se divide en dos partes, una correspondiente a los traspasos entre IIC y otra a los traspasos entre planes de pensiones. Por lo que respecta a la primera parte, que es la que aquí interesa, ésta se subdivide, a su

<sup>60</sup>En el caso de que el traspaso se deba al ejercicio del derecho de separación contemplado en el artículo 14.2 del RIIC, se tomará como valor liquidativo el que corresponda a la fecha del último día del mes de información.

<sup>61</sup>El RIIC no contiene ningún artículo dedicado a la regulación de esta materia.

vez en otros tres grupos: (i) traspasos cuando ambas IIC revistan la forma de fondos, (ii) traspasos cuando interviene una IIC española con forma societaria, y (iii) traspasos cuando al menos una de las IIC sea extranjera con forma societaria.

(i) Traspasos cuando ambas IIC revistan la forma de fondos

El procedimiento a seguir en estos casos será el siguiente:

- a) El partícipe comparecerá ante la sociedad gestora o comercializadora de destino inscrita en la CNMV, para iniciar el procedimiento de traspaso ordenando por escrito a dicha entidad que realice, en su nombre y ante la sociedad gestora o comercializadora de origen inscrita en la CNMV, todos los trámites de dicho proceso.

La sociedad gestora o comercializadora de destino, bajo su responsabilidad, identificará al partícipe o su representante, comprobará su capacidad para ordenar el traspaso y, en su caso, la suficiencia de los poderes utilizados. Dicha sociedad gestora o comercializadora de destino asumirá, mediante la realización de estas identificaciones o comprobaciones, las responsabilidades que resultaren de ello, exonerando de responsabilidad a la sociedad gestora o comercializadora de origen.

La sociedad gestora o comercializadora de destino conservará la documentación derivada de los anteriores actos y obligaciones a disposición de la sociedad gestora o comercializadora de origen, de los depositarios de origen y destino, de los órganos de supervisión correspondientes y, en su caso, de la Inspección Fiscal.

La sociedad gestora o comercializadora de destino se obliga, además, a cumplir las obligaciones propias de la Ley de Protección de Datos.

- b) La sociedad gestora o comercializadora de destino comunicará a la citada sociedad gestora o comercializadora de origen la iniciación del traspaso y todos los datos establecidos, a este efecto, en el procedimiento habilitado por el SNCE (cumplimentación del Cuaderno 334)<sup>62</sup>.

Hasta entonces, la sociedad gestora o comercializadora de destino comunicará diariamente por fax a la sociedad gestora o comercializadora de origen las solicitudes de traspaso recibidas en ese día, en las que se cumplimentarán todos los datos establecidos para las mismas.

- c) Recibida la anterior comunicación, la sociedad gestora o comercializadora de origen procederá a realizar las comprobaciones pertinentes, disponiendo para ello de dos días hábiles. Si éstas son conformes, realizará el traspaso de la información financiera y fiscal y de la de inversión, dentro de los plazos que legalmente resulten aplicables.

---

<sup>62</sup>Este Cuaderno ha sufrido modificaciones recientes para adaptarse a las nuevas disposiciones sobre los coeficientes de abatimiento previstas en la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, por lo que se han incorporado nuevos casilleros para completar la información.

Si como resultado de las comprobaciones resultare que no se puede realizar el traspaso, se comunicará a la sociedad gestora o comercializadora de destino las causas que impiden el traspaso, en el plazo adicional máximo de un día hábil.

Dichas comunicaciones se efectuarán por el procedimiento establecido en el punto b) anterior.

(ii) Traspasos cuando interviene una IIC española con forma societaria

Cuando la IIC de origen tenga forma societaria y domicilio social en España, el accionista deberá entregar a la sociedad gestora, comercializadora o miembro de Bolsa de destino la declaración que acredite que no ha participado en algún momento dentro de los doce meses anteriores a la fecha de la operación en más del 5% del capital de la institución de inversión colectiva correspondiente.

La sociedad gestora, comercializadora o miembro de Bolsa de origen, una vez recibida la solicitud de la entidad de destino, deberá comprobar que el número de accionistas de la IIC de origen con forma societaria sea superior a 500.

(iii) Traspasos cuando al menos una de las IIC sea IIC extranjera con forma societaria.

Cuando al menos una de las IIC implicadas en el traspaso sea una IIC extranjera con forma societaria, se aplicarán, con carácter general, las normas establecidas en el anterior apartado (i).

No obstante, si la IIC de origen fuera una IIC extranjera con forma societaria se observarán, adicionalmente, las siguientes normas:

- El accionista transmitente deberá entregar a la sociedad gestora o comercializadora de destino, la declaración que acredite que no ha participado en algún momento dentro de los doce meses anteriores a la fecha de la operación en más del 5% del capital de la institución de inversión colectiva correspondiente.
- La sociedad gestora o comercializadora de origen, una vez recibida la comunicación de iniciación del traspaso de la entidad de destino, deberá comprobar que el número de socios de la IIC con forma societaria de origen sea superior a 500.

### **3.5 CLASES DE IIC**

Tal y como se establece en el apartado 3 del artículo 1 de la LIIC, atendiendo al criterio de los bienes en que se invierten los fondos captados, las IIC se dividen en IIC de carácter financiero e IIC de carácter no financiero.

Son IIC de carácter financiero aquellas entidades que, reuniendo las características generales establecidas en el apartado 1 del artículo 1 de la LIIC, tengan por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros (en concreto, los activos aptos para la inversión enumerados en el artículo 36 del RIIC, que ya han sido objeto de análisis en el apartado 3.4.3.4 anterior).

Entre las IIC de carácter financiero se encuentran las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, (en adelante, las “SICAV”), los fondos de inversión mobiliaria (en adelante, los “FI”) y demás instituciones cuyo objeto principal sea la inversión o gestión de activos financieros.

Por su parte, las IIC de carácter no financiero operan fundamentalmente sobre activos inmobiliarios para su explotación. Se consideran IIC de esta clase las sociedades de inversión inmobiliaria (en adelante, las “SII”) y los fondos de inversión inmobiliaria (en adelante, los “FII”).

En cuanto a los antecedentes históricos, las sociedades y fondos de inversión mobiliaria son figuras con un reconocimiento legal en España relativamente reciente. Su primera regulación consistió en la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria; tal norma tenía una finalidad exclusiva de estímulo fiscal, y sin embargo, su eficacia práctica fue muy limitada. De ahí que suela señalarse la Ley de 26 de diciembre de 1958, que deroga la Ley de 1952, como la que permitió el inicio de la andadura de las sociedades de inversión mobiliaria dado que desarrolló, aunque parcialmente en sus 14 artículos, el régimen de tal figura, cubriendo de esta forma la laguna de la normativa precedente. El Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, modificó parcialmente la Ley de 1958 e introdujo las correspondientes autorizaciones para que el gobierno pudiera regular tanto las sociedades de capital variable como los fondos, y estos últimos en sus dos posibles modalidades (mobiliarios e inmobiliarios).

Sin embargo, como es sabido, tanto las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable como los fondos de inversión inmobiliaria no tuvieron eficacia práctica, por falta de desarrollo reglamentario. Fueron, pues, tan sólo los fondos de inversión mobiliaria los que se reglamentaron, y ello mediante la Orden Ministerial de 1 de diciembre de 1970.

Paralelamente a las sucesivas modificaciones normativas, las IIC han ido evolucionando y desarrollándose. Interesa, sobre todo, destacar que en particular en estos últimos años una IIC, distinta de los fondos, está adquiriendo un importante auge. Se trata de la sociedad de inversión mobiliaria de capital variable (en adelante, “SICAV”), que más adelante detallamos.

En la actualidad, tanto la LIIC como el RIIC, a lo largo del Capítulo I de sus Títulos III, desarrollan las IIC de carácter financiero, estableciéndose una serie de disposiciones comunes, aplicables tanto a fondos como a sociedades. En concreto, se regulan la política de inversión y las normas para la diversificación del riesgo de estas IIC. Entre otras novedades, cabe destacar la posibilidad de que inviertan hasta un 10

por 100 de su activo en entidades de capital riesgo o en sociedades o fondos de inversión libre, entre otros.

En cuanto a los FI de carácter financiero destaca el establecimiento de un régimen de cálculo del valor liquidativo y de reembolsos y suscripciones para evitar el uso de prácticas inadecuadas que permitan realizar arbitraje o especulación contra el fondo (conocidas en el sector como “*market timing*”). Para ello se exige que el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos sea el del mismo día o del día siguiente al de la solicitud y, además, que el procedimiento establecido para la suscripción y reembolso impida que el inversor conozca el valor liquidativo que le resultará de aplicación.

Por otro lado, el RIIC regula los fondos de inversión cotizados (“*Exchange Traded Funds*” o, abreviadamente, ETF), configurándolos como aquéllos cuyas participaciones están admitidas a negociación en Bolsas de valores. Con el desarrollo de esta figura se pretende ampliar la gama de productos ofertados y permite la existencia de fondos semejantes a los fondos índice, pero, a diferencia de éstos, los FI cotizados permiten la adquisición o venta de la participación no sólo una vez al día, sino durante todo el período diario de negociación en la correspondiente Bolsa de valores.

Respecto a las SI de carácter financiero, tal y como quedó señalado, la principal novedad es la desaparición de la exigencia de que sus acciones coticen en Bolsa de valores, lo que pasa a ser una mera opción más con la que cuenta la sociedad. Así, se establecen otros métodos para garantizar la liquidez: el régimen de los fondos de inversión y la posibilidad de negociación en un mercado o sistema organizado de negociación de valores.

En el Capítulo II del Título III de la LIIC se regulan las IIC de carácter no financiero, en particular, las instituciones inmobiliarias, quedando el régimen jurídico de las demás instituciones de carácter no financiero pendiente del posible desarrollo que pudiera efectuarse en el futuro por orden ministerial.

En cuanto a las instituciones inmobiliarias se introducen novedades en su política de inversión, al unificar los límites para la inversión en compra sobre plano y compromiso de compra en un único límite del 40 por 100 del patrimonio de la institución, o ampliar la posibilidad de inversión a sociedades cuyo activo esté constituido no sólo por un bien inmueble, sino por más de uno.

### **3.5.1 IIC de carácter financiero**

Nos remitimos al apartado 3.4.3.4 anterior en lo referente a las siguientes cuestiones:

- activos aptos para la inversión de IIC de carácter no financiero
- principio de diversificación de riesgos
- principio de transparencia
- obligaciones frente a terceros (concesión de créditos, ventas en descubierto, pignoración de valores, etc.)

En cuanto al cumplimiento del principio de liquidez, las IIC de carácter financiero deberán mantener un coeficiente de liquidez que garantice suficientemente el régimen de reembolso. A este respecto, el artículo 40 del RIIC dispone que las IIC de carácter financiero deberán mantener un coeficiente mínimo de liquidez del tres por ciento de su patrimonio, el cual deberá calcularse sobre el promedio mensual de saldos diarios del patrimonio de la institución y deberá materializarse en efectivo, en depósitos o cuentas a la vista en el depositario o en otra entidad de crédito (si el depositario no tiene esa consideración)<sup>63</sup>, o en compraventas con pacto de recompra a un día en valores de deuda pública.

El patrimonio no invertido en activos que formen parte del coeficiente de liquidez deberá invertirse en los activos e instrumentos financieros aptos, señalados en el apartado 3.4.3.4 anterior.

La CNMV podrá aumentar el citado coeficiente, sin que pueda superar el límite del diez por ciento cuando, a la vista de la evolución de las suscripciones y reembolsos de las IIC y de la liquidez de los activos que formen parte del patrimonio de las IIC, existan o se prevea la existencia de dificultades para atender los reembolsos en los plazos establecidos en la normativa. Asimismo, la CNMV establecerá el procedimiento para el cálculo del coeficiente.

La sociedad gestora o, en el caso de ser autogestionada, la SICAV, deberá contar con sistemas internos de control de la profundidad del mercado de los valores en que invierte considerando la negociación habitual y el volumen invertido, para procurar una liquidación ordenada de las posiciones de la IIC a través de los mecanismos normales de contratación. Los documentos informativos de la IIC deberán contener una explicación sobre la política adoptada a este respecto.

Seguidamente, analizaremos las siguientes IIC de carácter financiero, esto es, las SICAV y los FI.

### **3.5.1.1 Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV)**

De acuerdo con lo preceptuado en el apartado 2 del artículo 9 de la LIIC, las SI se regirán por lo establecido en la LIIC y, en lo no previsto en ella, por lo dispuesto en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Las SI son sociedades anónimas, por lo que su dirección corresponde a la Junta General de Accionistas y al Consejo de Administración, pudiendo la Junta General designar una sociedad gestora, lo cual es práctica habitual, pero no obligatoria.

Como señalábamos en el apartado 3.4.2 anterior, su principal particularidad reside en la variabilidad de su capital social, que podrá aumentar o disminuir, sin necesidad de acuerdo de Junta General, dentro de los límites máximo y mínimo fijados en

---

<sup>63</sup>Si el depositario no tiene la consideración de entidad de crédito, la IIC deberá incluir en el folleto la identificación de la entidad de crédito en la que materializará, en su caso, el efectivo, los depósitos o cuentas a la vista.

sus estatutos sociales, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones.

En este sentido, el apartado 2 del artículo 32 de la LIIC establece que en los estatutos sociales debe recogerse necesariamente la cifra del capital inicial, así como la cifra del capital estatutario máximo expresando, en uno y otro caso, el número de acciones y, en su caso, las series, en que esté dividido el capital social y el valor nominal de aquéllas. El capital mínimo desembolsado de las SICAV será de 2.400.000 euros y deberá ser mantenido mientras la sociedad figure inscrita en el registro; el capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de la constitución de la sociedad, no pudiendo el capital estatutario máximo superar en más de diez veces el capital social.

Esta variabilidad de su capital comporta las siguientes especialidades funcionales:

- Las acciones representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas, o las que posteriormente haya adquirido la sociedad, se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores. Las acciones en cartera deberán estar en posesión del depositario.
- La sociedad deberá reducir obligatoriamente el capital, reduciendo el valor nominal de sus acciones en circulación, cuando el patrimonio social hubiere disminuido por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital en circulación, siempre que haya transcurrido un año sin que se haya recuperado el patrimonio. En igual proporción se reducirá el valor nominal de las acciones en cartera.
- En el caso de que no existiesen bastantes acciones propias adquiridas por la sociedad para atender la obligación de vender sus propias acciones, la sociedad, en el plazo que se establezca, deberá poner en circulación acciones suficientes hasta alcanzar, si ello fuera necesario, el capital máximo estatutario establecido.
- Cuando la sociedad no pueda atender las obligaciones anteriores por carecer de acciones en cartera y estar ya desembolsado el capital estatutario máximo, la sociedad declarará esta circunstancia como hecho relevante y su Consejo de Administración propondrá que se acuerde en la próxima junta ordinaria de accionistas el aumento de su capital estatutario.
- El valor liquidativo de cada acción será el que resulte de dividir el patrimonio de la sociedad correspondiente a la serie a la que pertenezca por el número de acciones en circulación correspondientes a dicha serie y, a efectos de su suscripción y recompra por la sociedad, se calculará con la periodicidad que se establezca reglamentariamente, en función de las distintas políticas de inversión y características de los accionistas.

Las acciones se emitirán y recomprarán por la propia sociedad a solicitud de cualquier interesado según el valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud, pudiendo ser objeto de comercialización por la sociedad, directamente o a través de intermediarios habilitados, o en Bolsa de valores, pudiéndose, a tal efecto, percibir comisiones o descuentos a favor de aquélla.

- La adquisición por la sociedad de sus acciones propias, entre el capital inicial y el capital estatutario máximo, no estará sujeta a las limitaciones establecidas sobre adquisición derivativa de acciones propias en la Ley de Sociedades Anónimas. Las adquisiciones de acciones propias que conlleven que el patrimonio de la SICAV quede por debajo de dicho capital inicial, sólo podrá realizarse cumpliendo con los límites y condiciones establecidos en la citada Ley de Sociedades Anónimas.
- La sociedad podrá poner en circulación acciones a precio inferior a su valor nominal, no siendo aplicables los artículos 75 y 76 de la Ley de Sociedades Anónimas.
- Los accionistas de la sociedad no gozarán en ningún caso del derecho preferente de suscripción en la emisión o puesta en circulación de las nuevas acciones.
- Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores y promotores reguladas en la Ley de Sociedades Anónimas.
- No será de aplicación a las SICAV lo dispuesto en el artículo 60 de la LMV, relativo a las ofertas públicas de adquisición de valores.
- En el RIIC se establecen los diferentes procedimientos para dotar de liquidez a las acciones de las SICAV, entre los que se encuentran los siguientes:
  - a) La SICAV podrá solicitar la admisión a negociación en Bolsa de valores de sus acciones, con las particularidades dispuestas en el artículo 52 del RIIC. En este sentido, cabe destacar que el apartado 3 del citado artículo dispone que la sociedad comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en las Bolsas de valores, bien en la contratación normal, bien mediante oferta pública de adquisición o venta de sus acciones, siempre que el precio de adquisición o venta de sus acciones sea, respectivamente, inferior o superior a su valor liquidativo en los siguientes términos:
    - (i) cuando la diferencia entre el valor liquidativo y la cotización oficial sea superior al 5 por 100 de aquél durante tres días consecutivos, hasta conseguir que la diferencia se sitúe por debajo de dicho porcentaje, o
    - (ii) hayan existido posiciones compradoras o vendedoras que no hayan sido atendidas durante el número de días que determine el Ministro de Economía y Hacienda.

Las operaciones de adquisición y venta que realice la sociedad sobre sus propias acciones deberán realizarse a un precio que, sin que suponga desviaciones sensibles respecto de su valor liquidativo, sea desconocido y resulte imposible de estimar de forma cierta. A este respecto, la CNMV ha precisado que el término *“desconocido”* debe interpretarse como *“desconocido por el mercado o la contrapartida de la operación”*.

- b) Las SICAV podrán solicitar que sus acciones se incorporen a un mercado o sistema organizado de negociación de valores<sup>64</sup> debiendo estos mercados incluir las facilidades necesarias para que las SICAV puedan cumplir con las obligaciones previstas en el artículo 32 de la LIIC.
- c) Cuando la SICAV no solicite la admisión a negociación de sus acciones en Bolsa de valores, ni su incorporación a un mercado o sistema organizado de negociación de valores, tendrá la obligación de adquirir y vender dichas acciones, desde el mismo momento en que se solicite por los interesados, a un precio igual al valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud. La sociedad podrá realizar estas operaciones directamente o a través de intermediarios habilitados.

Finalmente, cabe señalar que la CNMV, en sus respuestas a las consultas planteadas por el sector sobre el RIIC, ha señalado que las SICAV no constituidas por los procedimientos de fundación sucesiva y de suscripción pública de acciones disponen del plazo de un año para alcanzar la cifra mínima de accionistas legalmente establecida (100), excepto cuando pretendan su cotización en Bolsa, en cuyo caso la cifra mínima tiene que ser conseguida antes de la admisión a cotización.

### 3.5.1.2 Fondos de inversión mobiliaria (FI)

Los fondos de inversión de carácter financiero son patrimonios sin personalidad jurídica, cuya gestión integral se realiza por una sociedad gestora y sus activos son custodiados por una entidad depositaria, la cual, asimismo, supervisa la actuación de la sociedad gestora. Dicha sociedad gestora dispondrá de un plazo de un mes desde la inscripción del fondo en el correspondiente registro de la CNMV para efectuar la inversión de las aportaciones dinerarias obtenidas con motivo de su constitución. Asimismo, dispondrá de un plazo de un mes desde la inscripción de la modificación del folleto, para adaptar el activo del fondo a los eventuales cambios en la política de inversión.

Los FI de carácter financiero tendrán un patrimonio mínimo de tres millones de euros, que deberá ser mantenido mientras estén inscritos en los registros de la CNMV. No obstante, podrán constituirse FI con un patrimonio inferior que no podrá estar por debajo de trescientos mil euros, todo ello con la condición de que en el plazo máximo de seis meses, contados a partir de su inscripción en el registro de la CNMV, alcancen el patrimonio mínimo. En el caso contrario, el fondo deberá disolverse y liquidarse. Las aportaciones de valores y demás activos financieros estarán sujetas a las normas sobre la política de inversiones que establece el RIIC.

Las aportaciones para la constitución del patrimonio se realizarán exclusivamente en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en los demás activos financieros que, de acuerdo con las reglas de cada institución, resulten aptos para la inversión o para dar cumplimiento al principio de liquidez (artículo 46 del RIIC).

<sup>64</sup> Ver el apartado 3.9.4 sobre el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El valor liquidativo de los FI y el procedimiento de cálculo del mismo se analiza en el apartado 3.9.2 siguiente.

### **3.5.2 IIC de carácter no financiero**

El artículo 34 de la LIIC define, por exclusión, a las IIC de carácter no financiero como todas aquellas no contempladas en el artículo 29 de la LIIC, esto es, aquéllas cuya finalidad no sea la inversión en activos e instrumentos financieros.

Dentro de las IIC no financieras, cabe distinguir dos categorías:

- Las IIC inmobiliarias, que tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, sin perjuicio de la posibilidad de inversión de una parte de su activo en valores negociados en mercados secundarios.
- Las IIC no financieras distintas de las inmobiliarias, que se regirán por las normas generales previstas en la LIIC y por las disposiciones especiales que apruebe el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV.

#### **3.5.2.1 IIC de carácter inmobiliario**

Las IIC inmobiliarias se rigen por la Sección 2 del Capítulo II del Título III de la LIIC, pudiendo organizarse en las dos formas jurídicas básicas, esto es:

- (a) Como sociedades de inversión inmobiliaria, que son sociedades anónimas con un capital mínimo totalmente desembolsado desde su constitución y cuya gestión podrá encomendarse a una sociedad gestora.
- (b) Como fondos de inversión inmobiliaria, que se regirán por las normas generales sobre fondos de inversión, por sus normas específicas (relativas a las particularidades que impone el carácter de inmueble de los activos en que invierten) y, supletoriamente, por las normas sobre los fondos de inversión con carácter financiero.

De acuerdo con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 35 de la LIIC, las IIC inmobiliarias invertirán su activo en bienes inmuebles, que podrán adquirir en sus distintas fases de construcción. No obstante, las IIC inmobiliarias deberán respetar las reglas que se establezcan en relación con el plazo mínimo de permanencia de las inversiones, la adquisición y enajenación de bienes inmuebles, la adquisición y enajenación de opciones de compra, de compromisos de compra a plazo y de derechos reales, la concentración de flujos financieros resultantes del arrendamiento de bienes inmuebles, y la financiación con garantía hipotecaria. De igual modo, en la adquisición de viviendas acogidas a protección oficial se cumplirán las condiciones que permitan el mantenimiento de los beneficios económicos inherentes al régimen de protección.

### 3.5.2.1.1 Delimitación del objeto

El artículo 56 del RIIC delimita el concepto de bienes inmuebles de naturaleza urbana, estableciendo que se considerarán inversiones en los mismos las siguientes:

- a) inversiones en inmuebles finalizados, incluyendo dentro del citado concepto las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que la adquisición de aquélla sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses desde su adquisición y el inmueble sea objeto de arrendamiento a partir de dicha adquisición.

Se entenderán también incluidas las inversiones en entidades de arrendamiento de viviendas referidas en el Capítulo III del Título VII del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo. Asimismo, se incluyen en este párrafo a) las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que los inmuebles sean objeto de arrendamiento.

La totalidad de las inversiones en las sociedades descritas en este párrafo no podrá representar más del 15 por 100 del patrimonio total de la IIC.

- b) inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren sobre plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar.
- c) compra de opciones de compra cuando el valor de la prima no supere el 5 por 100 del precio de ejercicio del inmueble, así como los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que el vencimiento de las opciones y compromisos no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad.
- d) titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles, siempre que les permita cumplir su objetivo de ser arrendados.
- e) titularidad de concesiones administrativas que permitan el arrendamiento de bienes inmuebles.

Las inversiones en inmuebles adquiridos sobre plano y de compromisos de compra no podrán representar más del 40 por 100 del patrimonio de la IIC. A los efectos de este límite, los compromisos de compra se valorarán por el precio de compra pactado de los inmuebles objeto del contrato.

Por su parte, la inversión en opciones de compra no podrá superar el 10 por 100 del patrimonio; a los efectos de este límite, las opciones de compra se valorarán por la prima total pagada.

Las inversiones en inmuebles que integren el activo de estas instituciones habrán de ser inscritas, cuando sea procedente, a su nombre en el Registro de la Propiedad.

En ningún caso, las IIC podrán explotar el negocio y servicios anexos a los inmuebles integrantes de su activo más allá del arrendamiento del local.

Los bienes inmuebles que integren el activo de las IIC inmobiliarias no podrán enajenarse hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la CNMV.

Las tasaciones serán realizadas por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario. Los criterios de valoración de los bienes inmuebles y derechos reales que integren el patrimonio de las IIC inmobiliarias serán, en general, los previstos en el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, y en la normativa de desarrollo, con las adaptaciones y modificaciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda.

### 3.5.2.1.2 Normas de inversión

Las IIC inmobiliarias deberán cumplir los criterios de valoración de los bienes y derechos en los que inviertan y respetar los siguientes coeficientes:

- Coeficiente de liquidez que garantice, suficientemente, el cumplimiento del régimen de reembolso.
- Coeficientes de diversificación del riesgo que limiten la inversión en un solo inmueble, así como el arrendamiento de bienes inmuebles a entidades de un mismo grupo.

Posteriormente, se analizarán los coeficientes concretos establecidos por el RIIC para las IIC inmobiliarias.

### 3.5.2.1.3 Prevención de los conflictos de interés

Los socios y partícipes de las sociedades y fondos de inversión inmobiliarios únicamente podrán ser arrendatarios o titulares de otros derechos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes respecto de los bienes inmuebles que integren el activo o patrimonio de aquéllos, cuando no se derive de esta situación conflicto de interés y se contrate a precios y en condiciones normales de mercado. Esto mismo será aplicable a las eventuales compras o ventas de inmuebles del activo realizadas entre la institución y sus socios o partícipes.

Lo previsto en el párrafo anterior regirá, igualmente, para las personas o entidades que mantengan vínculos con los socios o partícipes, o formen parte del mismo grupo.

Los estatutos de las sociedades de inversión inmobiliaria y los reglamentos de los fondos de inversión inmobiliaria deberán recoger, en su caso, la posibilidad de que se realicen las operaciones descritas en este apartado, e

incluir normas de conducta específicas sobre esta materia. En cualquier caso, se incluirá en la memoria anual una relación de dichos inmuebles arrendados, adquiridos o vendidos a socios o partícipes, así como la cuantía que se abone o haya abonado como contraprestación.

Los inmuebles arrendados por la IIC a sus socios o partícipes, así como a las personas o entidades que mantengan vínculos con ellas, no podrán superar el 25 por 100 del patrimonio de la IIC.

Las entidades de grupo de las sociedades gestoras de los fondos y de las sociedades de inversión inmobiliaria no podrán ser arrendatarias de los bienes inmuebles que integren el activo de dichos fondos y sociedades de inversión colectiva.

Las IIC inmobiliarias únicamente podrán adquirir inmuebles a entidades de su mismo grupo o del grupo de la sociedad gestora cuando sean de nueva construcción y siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- Que los reglamentos o estatutos de la institución permitan tales adquisiciones.
- Que la sociedad gestora o, en su caso, la SI disponga de un procedimiento interno formal recogido en su reglamento interno de conducta para cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la IIC. La confirmación de que estos requisitos se cumplen deberá ser adoptada por una comisión independiente creada en el seno de su consejo o, alternativamente, por un órgano interno de la sociedad gestora al que se encomiende esta función.
- La sociedad gestora o, en su caso, la sociedad de inversión deberán informar en los folletos y en la información periódica que publique sobre los procedimientos adoptados para evitar los conflictos de interés y sobre las operaciones realizadas.
- La comisión u órgano interno que corresponda deberá informar al consejo sobre las operaciones realizadas en el mes anterior.

Los inmuebles adquiridos a entidades del mismo grupo de la institución de inversión colectiva o del grupo de su sociedad gestora no podrán suponer más del 25 por 100 del patrimonio de la institución.

Las IIC inmobiliarias no podrán vender inmuebles a las personas o entidades de su mismo grupo o del grupo de la sociedad gestora.

### 3.5.2.1.4 Especialidades en materia de obligaciones frente a terceros

Las IIC inmobiliarias podrán financiar la adquisición de inmuebles que integren su patrimonio con garantía hipotecaria. Dentro de estos inmuebles se incluyen los acogidos a algún régimen de protección pública, cuyos requi-

sitos y beneficios se regirán por lo dispuesto en la normativa especial correspondiente. Asimismo, dicha financiación podrá utilizarse para financiar rehabilitaciones de los inmuebles.

El saldo vivo de las financiaciones ajenas en ningún momento podrá superar el 50 por 100 del patrimonio de la institución y se deberá proporcionar información a los inversores en la memoria anual y los informes trimestrales sobre el montante de las obligaciones frente a terceros. En este sentido, cabe destacar que la CNMV, mediante respuesta de 15 de febrero de 2006 a las consultas planteadas en torno a la aplicación del RIIC, ha establecido que es posible que un FII se endeude mediante el pago aplazado por la compra de un inmueble, dentro del límite señalado.

### 3.5.2.1.5 Diversificación del riesgo

El artículo 61 del RIIC establece que ningún bien, incluidos los derechos sobre él, podrá representar más del 35 por 100 del patrimonio total en el momento de su adquisición. A estos efectos, se considerará el valor de mercado de tasación previa a la compra, o el efectivamente pagado o comprometido cuando sea superior al de tasación. En el caso de edificios, el porcentaje anterior se referirá al valor del edificio en su conjunto y no al de las distintas fincas que lo componen. A estos efectos, se considerará como un único inmueble todos los integrados en un mismo edificio.

Los bienes inmuebles integrados en el activo bajo cualquier título y arrendados a entidades de un mismo grupo no podrán representar más del 35 por 100 del patrimonio de la institución.

### 3.5.2.1.6 Período transitorio

Los porcentajes y criterios de inversión a que se refieren los apartados anteriores deberán alcanzarse por las IIC en el plazo de tres años a contar desde su inscripción en el registro especial de la CNMV. Durante este período transitorio, el activo de las IIC deberá estar invertido en los valores admitidos a cotización en Bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación.

A este respecto, la CNMV, en respuesta a las consultas planteadas en torno a la aplicación del RIIC, ha determinado que este aplazamiento temporal se refiere exclusivamente a porcentajes y criterios de inversión, no resultando de aplicación al coeficiente de liquidez establecido en el apartado 2 del artículo 60 del RIIC, el cual será objeto de estudio en el apartado (A.2) siguiente.

### 3.5.2.1.7 Especialidades según la naturaleza jurídica

A continuación se analizan las especialidades concretas según la naturaleza de la IIC inmobiliaria, distinguiendo entre sociedades y fondos.

#### *(A) Sociedades de inversión inmobiliaria*

Las sociedades de inversión inmobiliaria serán sociedades anónimas que sólo podrán adoptar la forma de capital fijo que deberá estar totalmente desembolsado desde su constitución. La gestión de estas sociedades podrá encomendarse a una sociedad gestora.

El capital social mínimo de las sociedades de inversión inmobiliaria será de nueve millones de euros. Las aportaciones para la constitución o ampliación del capital podrán efectuarse también en inmuebles. En este caso, los bienes inmuebles deberán tasarse en el momento de su aportación. A los efectos de dicha tasación será válida la efectuada en aplicación del artículo 38 de la Ley de Sociedades Anónimas. A dicho fin, el experto independiente designado por el Registrador Mercantil habrá de ser una de las sociedades de tasación previstas en la legislación del mercado hipotecario. Asimismo, cuando la aportación se realice en la constitución, la operación deberá reflejarse en la memoria explicativa de la IIC presentada con carácter previo a la autorización del proyecto de constitución. En el caso de aportaciones posteriores, la información se recogerá en el informe trimestral inmediatamente posterior a la operación.

El artículo 60 del RIIC preceptúa que las sociedades de inversión inmobiliaria invertirán, al menos, el 90 por 100 del promedio anual de los saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles. El resto del activo podrán tenerlo invertido en los valores admitidos a cotización en Bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación.

#### *(B) Fondos de inversión inmobiliaria*

Los fondos de inversión inmobiliaria se regirán, en lo no dispuesto específicamente para ellos en la LIIC o en el RIIC, por lo establecido en dichas normas para los fondos de inversión de carácter financiero. Los FII deberán tener un patrimonio mínimo inicial de nueve millones de euros, totalmente desembolsado.

Las aportaciones para la constitución o ampliación del patrimonio podrán efectuarse, también, en bienes inmuebles. En el caso de la aportación de inmuebles a la constitución del fondo, se deberá reflejar dicha operación en la memoria explicativa de la institución presentada con carácter previo a la autorización del proyecto de constitución. En el caso de que se trate de aportaciones posteriores a la constitución, la información se recogerá en el informe trimestral del fondo inmediatamente posterior a la operación. Los reglamentos de los fondos podrán limitar la proporción de la aportación que se podrá realizar en especie, así como imponer limitaciones a los partícipes que hayan efectuado menos de un porcentaje de su aportación en efectivo y deseen obtener el reembolso de su participación antes de un plazo determinado. En estos casos será también posible la aplicación de descuentos a favor del fondo.

La inscripción de los bienes inmuebles pertenecientes al fondo en el Registro de la Propiedad deberá efectuarse a nombre del fondo.

La LIIC y el RIIC establecen una serie de particularidades en cuanto al régimen de suscripción y reembolso, que reflejamos a continuación:

- a) El valor liquidativo deberá ser fijado, al menos, mensualmente.
- b) El valor de los inmuebles tomará como referencia el de la última tasación. Las disminuciones y los incrementos del valor de los inmuebles se imputarán al mes en que se realice la tasación.
- c) Deberá permitirse a los partícipes suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones al menos, una vez al año, salvo que la CNMV, excepcionalmente, cuando existan razones de mercado que lo justifiquen o para asegurar el buen funcionamiento o la estabilidad del fondo, autorice, en el caso de los reembolsos, un plazo distinto que, en todo caso, no podrá superar los dos años.
- d) El patrimonio inmobiliario deberá tasarse, como regla general, una vez al año y, en todo caso, en el momento de su adquisición, aportación al fondo o venta. Dicha tasación deberá efectuarse necesariamente por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario.
- e) En supuestos excepcionales, especialmente en los casos de peticiones superiores al 10 por 100 del patrimonio total del fondo, así como en los casos que el Ministro de Economía y Hacienda lo establezca para asegurar una buena gestión del fondo, podrá suspenderse temporalmente la suscripción o el reembolso de participaciones o permitirse el incumplimiento de los coeficientes de diversificación del artículo 61 del RIIC, así como el reembolso con bienes integrantes del patrimonio del fondo.

El artículo 60 del RIIC en su apartado 2 establece que los fondos de inversión inmobiliaria deberán ajustar la inversión de su activo a las siguientes reglas:

- Al menos el 70 por 100 del promedio anual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles.
- Este porcentaje viene referido al valor que resulte de los bienes, derechos y valores al final de cada mes, de conformidad con las reglas de valoración que, a tal efecto, establezca el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV. Para comprobar si se cumple el porcentaje, el cálculo se realizará al final de cada año, como media de los saldos al final de cada mes del ejercicio, sin que se considere en dichos saldos, a los efectos del citado porcentaje, si la sociedad gestora así lo decide, las aportaciones realizadas por los partícipes en los 24 meses precedentes a cada una de las fechas consideradas en su cálculo.
- Deberán mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 10 por 100 del activo total del mes anterior. El cumplimiento del coeficiente de liquidez se limitará a los meses en los que exista derecho de reembolso de los partícipes y se calculará sobre la base del promedio diario del coeficiente a lo

largo del mes. A este respecto, la CNMV ha establecido que dicho coeficiente de liquidez deberá cumplirse el último día del mes en que se realicen las peticiones de reembolso.

Este coeficiente deberá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en una entidad de crédito o en activos o instrumentos de renta fija con plazo de vencimiento o remanente de amortización inferior a 18 meses y compraventas con pacto de recompra de deuda pública, siempre que se negocien en mercados secundarios.

En este sentido, es destacable que la CNMV, en respuesta de 15 de febrero de 2006 a las consultas planteadas en torno a la aplicación del RIIC, no acepta la inversión en FI de renta fija a corto plazo, a los efectos de la materialización del coeficiente de liquidez.

- El resto del activo únicamente podrá estar invertido en valores admitidos a cotización en Bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación.

### **3.5.2.2 Otras IIC no financieras**

El artículo 39 de la LIIC establece que las IIC no financieras, distintas de las IIC de carácter inmobiliario, se regirán por lo dispuesto en la LIIC y, adicionalmente, por las disposiciones especiales que apruebe el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV. Hasta el momento, no se han dictado disposiciones en este sentido.

### **3.5.3. Figuras especiales**

La nueva LIIC y su RIIC de desarrollo, contemplan la creación de categorías ya existentes en otros países como los fondos cotizados (*Exchange Traded Funds*) o las IIC de inversión libre (más conocidas como *hedge funds*), e IIC de IIC de inversión libre.

Asimismo, la normativa permite la creación de IIC cuya política de inversión consista en invertir en un único fondo, la posibilidad de tomar como referencia, replicar o reproducir un índice, o el otorgamiento de garantías, ya sea al fondo o a sus partícipes; particularidades que justifican el estudio independiente de estas figuras, a pesar de no constituir categorías en términos estrictamente jurídicos.

De esta forma se configura una tipología de IIC extraordinariamente variada, que permite ofrecer productos adecuados para cualquier perfil inversor, desde los más conservadores a los más dispuestos a asumir riesgos. Sin duda, esta diversidad de alternativas es positiva para quienes desean colocar sus ahorros en los mercados de valores; sin embargo, el carácter novedoso de algunas de ellas debe llevar a los comercializadores a prestar una especial atención al cumplimiento de las normas de conducta obligatorias. En particular, los intermediarios han de suministrar a sus

clientes toda la información necesaria para que éstos, con carácter previo a su inversión, puedan evaluar correctamente las características de la misma y los riesgos que comporta.

### **3.5.3.1 IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre**

#### **3.5.3.1.1 Desarrollo normativo en España**

Con carácter general, las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre están sujetas a las reglas contenidas en la LIIC y su Reglamento para las IIC de carácter financiero, excepto en aquellos aspectos a los que el propio RIIC o sus disposiciones de desarrollo confieran un tratamiento distinto.

Las disposiciones específicas en materia de IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre se encuentran en las siguientes normas:

- Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la LIIC 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se adapta el régimen tributario de las IIC. Las previsiones específicas en materia de inversión libre se encuentran en sus artículos 2, 6, 43, 44 y 45, cuyo contenido ha sido modificado por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo.
- Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, por la que se desarrollan las disposiciones del RIIC, relativas a las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre y por la que se habilita a la CNMV para dictar diversas disposiciones.
- Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre.
- Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC.

#### **3.5.3.1.2 Regulación de las IIC de inversión libre**

El artículo 43 del RIIC establece las siguientes disposiciones, que coinciden con las características básicas de los *hedge funds* descritas en el apartado 3.13 posterior:

- a. Se inscribirán en un registro especial creado a tal efecto en la CNMV.
- b. Las acciones y participaciones de estas IIC de inversión libre podrán suscribirse o adquirirse mediante un desembolso mínimo inicial de 50.000 euros.
- c. Sólo podrán realizar las actividades de comercialización propias de las IIC cuando se dirijan a inversores cualificados, tal y como se definen en el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales de

valores, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

Se ha presentado una consulta a la CNMV sobre si la exigencia de una inversión mínima de 50.000 euros prevista para las IIC de inversión libre del artículo 43.a) del RIIC y la limitación de comercializar estas IIC a inversores cualificados a que se refiere la letra b) del mismo artículo, deben interpretarse como requisitos que deben cumplirse de forma simultánea para un inversor. La CNMV ha dado una respuesta negativa a dicha pregunta. El hecho de que la comercialización de IIC de inversión libre (“IICIL”) sólo se dirija a inversores cualificados no impide que un inversor no cualificado, pueda dirigirse a cualquier entidad habilitada para intermediar (obviamente, sin que haya mediado actividad de comercialización por parte de ésta dirigida a dicho inversor) y realizar una suscripción mínima inicial de 50.000 euros.

- d. Tendrán como mínimo 25 accionistas o partícipes.
- e. Las suscripciones y reembolsos de los fondos de inversión o, en su caso, las adquisiciones y ventas de las acciones de las sociedades de inversión podrán efectuarse, siempre que el folleto lo establezca, mediante entrega de activos e instrumentos financieros aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora de la IIC.
- f. El valor liquidativo de las acciones y participaciones deberá calcularse, al menos, trimestralmente. No obstante, cuando así lo exijan las inversiones previstas, el valor liquidativo podrá ser calculado con una periodicidad no superior a la semestral. Las suscripciones y reembolsos de los fondos o, en su caso, las adquisiciones y ventas de las acciones de las sociedades de inversión se realizarán con la misma periodicidad que el cálculo del valor liquidativo. No obstante, una IIC de inversión libre podrá no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo cuando así lo exijan las inversiones previstas, debiendo figurar expresamente dicha circunstancia en el folleto informativo.
- g. Previa autorización por la CNMV e inclusión en el folleto, la IIC podrá establecer, cuando así lo exijan las inversiones previstas, períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes.
- h. Podrán establecer un límite máximo al importe de los reembolsos en una determinada fecha, debiéndose aplicar reglas de prorrato cuando las peticiones de reembolsos superen ese límite máximo. Para una petición de reembolso determinada el prorrato podrá aplicarse sólo una vez. Cuando el socio o partícipe no haya renunciado expresamente, la parte no abonada será reembolsada con prioridad en la siguiente fecha de cálculo de valor liquidativo y será calculada conforme al mismo. Estas circunstancias deberán constar en el folleto informativo.

- i. No les resultarán de aplicación los límites máximos y formas de cálculo de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso previstos en el RIIC.
- j. Podrán, previa inclusión en el folleto, establecer períodos de preaviso para las suscripciones y los reembolsos, con independencia de su cuantía.
- k. Tampoco les será de aplicación el plazo máximo para el pago del reembolso previsto en el artículo 48.5 RIIC. No obstante, el pago del reembolso deberá realizarse antes de que transcurra el doble del período de cálculo del valor liquidativo a contar desde la fecha a la que corresponda el valor liquidativo aplicable, siendo este último el primero calculado con posterioridad al vencimiento del preaviso, y siempre, en todo caso, antes de expirar los nueve meses posteriores a la fecha en que se produjo el preaviso.
- l. Podrán invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente, atendiendo a los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia, que se recogen en el artículo 23 de la LIIC<sup>65</sup>.

En este sentido y conforme a la normativa citada:

- Deberán establecer en el folleto simplificado el límite de endeudamiento de la IIC, que no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio. Conforme a la Orden EHA/1199/2006, a los efectos de cumplir el límite de endeudamiento establecido las IICIL realizarán el cómputo teniendo en cuenta todos los fondos recibidos en efectivo por la institución, sin considerar la cesión temporal de activos, la financiación recibida mediante operaciones simultáneas ni la financiación por venta de valores recibidos en préstamo.
- No les serán de aplicación los límites generales previstos en la Ley para la pignoración de activos.
- En el folleto informativo se incluirá información sobre los criterios que la IIC o la sociedad gestora hayan decidido aplicar en la valoración de los activos, la posible existencia de conflictos de interés al realizar operaciones vinculadas, las comisiones y gastos aplicables a la IIC y a los inversores y los preavisos mínimos exigibles para realizar los reembolsos que garanticen una adecuada gestión de la liquidez de la IIC.
- No les serán de aplicación las reglas sobre inversiones contenidas en la Sección 1<sup>a</sup> del Capítulo I del Título III del RIIC, relativas a los activos aptos para invertir, a la inversión en valores no cotizados, a las normas de cumplimiento del principio de diversificación del riesgo y del principio de liquidez, a los requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados

<sup>65</sup>a) *Liquidez. Las IIC deberán tener liquidez suficiente, según la naturaleza de la institución, del participé o accionista y de los activos en los que se invierta.*

*b) Diversificación del riesgo. Las IIC deberán limitar la concentración del riesgo de contrapartida de forma que se garantice la suficiente diversificación.*

*c) Transparencia. Las IIC deberán definir claramente su perfil de inversión, que habrá de quedar reflejado en los instrumentos informativos previstos en el capítulo anterior.*

y a las obligaciones frente a terceros (límites de endeudamiento, contratación de préstamos y realización de ventas al descubierto).

- El sistema de gestión del riesgo deberá permitir el control del incumplimiento de sus compromisos de reembolso de efectivo o de entrega de valores, y deberá incluir la realización periódica de ejercicios de simulación, que permitan conocer el efecto sobre la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de la IIC en caso de una evolución adversa del mercado.
- m. La CNMV determinará el grado de detalle con el que estas IIC deben informar de su cartera, así como el régimen de utilización de valores liquidativos estimados.

En relación con la consulta a la CNMV sobre qué valor debe aplicarse a las IICIL en las que haya invertido una IIC, gracias a lo dispuesto en el artículo 36.1.j del RIIC, cuando dicha IIC inversora publique diariamente el valor liquidativo, la CNMV ha contestado que el RIIC no exige ningún requisito concreto de periodicidad de publicación del valor liquidativo para estas inversiones, que puede ser, por ejemplo, semestral.

Los aspectos relativos a la liquidez y la valoración de los activos del artículo 36.1.j que el RIIC no resuelve, se abordarán a través de desarrollos normativos que contemplen las recomendaciones del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) y lo dispuesto en el artículo 40.2 del RIIC. En tanto no exista un desarrollo normativo que precise tales aspectos, la CNMV entiende adecuado que, para la valoración de inversiones en IICIL en fechas en que no publiquen un valor liquidativo aplicable a suscripciones o reembolsos, se utilicen valores liquidativos estimados facilitados por la gestora o el administrador del fondo, siempre que se establezcan en la gestora de la IIC inversora controles internos que acrediten la razonabilidad de las estimaciones.

- n. Con anterioridad a la suscripción o adquisición de las participaciones o de la acciones de estas IIC, el inversor deberá dejar constancia por escrito de que conoce los riesgos inherentes a la inversión. El cumplimiento de esta obligación se entenderá sin perjuicio del respeto en todo momento, por parte de estas IIC, a las normas de conducta previstas en la LIIC, en el RIIC y en sus normas de desarrollo<sup>66</sup>. No obstante, este documento de consenti-

<sup>66</sup>En los términos de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, la declaración escrita tendrá el siguiente tenor: «Yo (nombre y NIF del inversor o su representante) sé que las inversiones en (IIC de Inversión Libre/IIC de IIC de Inversión Libre) están sujetas a riesgos de naturaleza y grado distintos a los de los fondos de inversión ordinarios. Sé que el valor de mi inversión podrá variar substancialmente a lo largo del tiempo y podrá hacerlo sin guardar relación con la evolución de las Bolsas o de los mercados de renta fija. Sé que puedo perder parte de mi inversión y, en casos extremos, toda ella. Acepto expresamente que mi inversión tendrá mucha menos liquidez que los fondos de inversión ordinarios, por lo que no es aconsejable para quien pueda tener necesidades apremiantes de dinero. Además, he sido informado en detalle sobre: La política de inversión de la IIC, los riesgos inherentes a la inversión, la frecuencia con la que se garantiza la liquidez, el régimen de preaviso, el límite máximo a los reembolsos en una misma fecha, el período de permanencia mínimo de la inversión, las comisiones de gestión, depósito y otros gastos asociados, tanto directos como indirectos y la posibilidad de verme obligado a recibir reembolsos en especie (en el caso de IIC de Inversión Libre).»

La declaración escrita señalada en el párrafo anterior deberá ser un documento independiente de la orden de suscripción, siendo ambos documentos suscritos en el mismo acto. De ella se entregará obligatoriamente una copia firmada al inversor.

miento no será exigible en relación a los inversores cualificados<sup>67</sup>, ni cuando existan contratos de gestión discrecional de carteras que autoricen a invertir en este tipo de IIC e incluyan advertencias equivalentes a las del citado documento.

### 3.5.3.1.3 Regulación de las IIC de IIC de inversión libre

De acuerdo con el artículo 44 del RIIC, a estas IIC les resultan de aplicación las mismas previsiones señaladas en los apartados a), f), g) e i) anteriores. También les es aplicable lo recogido en la letra h), sobre establecimiento de límites para los reembolsos en una misma fecha y reglas de prorratoe, aunque no con carácter automático, sino previa autorización por la CNMV, cuyo otorgamiento se realizará en atención a la política de inversión y de comercialización de la IIC.

Asimismo, el artículo 44 del RIIC recoge las siguientes particularidades:

- Deberán invertir al menos el 60 por ciento de su patrimonio en IICIL constituidas en España y en IIC extranjeras similares, o bien domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE, o bien cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora sujeta a supervisión con domicilio en un país perteneciente a la OCDE.

Conforme al artículo 3 de la Orden EHA/1199/2006, se entenderán comprendidos entre los activos aptos los siguientes activos:

- IICIL constituidas en España.
- IIC domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE o cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora o entidad que desarrolle funciones similares a las de la sociedad gestora y con análogas exigencias de responsabilidad, sujeta a supervisión<sup>68</sup> con domicilio en un país perteneciente a la OCDE, en cuyos documentos constitutivos se establezcan unas normas de inversión similares a las establecidas para las IICIL constituidas en España.
- Sociedades de inversión, sociedades de cartera y vehículos o estructuras asimilables, cuyos folletos o documentos constitutivos establezcan unas normas de inversión similares a las establecidas para las IICIL constituidas en España, que tengan por finalidad replicar una IIC de estas características y que estén domiciliadas en países de la OCDE o que la entidad encargada de la gestión esté sometida a supervisión<sup>69</sup> y tenga domicilio en un país perteneciente a la OCDE.

<sup>67</sup> De acuerdo con la definición contemplada en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

<sup>68</sup> Se entenderá por supervisión la autorización de la entidad y sus normas de funcionamiento por una autoridad regulatoria de ese país con competencias en la materia, o bien el registro de la misma en dicha autoridad.

<sup>69</sup> Ver nota anterior.

La Norma 20 de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, desarrolla esta limitación con mayor profundidad, estableciendo que el límite del 60 por 100 deberá medirse de acuerdo con la siguiente fórmula<sup>70</sup>:

$$\text{Coeficiente de inversión} = \frac{\sum_{i=1}^n VR_i}{\sum_{i=1}^n (Pat_i - \Delta Partípices_i)}$$

- b. No podrán invertir más del 10 por ciento de su patrimonio en una única IIC.

A la consulta consistente en determinar si el límite del 10% previsto en el artículo 44.1 b) del RIIC se refiere al conjunto de inversión directa e indirecta (a través de derivados) en una misma IICIL, la CNMV ha dado una respuesta afirmativa. En dicho límite del 10% se incluyen tanto las posiciones directas como indirectas a través de derivados. La razón es que además de ser consecuente con el objeto de la norma, que persigue la diversificación del producto, resulta de aplicación supletoria el artículo 39.4 del RIIC que exige tener en cuenta la exposición al riesgo de mercado de los subyacentes de los derivados a efectos del cálculo de los límites de diversificación.

- c. No podrán invertir a su vez en otras IIC de IIC de inversión libre (“IIC de IICIL”), o en extranjeras similares.
- d. Con respecto al plazo máximo para el pago de los reembolsos, se aplica la misma regla establecida para las IICIL en la letra k) anterior, aunque con dos peculiaridades:
- Será necesaria la autorización previa de la CNMV.
  - El pago del reembolso no podrá demorarse más allá de los seis meses desde que se produjo el preaviso.
- e. También para el establecimiento de períodos de preaviso se aplica la regla prevista para las IICIL en la letra j) anterior, de nuevo con dos peculiaridades:
- Será necesaria la autorización previa de la CNMV.
  - Su duración no podrá superar en más de quince días naturales el período de cálculo del valor liquidativo.

<sup>70</sup> Siendo:

- $VR_i$  = Valor de realización de las inversiones en IIC de Inversión Libre y similares en el momento  $i$  de cálculo del valor liquidativo.
- $Pat_i$  = Patrimonio de la institución en el momento  $i$ .
- $\Delta Partípices_i$  = Variación que se ha producido en la cuenta «Partípices» del pasivo del Balance en el período correspondiente a los últimos seis meses hasta el momento  $i$ . Sólo se considerarán las variaciones positivas.
- $n$ : Número de veces que se calcula el valor liquidativo de la institución en un año.

El coeficiente será exigible cada vez que se calcule el valor liquidativo a partir de la fecha en que la institución lleve un año inscrita en el correspondiente Registro de la CNMV, excepto si su incumplimiento se deriva de la evolución de los precios de mercado de los activos en cartera.

- f. En el folleto simplificado y en el completo se recogerán, con especial detalle de la información concerniente al objetivo, la política de inversión y los riesgos inherentes a ésta, al perfil de riesgo de la IIC y de los inversores a los que se dirige, al preaviso mínimo suficiente para realizar los reembolsos de las acciones o participaciones sin que ello perjudique a los demás inversores, y las comisiones y gastos que directa o indirectamente soportará la IIC. Deberán incluirse, además, en el folleto y en toda publicación de promoción de la IIC de forma bien visible los especiales riesgos que puede comportar, en su caso, la inversión en estas IIC.

### 3.5.3.1.4 Requisitos específicos para las Sociedades Gestoras

El objeto de la Orden EHA/1199/2006 (en adelante, la “Orden”) es desarrollar el RIIC, en lo relativo al régimen jurídico de las IICIL, de las IIC de IICIL y de las Sociedades Gestoras y los depositarios de éstas.

Además de cumplir con las disposiciones de la LIIC y de su RIIC de desarrollo, las sociedades gestoras de las IIC a las que se les aplica esta Orden deberán adaptar sus estatutos, medios y estructura para cumplir con aquellos requisitos específicos que establezca la CNMV de acuerdo con las habilitaciones contenidas en los artículos 43 y 44 del RIIC.

Tales requisitos están establecidos en la Circular 1/2006, de 3 de mayo, en la que se regulan distintas cuestiones de las sociedades gestoras de las IICIL, al definir determinados aspectos de su órgano de administración, los medios humanos, materiales y recursos propios exigibles, la gestión de activos, los sistemas de control y medición de riesgos, la segregación de funciones, la delegación de funciones de administración, el régimen de los activos dados en garantía por las IICIL y la evaluación y análisis de inversiones por IIC de IICIL. En los términos de su exposición de motivos *“No ha parecido necesario crear una nueva figura de sociedad gestora, de objeto exclusivo, dedicada a la gestión de IIC de inversión libre. Pero se imponen requisitos especiales –entre ellos, recursos propios adicionales– a aquellas sociedades gestoras que pretendan dedicarse a la gestión de las nuevas IIC”*.

Por otra parte, la Circular 1/2006 regula aspectos propios de las IICIL y de las IIC de IICIL: información periódica, derecho de reembolso, estados financieros y estadísticos, límites y valoración.

En esta Circular: (i) se desarrolla el concepto de endeudamiento que establece el RIIC, (ii) se regulan los medios organizativos y de control de riesgos de las sociedades gestoras, (iii) se regulan las relaciones entre las sociedades gestoras y los *prime brokers*, (iv) se refuerzan las funciones de supervisión y control del depositario, (v) se regula la selección de los fondos subyacentes por las gestoras de IIC de IICIL, (vi) se establecen algunas particularidades del folleto informativo, y (vii) se establecen las particularidades del consentimiento escrito del inversor.

De dichos apartados, y de forma adicional a los mencionados anteriormente en materia de derecho de reembolso y régimen de valores liquidativos, consideramos conveniente resaltar los siguientes puntos:

(I) Órgano responsable

El Consejo de Administración de una sociedad gestora será responsable, al menos de:

- a) Aprobar la estructura organizativa, los procedimientos y las políticas de actuación, así como desarrollar los sistemas de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos que sean adecuados a la actividad específica de este tipo de IIC.
- b) Definir el sistema de delimitación de responsabilidades.
- c) Aprobar las relaciones contractuales entre la gestora y las entidades en las que haya delegado las funciones detalladas en el artículo 68.2 del RIIC, así como con las entidades con las que establezca acuerdos de garantía financiera.
- d) Autorizar la política de inversión en instrumentos financieros derivados y demás límites operativos, así como los potenciales riesgos que podrán ser asumidos; y, en el caso de IICIL, autorizar adicionalmente los límites de endeudamiento.
- e) En caso de que se gestionen IIC de IICIL, autorizar los procedimientos de selección de inversiones.
- f) Asegurar que la organización cuenta con unos medios humanos y materiales que garanticen la eficiente gestión de estas IIC, así como una adecuada segregación de funciones.
- g) Identificar a la Unidad de control, que será la responsable de supervisar el cumplimiento de las normas aplicables a las IIC, incluidas las contenidas en la Circular 1/2006.

(II) Recursos propios

Con el fin de cubrir mejor eventuales riesgos operacionales, los recursos propios exigibles a las sociedades gestoras sujetas a la Circular 1/2006 serán la suma de los requeridos con carácter general por el artículo 70 del RIIC más el 4 por 100 de los ingresos brutos por comisiones que obtengan por la gestión de las IICIL e IIC de IICIL. Las exigencias de recursos propios así calculadas se determinarán como promedio de los tres últimos años. No obstante, dado que la gestión de IICIL o IIC de IICIL es una actividad de reciente introducción en España, la CNMV viene considerando en los expedientes de autorización para el desempeño de esta actividad que la magnitud inicial del 4 por 100 antes citada debe calcularse sobre la base de los ingresos previstos para el primer ejercicio de dicha actividad.

### (III) Régimen de los activos dados en garantía por las IICIL

Tanto la Orden como la Circular 1/2006 establecen que cuando una IICIL, o su gestora, concierte un acuerdo de garantía financiera con un tercero, en cuya virtud se transmita a éste la propiedad del bien entregado en garantía, o dicho bien quede pignorado con derecho de disposición a favor del acreedor pignoraticio, deberá informar de dicha circunstancia al depositario, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 92 del RIIC. El contrato firmado por la IIC o su gestora y la entidad con quien se haya alcanzado el acuerdo de garantía financiera, deberá prever que el depositario reciba la información necesaria para el cumplimiento de las funciones de supervisión y vigilancia que contempla el artículo 93 del RIIC y el resto de la normativa de aplicación. Los acuerdos citados sólo podrán suscribirse con entidades financieras sujetas a supervisión en un país de la OCDE.

### (IV) Delegación de funciones de administración

Cuando las sociedades gestoras deleguen funciones de administración de las contempladas en el artículo 64.b) del RIIC, deberán respetar, además de las normas establecidas en el artículo 68 de dicho RIIC, las siguientes:

- a. La entidad en la que se deleguen las funciones de administración mencionadas en el artículo 68.2 del RIIC deberá contar con personal con suficiente experiencia y medios materiales idóneos. La suficiencia de dichos medios deberá ser acreditada ante la CNMV en la solicitud de autorización de la delegación. En la práctica, actualmente la CNMV solicita a estos efectos una declaración conjunta en la que la entidad delegada manifiesta que cuenta con cualificación y capacidad suficiente para desarrollar adecuadamente las tareas encomendadas y la entidad que delega manifiesta que ha realizado las comprobaciones precisas para acreditar la efectiva suficiencia de tales medios.
- b. La delegación de las funciones de administración no podrá ocasionar una disminución en los controles exigidos por la normativa.
- c. Se deberá establecer un sistema de control de la actividad de la entidad en que se delega.
- d. Cuando se delegue el cálculo del valor liquidativo, el contrato de delegación deberá asegurar que las prácticas de valoración de la entidad en que se delegue son conformes con los criterios de valoración de activos exigidos por las normas españolas y con los recogidos en el folleto de la IIC. Asimismo, deberán existir cláusulas que permitan al depositario cumplir con sus funciones de vigilancia y supervisión. Deberán establecerse procedimientos expresos para conciliar las eventuales discrepancias entre el valor liquidativo calculado por la entidad en la que se delega y el estimado por la sociedad gestora.

## (V) Evaluación y análisis de inversiones por IIC de IICIL

Las sociedades gestoras de IIC de IICIL deberán incluir como parte de sus procedimientos de control interno los criterios cualitativos, cuantitativos y operacionales en los que fundamenten la evaluación y análisis de inversiones para las instituciones que gestionen.

Finalmente, la Circular 3/2006, de 26 de octubre se encarga de establecer determinadas particularidades de los Folletos explicativos de las IICIL e IIC de IICIL.

### 3.5.3.2 Fondos de inversión cotizados<sup>71</sup>

Los fondos de inversión cotizados son objeto de regulación en el artículo 49 del RIIC. Son fondos de inversión cotizados aquellos cuyas participaciones estén admitidas a negociación en Bolsa de valores.

Son requisitos para la admisión a negociación en Bolsa de valores de las participaciones de un fondo de inversión los siguientes:

- a) Obtener la autorización de la CNMV, de acuerdo con el procedimiento establecido en el artículo 10 de la LIIC.
- b) Cumplir las reglas especiales del artículo 52.1 del RIIC. No resultará exigible, en el momento de su admisión a cotización, que el número mínimo de partícipes sea el establecido en el artículo 3 del RIIC.
- c) Que el objetivo de la política de inversión sea reproducir un índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados radicados en un Estado Miembro o en cualquier otro Estado, o de valores negociados en ellos, que cumpla con las condiciones previstas en el artículo 38.2.d) del RIIC, esto es, (i) tener una composición suficientemente diversificada, (ii) resultar de fácil reproducción, (iii) ser una referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión y (iv) tener una difusión pública adecuada.

A este respecto, la CNMV ha precisado que un fondo español podrá replicar un índice extranjero, dado que el objetivo de los fondos cotizados constituidos en España consiste en replicar un índice bursátil o de renta fija, con independencia de que sea nacional o extranjero.

- d) La sociedad gestora determinará la composición de la cesta de valores y/o la cantidad de efectivo susceptible de ser intercambiados por participaciones. Las operaciones de suscripción y reembolso deberán efectuarse en los valores integrantes del patrimonio o en la cantidad necesaria de efectivo, de acuerdo con lo requerido por la sociedad gestora. A este respecto, la sociedad gestora podrá limitar en el folleto informativo la operativa de suscripciones y reembolsos únicamente a entidades habilitadas de acuerdo con los artículos 64 y 65 de la LMV

<sup>71</sup>Ver también apartado 3.9.3

para poder prestar servicios de inversión, con las que haya suscrito un contrato al efecto.

- e) A los efectos de facilitar el alineamiento del valor de cotización con el valor liquidativo estimado en diferentes momentos de la contratación, deberán existir entidades, conocidas como creadores de mercado, que asuman el compromiso de ofrecer en firme posiciones compradoras o vendedoras de participaciones con un diferencial máximo de precios. Tales entidades deberán pertenecer a las categorías señaladas en el párrafo d), es decir, entidades habilitadas de acuerdo con los artículos 64 y 65 de la LMV para poder prestar servicios de inversión con las que haya suscrito un contrato al efecto. El folleto informativo del fondo recogerá las condiciones y límites del compromiso asumido por dichas entidades y del intervalo máximo de las cotizaciones que ofrecerán.
- f) Deberá realizarse una difusión adecuada a través de la sociedad rectora de la Bolsa en que cotice de:
  - 1º La cartera del fondo.
  - 2º La composición de la cesta de valores y/o la cantidad de efectivo susceptibles de ser intercambiados por participaciones.
  - 3º El valor liquidativo estimado en diferentes momentos de la contratación.
- g) Los demás requisitos que pueda establecer la CNMV.

No resultará de aplicación a los fondos de inversión cotizados el procedimiento de traspaso de participaciones previsto en el artículo 28 de la LIIC, analizado en el apartado 3.4.3.5 anterior.

Cuando la sociedad gestora admita que las operaciones de suscripción o reembolso se liquiden en efectivo, deberá establecer mecanismos para repercutir a los inversores que suscriban o reembolsen, los desajustes que se puedan producir en la reproducción del índice como consecuencia de tales operaciones.

Estos fondos no estarán sujetos a lo previsto en el artículo 40 del RIIC, relativo a las exigencias de liquidez impuestas a las IIC de carácter financiero, analizado anteriormente.

La adquisición en Bolsa de valores de participaciones de fondos de inversión cotizados estará exenta de la obligación de entrega gratuita del folleto simplificado y del último informe semestral. En cualquier caso, previa solicitud, se deberá entregar el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados.

En los documentos informativos de la institución en los que aparezcan datos sobre el valor liquidativo de las participaciones, también deberán aparecer los mismos cálculos basados en la cotización de mercado. Asimismo, la CNMV podrá determinar el detalle con el que se debe informar en relación a la prima o descuento de la cotización respecto al valor liquidativo y de las diferencias de rentabilidad que se produzcan entre el índice de referencia y el fondo de inversión. En todas las publicaciones

de la institución deberá hacerse constar de forma bien visible que el fondo cotiza en Bolsa y que su política de inversión es reproducir un determinado índice.

La CNMV, en respuesta a las consultas planteadas en torno a la aplicación del RIIC, ha dictaminado que un inversor español podrá invertir en fondos cotizados en Bolsas extranjeras, de la misma forma que podrá hacerlo en cualquier otro valor cotizado en el extranjero. No obstante, deberá registrarse en la CNMV si se preten-de realizar la comercialización de dichos fondos en España.

### **3.5.3.3 IIC por compartimentos, clases de participaciones y series de acciones**

Esta figura es habitual en otros países de nuestro entorno. Supone que dentro de un mismo fondo podrá haber dos o más “sub-fondos”, cada uno de los cuales tendrá su propia política de inversión y su propio régimen de comisiones y gastos.

En relación con los FI, y de acuerdo con los artículos 3 y 46 del RIIC, cada com-partimento tendrá, como mínimo, 20 partícipes (sin que, en ningún caso, el nú-me-ro total de partícipes del fondo pueda ser inferior al mínimo general de 100), y un patrimonio mínimo de 600.000 euros (sin que, nuevamente, el patrimonio total del fondo pueda ser inferior a 3 millones de euros). De conformidad con lo precep-tuado en el artículo 7 de la LIIC, dentro de un mismo compartimento podrán exis-tir distintas clases de participaciones que se diferenciarán por las comisiones que les sean aplicables. Cada clase de participación recibirá una denominación espe-cífica, que irá precedida de la denominación del compartimento. En consecuencia, cada compartimento y, en su caso, cada clase de participación, tendrá un valor liquidativo diferente al resto de compartimentos o clases de participaciones del mismo fondo, por lo que también podrán obtener distintos rendimientos. En rela-ción con lo anterior, y en lo que se refiere a la asignación de códigos ISIN<sup>72</sup>, la CNMV ha establecido que, (i) en caso de que el fondo tenga compartimentos y no clases de participaciones, el código ISIN se asignará a cada compartimento, mien-tras que (ii) en caso de que, además de compartimentos, el fondo tenga también clases de participaciones, el código ISIN se asignará a cada una de las clases.

Por su parte, en relación con las SI, el artículo 9 de la LIIC dispone que podrán cre-arse SI por compartimentos en los que bajo un único contrato constitutivo y estatu-tos sociales se agrupen dos o más compartimentos. La parte del capital corres-pondiente a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones atribuidos expresamente a ese compartimento, en la parte propor-cional que se establezca en los estatutos sociales. Cada compartimento recibirá una denominación específica en la que se incluirá necesariamente el nombre de la sociedad de inversión. Cada compartimento dará lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que les sea atribuida. A los compartimentos les serán de aplicación individualmente las

<sup>72</sup> El código ISIN es un código alfanumérico de doce caracteres que identifica unívocamente un valor mobiliario a nivel internacional. Ha tenido una gran acogida y todos los mercados importantes del mundo lo han incorporado a sus procesos de liquidación y custodia. En España se regula por la Circular 6/1998 de la CNMV y Norma Técnica 1/1998 de la CNMV y lo otorga la Agencia Nacional de Codificación de Valores.

previsiones de la LIIC con las especificidades que se establecen en el RIIC en lo referido, entre otros, al número mínimo de accionistas, capital social mínimo y requisitos de distribución del mismo entre los accionistas. A estos efectos, los artículos 6 y 50 del RIIC establecen que el número mínimo de accionistas de cada uno de los compartimentos no podrá ser inferior a 20 (sin que el número total de accionistas de la sociedad pueda ser inferior a 100), y que el capital mínimo desembolsado de cada compartimento será de 480.000 euros (sin que el capital total mínimo desembolsado de la sociedad pueda ser inferior a 2.400.000 euros). Las series de acciones a que dé lugar la creación de compartimentos se diferenciarán por las comisiones que les sean aplicables, debiendo cada misma serie tener igual valor nominal, conferir los mismos derechos y recibir una denominación específica, que irá precedida de la denominación del compartimento.

Según lo dispuesto en el artículo 15 del RIIC, la creación de nuevos compartimentos o la modificación de los ya existentes en un FI deberá ser autorizada por la CNMV con arreglo a las siguientes especialidades:

- El plazo para la autorización será de tres meses a partir de la recepción de la solicitud.
- La solicitud deberá remitirse acompañada del folleto actualizado y, en el caso de fondos que no tuvieran expresamente prevista la posibilidad de constituir compartimentos, de la correspondiente propuesta de modificación de su reglamento interno.

En las SI, el acuerdo de creación de nuevos compartimentos, la modificación de los ya existentes, su integración con otro u otros o su supresión será adoptado por la Junta General de la sociedad o por el Consejo de Administración cuando se le haya delegado expresamente esta facultad. La modificación de los compartimentos ya existentes precisará del acuerdo de la mayoría de los accionistas afectados, adoptado en Junta especial o a través de votación separada en la Junta General, con los requisitos previstos en el artículo 144.1 de la Ley de Sociedades Anónimas: (i) informe de administradores, (ii) expresión en la convocatoria de los extremos de la modificación propuesta, (iii) constancia en el anuncio de la convocatoria del derecho de los accionistas a examinar el texto íntegro de la modificación propuesta y (iv) que el acuerdo se adopte por las mayorías establecidas en el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas.

El compartimento se constituirá con la efectiva suscripción y desembolso del número mínimo de acciones previsto al efecto en el acuerdo social, cuyo valor nominal habrá de ser, al menos, equivalente a la cifra mínima de capital exigida en el RIIC.

Finalmente, cabe destacar que la CNMV ha establecido que es posible la creación de IICIL por compartimentos, en cuyo caso los requisitos en cuanto a número mínimo de partícipes o accionistas e inversión mínima inicial se exigirán con respecto a cada compartimento.

### 3.5.3.4 Fondos garantizados

Los fondos garantizados aseguran que, como mínimo, se conserva, a una determinada fecha, la totalidad o parte de inversión inicial. No son garantizados, aunque puedan parecerlo y a veces induzcan a confusión, otro tipo de fondos que tienen como objetivo de inversión o de rentabilidad la obtención de un determinado rendimiento fijo o vinculado a alguna referencia. Precisamente, la diferencia es que ese rendimiento es un objetivo y no una garantía, por lo que no es exigible por el inversor. Ya en 1997, para evitar cualquier tipo de confusión, la Norma 8<sup>a</sup> de la Circular 3/1997 puntualizaba que *“con objeto de evitar que se induzca a error a los partícipes en cuanto a nivel de garantía prestado, tanto en el caso de los fondos con garantía de un tercero a su favor como en los que la garantía se preste a los partícipes, no se permitirá la utilización en la denominación de la IIC de la palabra garantizado, afianzado, asegurado o cualquier otra con el mismo significado, salvo en los casos en que el importe mínimo garantizado iguale, al menos, a la inversión inicial; ello sin perjuicio de que, de existir una garantía parcial, se pueda hacer referencia a ella en la publicidad que se haga de la IIC.”*

Los fondos garantizados presentan las siguientes características:

a) Condiciones para la efectividad de la garantía. Restricciones a la liquidez

Los fondos garantizados tienen un horizonte temporal recomendado de inversión que coincide con el plazo para el que se garantiza la conservación del capital, que suele fijarse, normalmente, en entre uno y seis años.

A diferencia de los fondos no garantizados, estos fondos están diseñados de manera que no resulta aconsejable la entrada o salida de partícipes durante el plazo de garantía, debido a las siguientes particularidades:

- Existe un período inicial de comercialización durante el cual se puede aportar dinero al fondo sin que se aplique la comisión de suscripción.
- Sólo tienen derecho a la garantía los partícipes que mantengan su inversión hasta la fecha de vencimiento de la misma. Si, por algún motivo, el partícipe necesita reembolsar antes del vencimiento de la garantía, recibirá por sus participaciones el valor liquidativo que corresponda a la fecha de reembolso, que podrá ser superior o inferior al inicial. Además, en general, también tendrá que hacer frente a la comisión de reembolso, que con frecuencia alcanza el límite máximo permitido del 5%, precisamente para desincentivar los reembolsos anticipados, en tanto que la salida de patrimonio antes de la finalización del período de garantía dificulta el mantenimiento de la estructura financiera que permite otorgar la garantía.
- No obstante lo anterior, existen algunos fondos garantizados que cuentan con las llamadas ventanas de liquidez, o lo que es lo mismo, fechas o períodos de tiempo predeterminados en los que el partícipe puede solicitar el reembolso, total o parcial, sin pagar comisión de reembolso, siempre que se respeten los plazos de preaviso.

b) Situación al vencimiento de la garantía

Los fondos garantizados ofrecen la conservación del capital invertido (o de una parte de él), en una fecha futura predeterminada, que es la fecha de vencimiento de la garantía. Cuando llega el vencimiento, pueden suceder dos cosas: que la sociedad gestora ofrezca una nueva garantía, en las condiciones que en ese momento determinen los mercados, o que el fondo deje de ser garantizado.

A medida que se aproxime la fecha de vencimiento de la garantía, la gestora enviará a los inversores una carta informándoles sobre los cambios que se producen en el fondo. Si al partícipe no le interesa mantener su inversión con las nuevas condiciones, tiene derecho de separación.

c) Cálculo de la posible rentabilidad

Los fondos garantizados aseguran, en todo o en parte, la conservación del capital invertido al cabo de un plazo predeterminado. Sin embargo, no todos garantizan la obtención de una rentabilidad adicional.

Dentro de la actual oferta de fondos garantizados en nuestro país, pueden distinguirse, hasta el momento, dos grandes grupos:

- Los fondos garantizados de renta fija (FGRF): suelen asegurar, además de la conservación del capital invertido, un rendimiento fijo en la fecha de vencimiento de la garantía.
- Los fondos garantizados a vencimiento (FGV): en general, sólo garantizan el capital invertido inicialmente. Ofrecen la posibilidad de obtener una rentabilidad vinculada (total o parcialmente) a la evolución de acciones, índices bursátiles, divisas u otros fondos de inversión.

Existen, también, fondos garantizados que aseguran al vencimiento de la garantía la obtención de un rendimiento mínimo y, además, un eventual rendimiento vinculado a la evolución de índices o acciones. Se trataría, por tanto, de un producto híbrido entre los dos tipos básicos de fondos garantizados anteriormente descritos.

En relación con los fondos garantizados, la CNMV, en su carta de fecha 23 de enero de 2006, remitida al Presidente de la Asociación INVERCO, ha transmitido a dicha asociación una serie de criterios que la CNMV ha venido adoptando a la hora de autorizar y registrar nuevos fondos de inversión. En este sentido, al objeto de mejorar la transparencia de este tipo de fondos de inversión, la CNMV ha establecido lo siguiente:

- Se considera necesaria la inclusión en el folleto simplificado, a modo de resumen, de una descripción inicial del objetivo de rentabilidad garantizado.
- En la revisión detallada de la redacción y expresiones utilizadas en los folletos de fondos garantizados, se han identificado algunos criterios para su mejora, siendo los más notables los siguientes:

- (i) para los fondos que garanticen el cien por cien o más de la inversión inicial, se ha sustituido la expresión “fondo garantizado” o “fondo garantizado de renta variable” por la de “fondo garantizado a vencimiento”,
- (ii) para los fondos en los que el importe garantizado sea inferior al cien por cien de la inversión inicial, la expresión “fondo garantizado” se ha sustituido por la de “fondo con garantía parcial”,
- (iii) el término “cupón” se ha sustituido por el de “cantidad”, “importe” o “rendimiento variable”, para referirse a posibles cantidades fijas garantizadas a vencimiento y para las cantidades que se prevea reembolsar.
- Para que se conozca mejor el funcionamiento de los fondos garantizados y los parámetros de los que dependerá su rentabilidad cuando finalice el período de referencia a efectos de la garantía, se debe incluir en el folleto la proporción del patrimonio inicial que se invertirá en valores de renta fija, con una descripción de los rendimientos brutos que se estima percibir, y la parte que se invertirá en derivados.
  - En todos los folletos de fondos garantizados a vencimiento, se han de incluir, como anexo, al menos dos ejemplos históricos y de períodos consecutivos inmediatamente anteriores e idénticos al de la garantía, en los que se ponga de manifiesto la rentabilidad que hubiera obtenido el fondo.
  - Se debe advertir en el folleto simplificado que los reembolsos realizados antes del vencimiento de la garantía se realizarán al valor liquidativo aplicable a la fecha de solicitud, valorado a precios de mercado, recalando que no existe garantía alguna y que resultará aplicable la comisión de reembolso, si la hubiera.
  - En los folletos simplificados de fondos garantizados de rentabilidad fija se ha de informar de la TAE.

### **3.5.3.5 IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión**

Estas IIC se encuentran reguladas en el artículo 45 del RIIC, con las siguientes especialidades:

- a) Deben invertir, como mínimo, el 80 por ciento de su patrimonio en un único fondo, que deberá estar identificado en el folleto de la IIC.
- b) El resto del activo lo podrán invertir en valores de renta fija negociados en los mercados señalados en el artículo 36.1.a) del RIIC.
- c) El RIIC reconoce el derecho de separación en tres supuestos:
  - Cuando el fondo en el que se invierte sea sustituido por otro. Este cambio deberá ser autorizado por la CNMV, y confiere a los partícipes el derecho de separación y su comunicación como hecho relevante (artículo 45, apartado 1, letra b) RIIC).

- Cuando el fondo en el que se invierte experimente alguna de las modificaciones establecidas en el apartado segundo del artículo 14 del RIIC (cambios en la política de inversión o en la política de distribución de resultados, sustitución de la sociedad gestora o del depositario, delegación de la gestión de la cartera de la institución en otra entidad, cambio de control de la SGIIC, transformación, fusión o escisión del fondo o del compartimento y establecimiento o elevación de las comisiones). En este caso, el derecho de separación podrá ser ejercitado tanto por la IIC inversora como por sus partícipes.
  - Con carácter general, cuando sea la propia IIC inversora la que modifique alguno de los extremos señalados en el apartado segundo del artículo 14 del RIIC.
- d) En materia de comisiones, se establece una regla de acumulación, de forma que la suma de las comisiones de gestión y depósito de la IIC inversora y del fondo objeto de inversión no podrá superar los límites generales señalados en el artículo 5 del RIIC. Lo mismo se establece para las comisiones por suscripción y reembolso, en las que tal suma no podrá superar el 5 por ciento.
- e) En materia de información, tanto el folleto como los informes periódicos deberán contener información sobre el régimen de comisiones, así como sobre el fondo en el que se invierte. Además, la SGIIC del fondo objeto de inversión deberá comunicar a la SGIIC de la IIC inversora cuanta información sea necesaria para posibilitar el cumplimiento por esta última de sus obligaciones de información y valoración.
- f) El cálculo del valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos de ambas IIC (la IIC inversora y el fondo objeto de inversión) deberá realizarse en base a los mismos criterios, pudiéndose también establecer en el reglamento de gestión de la IIC inversora los mismos plazos de preaviso previstos, en su caso, por el fondo objeto de inversión.
- g) Por último, la Disposición Final Segunda del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprobó el RIIC, modificó el artículo 59, letra t) del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, para declarar exentas de retención las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones de IIC, obtenidas por las IIC en cuyos reglamentos de gestión o estatutos tengan establecida una inversión mínima del 80 por ciento de su patrimonio en un único fondo financiero.

### **3.5.3.6 IIC cuya política de inversión consiste en replicar, reproducir o tomar como referencia un índice**

El artículo 38 del RIIC, tras regular en su apartado primero, letras a), b) y c), los coeficientes de diversificación del riesgo, permite su no aplicación a aquellas IIC cuyo objeto consista en desarrollar una política de inversión que replique o repro-

duzca un índice (letra d) o lo tome como referencia (letra e). El mercado donde coticen los valores integrantes del índice deberá reunir unas condiciones similares a las contempladas por la legislación española para obtener la condición de mercado secundario oficial. Los requisitos exigidos al índice son:

- Podrá tratarse de un índice bursátil o de renta fija, representativo de uno o varios mercados radicados en un Estado Miembro o en cualquier otro Estado, o de valores negociados en ellos.
- Composición suficientemente diversificada.
- Fácil reproducción.
- Referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión.
- Difusión pública adecuada.

El artículo 9 de la Directiva 2007/16/CE, aprobada por la Comisión Europea el 19 de marzo de 2007, y las pautas del CESR<sup>73</sup> publicadas en esta misma fecha, delimitan el contenido de estos requisitos.

Para estas IIC, la inversión en acciones u obligaciones del mismo emisor podrá alcanzar el 20 por ciento de su patrimonio, ampliable por la CNMV hasta el 35 por ciento, cuando concurran circunstancias excepcionales en el mercado. Además, en el caso de IIC que tomen como referencia un índice, el límite conjunto del 20 por ciento podrá alcanzarse mediante la combinación de inversión directa en las acciones u obligaciones (hasta un 10 por ciento) e inversión indirecta, a través de la utilización de instrumentos financieros derivados negociados en mercados secundarios oficiales o extranjeros equivalentes (hasta un 10 por ciento).

El RIIC habilita a la CNMV para precisar la máxima desviación permitida respecto al índice de referencia, su forma de cálculo y sus obligaciones de información, para lo que se encuentra en la actualidad en tramitación un *“Borrador de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC”*, cuya Sección Cuarta se dedica íntegramente a estas materias.

## 3.6 SOCIEDADES GESTORAS DE IIC

### 3.6.1 Introducción

Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (“SGIIC”) juegan un papel fundamental como entidades auxiliares de las IIC junto con los Depositarios y las Sociedades de Tasación. Estas instituciones precisan del auxilio de otras entidades e, incluso, en el caso de los fondos, el concurso de alguna de estas entidades resulta imprescindible para su funcionamiento, al carecer éstos de personalidad jurídica propia.

<sup>73</sup> “CESR’s guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS”, publicado el 19 de marzo de 2007, y disponible en <http://www.cesr-eu.org>

### 3.6.2 Régimen jurídico aplicable

A nivel comunitario, resulta de aplicación la Directiva 85/611/CEE (modificada por las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002), la cual hace alusión a las sociedades gestoras como figura fundamental para la constitución y existencia de los Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) de forma contractual, esto es, los fondos comunes de inversión (art. 1.3).

De dicha Directiva, resulta conveniente resaltar que exige a las sociedades gestoras que (i) sus directivos tengan la honorabilidad y experiencia necesarias para el ejercicio de sus funciones (art. 4), (ii) dispongan “*de medios financieros suficientes que le permitan ejercer de forma efectiva su actividad y afrontar sus responsabilidades*” (art. 5), y (iii) limiten sus actividades “*a la gestión de fondos comunes de inversión y de sociedades de inversión*” (art. 6).

En el derecho español, como hemos analizado en el apartado 3.1 anterior, les resultará de aplicación la LIIC, el RIIC y la restante normativa de desarrollo, que principalmente corresponde a la CNMV. En lo no previsto por esta normativa especial, y como consecuencia de su carácter de sociedades anónimas especiales (art. 40.1 LIIC), les será de aplicación supletoria la Ley de Sociedades Anónimas (art. 3 LSA).

Las SGIIC juegan un papel fundamental en lo relativo a la consecución de dos de los objetivos inspiradores de la LIIC, que se exponen a continuación<sup>74</sup>.

#### 3.6.2.1 Reforzamiento de la protección de los inversores

Con la actual LIIC, se refuerzan los deberes de diligencia y lealtad de las gestoras, lo que se traduce en el establecimiento de obligaciones en los siguientes ámbitos:

- Ejercicio de los derechos políticos: la SGIIC estará obligada a ejercer, con especial atención al derecho de asistencia y voto en las juntas generales, todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos que aquélla gestione, siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación de los fondos gestionados por la SGIIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a 12 meses, y siempre que dicha participación represente, al menos, el uno por ciento del capital de la sociedad participada. Asimismo, en cualquier caso, la SGIIC deberá dejar constancia en el correspondiente informe anual de su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a todos los valores integrados en el conjunto de fondos que aquélla gestione, siempre que el emisor sea una sociedad española.
- Atención al cliente: la Ley obliga a las SGIIC a crear un departamento de atención al cliente que se encargue de las quejas y reclamaciones de los inversores (art. 48 LIIC). Dichas SGIIC podrán, bien individualmente, bien agrupadas por ramas de actividad, proximidad geográfica, volumen de negocio o cualquier otro criterio, designar un defensor del cliente, que habrá de ser una entidad o

---

<sup>74</sup> Boletín Económico de ICE nº 2785 de la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

experto independiente de reconocido prestigio y a quien corresponderá atender y contestar los tipos de reclamaciones que se sometan a su decisión en el marco de lo que disponga su reglamento de funcionamiento, así como promover el cumplimiento de la normativa de transparencia y protección de la clientela y de las buenas prácticas y usos financieros. La decisión del defensor del cliente favorable a la reclamación vinculará a la sociedad gestora. Esta vinculación no será obstáculo a la plenitud de tutela judicial, al recurso a otros mecanismos de solución de conflictos ni a la protección administrativa (art. 48 LIIC).

- Normas de conducta: se somete a las sociedades gestoras, a las sociedades de inversión y a los depositarios, a un régimen de normas de conducta asimilables al régimen establecido en la LMV, con el fin de adecuar su actividad a las buenas prácticas de actuación. Entre dichas normas, destacan las destinadas a garantizar la transparencia, la protección a la clientela, la prevención del conflicto de intereses y el control de las operaciones vinculadas.

Según se establece en el artículo 66 de la LIIC, las IIC deberán efectuar sus transacciones sobre bienes, derechos, valores o instrumentos a precios y en condiciones de mercado, salvo que las operaciones se realicen en condiciones más favorables para las IIC.

El régimen de operaciones vinculadas es desarrollado en el art. 67 de la LIIC; estas operaciones afectan a las sociedades gestora, depositaria, en su caso, a la propia sociedad de inversión, a sus directivos y accionistas con participación igual o superior al 25%, así como a las empresas de su grupo, y tanto respecto a la actuación directa como a la que desarrollen por medio de persona interpuesta<sup>75</sup>.

El RIIC, sin perjuicio de referirse a aspectos específicos en diversos artículos, trata ampliamente de las normas de conducta en sus artículos 96 a 100, que en este volumen son analizados en el apartado 3.8.

### **3.6.2.2 La transposición de la normativa comunitaria al Derecho español**

La LIIC incorpora a nuestro ordenamiento jurídico las novedades introducidas por las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE. Estas Directivas dan una nueva regulación tanto a las sociedades gestoras como a las propias IIC.

Se concede el pasaporte comunitario a las SGIIC. En virtud del nuevo régimen, las sociedades gestoras españolas podrán abrir sucursales en otros Estados de la Unión Europea y prestar servicios de manera transfronteriza mientras que las sociedades gestoras de nuestros socios comunitarios podrán establecer sucursales y prestar sus servicios en nuestro país, en ambos casos mediante el pasaporte concedido por sus autoridades de origen y sin necesidad de solicitar una nueva autorización que verifique el cumplimiento de los requisitos necesarios para el ejercicio de la actividad (art. 54 y ss. de LIIC y art. 85 y ss. RIIC).

---

<sup>75</sup> "Los fondos de inversión mobiliaria y otras instituciones de inversión colectiva" de José Manuel Pomarón, octubre de 2006, cit. P. 66.

Este régimen se asienta sobre la armonización previa en todos los países de las condiciones de acceso a la actividad y de ejercicio de las SGIIC, fijando, entre otros, la exigencia de honorabilidad y experiencia de sus directivos, un capital mínimo inicial de 125.000 euros, normas de solvencia y reglas para la delegación de actividades cuando subcontraten con terceros.

Asimismo, se amplía el ámbito de actuación de las sociedades gestoras, más allá de la mera gestión de las IIC. Con la reforma las gestoras pueden prestar servicios complementarios tales como la gestión individualizada de carteras, el asesoramiento sobre inversiones financieras, y la custodia y administración de las acciones y participaciones de las IIC. En estos casos se establecen normas específicas para prevenir los conflictos de interés. Las sociedades gestoras no podrán intervenir ni la totalidad ni parte de la cartera de un inversor en participaciones o acciones de IIC por ellas gestionados, salvo consentimiento expreso del cliente<sup>76</sup>.

### **3.6.3 Definición y objeto social**

Las SGIIC son sociedades anónimas cuyo objeto social, consiste en la administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión (art. 40.1 LIIC).

De forma resumida podemos decir que la actividad de gestión engloba, fundamentalmente, las siguientes actividades<sup>77</sup>:

- (1) la gestión de activos;
- (2) la administración de la IIC, que comprende tareas como:
  - servicios jurídicos y contables en relación a la gestión de la IIC;
  - consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas;
  - valoración y determinación del valor liquidativo;
  - control del cumplimiento de la normativa aplicable;
  - llevanza del registro de partícipes o accionistas;
  - distribución, en su caso, de los rendimientos;
  - suscripción y reembolso de participaciones de fondos y, en su caso, transmisión de acciones o participaciones de IIC y,

<sup>76</sup>Lo que constituye una lógica traslación al ámbito de las SGIIC de las normas de conducta que tienden a prevenir conflictos de interés en el ámbito del servicio de gestión discrecional de carteras individualizadas de inversión (cfr. art. 4.1 g) de la Orden Ministerial de 7 de noviembre de 1999 de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión y cláusula 4º del contrato-tipo modelo de gestión discrecional de carteras establecido por la Circular 2/2000 de la CNMV). Cabe resaltar no obstante el mayor celo de la normativa específica aplicable a SGIIC para evitar que se produzcan conflictos de interés. En efecto, en el supuesto de que la gestión de carteras sea realizada por una SGC, ESI o entidad de crédito la autorización previa del cliente para invertir en IIC gestionadas por una entidad de su grupo sólo se requiere cuando el importe invertido alcance el 25% del patrimonio bajo gestión.

<sup>77</sup>“Los Fondos de Inversión Mobiliaria y otras instituciones de inversión colectiva”, José Manuel Pomarón. Octubre 2006.

(3) la comercialización de participaciones o acciones de IIC.

No obstante, el artículo 40 de la LIIC profundiza en esta cuestión y clasifica tres tipos de actividades propias de las SGIIC:

- a) *Actividades principales*: Serían las propias de administración, representación y gestión de IIC.

Estas actividades quedan reservadas a las SGIIC (art. 40.6), de modo tal que ninguna otra persona o entidad podrá desarrollarlas (art. 40.8), siendo sancionable su realización por entidades distintas de las SGIIC en caso de que desconozcan tal reserva de actividad (art. 40.9).

- b) *Actividades complementarias*: Adicionalmente, la sociedades gestoras podrán ser autorizadas para realizar las siguientes actividades:

- Gestión de carteras de inversión, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones.
- Administración, representación, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo.
- Asesoramiento sobre inversiones en uno o varios instrumentos financieros referidos en el artículo 63 de la LMV.
- Custodia y administración de acciones o participaciones de IIC.

- c) *Actividades adicionales*: Las SGIIC podrán comercializar acciones o participaciones de IIC. Esta actividad adicional podrá ser realizada directamente o mediante agentes o apoderados en las condiciones que reglamentariamente se determinen. Las suscripciones o adquisiciones de participaciones o acciones deberán efectuarse obligatoriamente mediante cheque nominativo librado a favor de la IIC, transferencia bancaria a favor de la misma o mediante entrega de efectivo directamente por la persona interesada al depositario, para su posterior abono en la cuenta del fondo o de la sociedad.

Respecto al ejercicio por parte de las SGIIC de dichas funciones, según establece el art. 40.4 de la LIIC, el mismo lo deberán llevar a cabo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, pudiendo delegar, total o parcialmente, en terceras entidades la gestión de los activos que integren los patrimonios de las IIC gestionados de acuerdo con las condiciones que establece el RIIC. En ningún caso, la responsabilidad de la SGIIC se podrá ver afectada por el hecho de que ésta delegue funciones en terceros (art. 40.5). Más adelante, analizamos con más profundidad la delegación de funciones de la SGIIC, que ha sido objeto de desarrollo por parte del RIIC.

Por otro lado, la denominación “Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva” y las siglas correspondientes “S.G.I.I.C.”, están reservadas a las Sociedades que estén inscritas como tales en el Registro administrativo de la CNMV, no pudiendo ninguna otra entidad utilizar dichas denominaciones u otras que induzcan a confusión con ellas (art. 40.7).

Respecto del objeto social se puede observar una notable ampliación respecto de la normativa precedente. En ella, estas SGIIC tenían como objeto social exclusivo la administración y representación de IIC, aun cuando se había venido ampliando el ámbito de sus actividades, por un lado, al asesoramiento de inversión (a resultas de una consulta resuelta por la CNMV en 1997) y, por otro, a la gestión de la suscripción y reembolso de participaciones de las IIC (a consecuencia de la reforma de la Ley 46/1984 por la Ley 37/1998)<sup>78</sup>.

### **3.6.4 Requisitos de acceso a la actividad**

Las sociedades gestoras deberán reunir los siguientes requisitos para obtener y conservar la autorización de acceso a la actividad:

- a) Revestir la forma de sociedad anónima, constituida por tiempo indefinido, y que las acciones integrantes del capital social tengan carácter nominativo.
- b) Tener por objeto social exclusivo el previsto en el artículo 40 de la LIIC. Con carácter primordial, deberán realizar las actividades contempladas en el primer párrafo del artículo 40.1 –actividades principales–, sin perjuicio de que puedan ser autorizadas para realizar el resto de las actividades previstas en dicho artículo, tanto las llamadas complementarias como adicionales.
- c) Que su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, estén situados en territorio español, sin perjuicio de su eventual actuación transfronteriza.
- d) Que, cuando se trate de una entidad de nueva creación, se constituya por el procedimiento de fundación simultánea y que sus fundadores no se reserven ventajas o remuneraciones especiales de clase alguna.
- e) Deben contar con:
  - (i) Un capital mínimo de 300.000 euros íntegramente desembolsado en efectivo, incrementado en:
    1. Una proporción del cinco por mil del valor efectivo del patrimonio de las IIC que gestionen en tanto éste no exceda de 60 millones de euros; del tres por mil, en lo que excede de dicha cuantía, hasta seiscientos millones de euros; del dos por mil, en lo que excede de esta última cantidad, hasta 3.000 millones de euros; del uno por mil, en lo que excede de esta cifra, hasta 6.000 millones de euros, y de 0,5 por mil, sobre el exceso de esta última cantidad.

Para calcular los recursos propios exigibles a que se refiere el párrafo anterior, se deducirán del patrimonio de las IIC gestionadas el correspondiente a inversiones de éstas en otras instituciones que estén, a su vez, gestionadas por la misma SGIIC.

---

<sup>78</sup> "Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización" Alberto Javier Tapia Hermida, cit., p. 229 y ss.

2. Un cinco por mil del valor efectivo del patrimonio gestionado a terceros, cuando la SGIIC realice la actividad de gestión discrecional o individualizada de carteras.
  3. Cuando la SGIIC comercialice acciones o participaciones de IIC, los recursos propios mínimos deberán incrementarse en una cantidad de 100.000 euros con carácter previo al inicio de tal actividad, más un 0,5 por 1.000 del patrimonio efectivo de los partícipes o accionistas cuya comercialización haya realizado directamente la SGIIC.
- (ii) Un Consejo de Administración con no menos de tres miembros. Quienes ostenten cargos de administración o dirección en la sociedad, deben contar con los requisitos de honorabilidad establecidos en el párrafo c) del apartado 2 del artículo 11 de la LIIC<sup>79</sup> y que la mayoría de los miembros del Consejo de Administración o de sus comisiones ejecutivas, así como todos los consejeros delegados, directores generales y asimilados cuenten con los requisitos de experiencia establecidos en el párrafo d) del apartado 2 del artículo 11 de la LIIC<sup>80</sup>, atendiendo al carácter de las IIC y tipos de carteras que la sociedad de gestión pretenda gestionar.
- (iii) Una buena organización administrativa y contable, así como medios humanos y técnicos adecuados, en relación con su objeto.
- (iv) Procedimientos y mecanismos de control interno adecuados que garanticen la gestión correcta y prudente de la sociedad, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos, así como mecanismos de control y seguridad en el ámbito informático y órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales, un régimen de operaciones vinculadas y un reglamento interno de conducta. La sociedad gestora deberá estar estructurada y organizada de modo que se reduzca al mínimo el riesgo de que los intereses de las IIC o de los clientes se vean perjudicados por conflictos de intereses entre la sociedad y sus clientes, entre clientes, entre uno de sus clientes y una IIC o entre dos IIC.

<sup>79</sup> “c) Que quienes ostenten cargos de administración o dirección en la entidad tengan una reconocida honorabilidad empresarial o profesional.

Se entenderá que no concurre honorabilidad empresarial o profesional en quienes hayan sido, en España o en el extranjero, declarados en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitados; quienes se encuentren procesados o, tratándose de los procedimientos a los que se refieren los títulos II y III del libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, si se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral; quienes tengan antecedentes penales por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública, insolvencia punible, de infidelidad en la custodia de documentos, de violación de secretos, de blanqueo de capitales, de malversación de caudales públicos, de descubrimiento y revelación de secretos, contra la propiedad; o quienes estén inhabilitados o suspendidos, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

En el caso de los apoderados que no restrinjan el ámbito de su representación a áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la sociedad, el consejo de administración comprobará con anterioridad al otorgamiento del poder la concurrencia del requisito de la honorabilidad empresarial y profesional, y revocará los poderes otorgados cuando desaparezca este requisito.”

<sup>80</sup> “d) Que la mayoría de los miembros de su consejo de administración o de sus comisiones ejecutivas, así como todos los consejeros delegados y directores generales y asimilados, cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o con el objeto principal de inversión de la IIC en cuestión.”

- f) Que se comunique la identidad de todos los accionistas, directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean una participación significativa<sup>81</sup> en la SGIIC, y el importe de dicha participación.

### **3.6.5 Constitución de la SGIIC**

Su constitución se realiza en tres fases (art. 41 LIIC)<sup>82</sup>:

- a) Proyecto: Es necesaria la correspondiente autorización de su proyecto de constitución por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, a diferencia de lo que ocurre con las IIC que gestionan, que se autorizan por la CNMV.

El proyecto de constitución de la SGIIC se tramita ante la CNMV, para lo que deberá aportarse la siguiente documentación:

- (i) Solicitud de autorización para la constitución de SGIIC.
- (ii) Manual de solicitud de autorización de SGIIC que incluye el compromiso de adhesión al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) y la información referida en los apartados iv) a x) siguientes. El modelo normalizado de Manual se encuentra en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).
- (iii) Estatutos sociales: el artículo 75 a) del RIIC establece que la solicitud de autorización para la creación de una SGIIC debe ir acompañada de un proyecto de estatutos sociales y de una certificación registral negativa de la denominación social propuesta.

Por otra parte, el artículo 43.1 d) y e) de la LIIC dispone que si se trata de una entidad de nueva creación debe constituirse por el procedimiento de fundación simultánea, con un capital social mínimo totalmente desembolsado en efectivo. Como se ha dicho, el importe del capital social mínimo es de 300.000 euros y exige unos niveles de recursos propios proporcionados al valor real de los patrimonios que administre.

- (iv) Composición del Consejo de Administración, que incluye un cuestionario y declaración a cumplimentar por las personas que vayan a ser nombradas consejeros, directores o asimilados de la SGIIC.

- (v) Estructura accionarial y de grupo: para cada uno de los socios, directos e indirectos, personas jurídicas: cuestionario de idoneidad (cuestionario y declaración a cumplimentar por las personas que vayan a ser accionistas de la SGIIC), estatutos sociales, cuentas anuales e informes de gestión con los informes de auditoría, si los hubiese, de los dos últimos ejercicios, composición de sus órganos de administración y estructura detallada del grupo al

<sup>81</sup> Conforme a lo establecido en el artículo 45.1 LIIC, se entenderá por participación significativa en una sociedad gestora “aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el cinco por ciento del capital o de los derechos de voto de la sociedad”.

<sup>82</sup> “Derecho del Mercado de Valores”, 2<sup>a</sup> Edición, Colección Cálamo, cit. P. 172.

que eventualmente pertenezcan. De no existir cuentas anuales, estados financieros correspondientes al trimestre anterior a la solicitud de autorización.

Los artículos 41.2 de la Ley 35/2003 y 75 d) del Real Decreto 1309/2005 establecen, entre otros requisitos necesarios de la solicitud de autorización de una SGIIC, la necesidad de identificar a los socios, ya sean directos o indirectos y tanto personas físicas como jurídicas, con indicación de su participación en el capital social. Asimismo, será necesaria la acreditación de su idoneidad en aquellos que vayan a poseer un porcentaje de, al menos, el 5% del capital o de los derechos de voto de la sociedad.

Por su parte, el artículo 42 b) de la Ley 35/2003 establece los factores para apreciar la idoneidad de aquellos socios que vayan a poseer una participación significativa en el capital social.

(vi) Programa de actividades: en el procedimiento de autorización, se exige la presentación de un programa de actividades que explique las actividades a desarrollar de acuerdo con lo establecido en los artículos 40 de la LIIC y 64 del RIIC. Asimismo, algunas de las funciones a realizar por la sociedad gestora se pueden delegar, como se expondrá en el apartado 3.6.10.

(vii) Estructura organizativa: los artículos 43.1 i) de la LIIC y 75 c) del RIIC establecen, entre los requisitos de solicitud de autorización de una SGIIC, la descripción de la organización administrativa y contable y de los medios técnicos y humanos adecuados al programa de actividades.

(viii) Medios materiales: Los artículos 43.1 i) de la LIIC y 75 c) del RIIC exigen, tanto para la solicitud como para el desarrollo de la actividad, que las SGIIC cuenten con medios técnicos para el desarrollo de la misma.

La Circular 3/1997 de la CNMV y la Circular 4/1997 de la CNMV exigen disponer de medios materiales adecuados para operar con instrumentos financieros derivados y realizar inversiones en valores no cotizados, respectivamente.

Adicionalmente, los artículos 43 y 44 del RIIC exigen disponer de medios adecuados a aquellas SGIIC que pretendan gestionar IICIL y/o IIC de IICIL.

(ix) Procedimientos internos de evaluación, control y seguimiento de riesgos: los artículos 43.1 j) de la Ley 35/2003 y 75 c) del RIIC establecen que las SGIIC deberán contar con procedimientos y mecanismos de control interno adecuados que garanticen la gestión correcta y prudente de la sociedad, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos.

Por otra parte, la Circular 3/1997 de la CNMV, que desarrolla la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, precisa los requisitos y obligaciones de control interno de las SGIIC que pretendan operar con instrumentos financieros derivados, mientras que la Circular 4/1997 de la CNMV exige implan-

tar sistemas eficientes de control interno que permitan el seguimiento y evaluación permanente de riesgos a aquellas SGIIC que pretendan realizar inversiones de las IIC que gestionen en valores no cotizados.

(x) Normas de conducta y relaciones con la clientela: el artículo 65 de la LIIC establece que las SGIIC y quienes en ellas desempeñen cargos de administración y dirección, sus empleados, agentes y apoderados estarán sujetos a las normas de conducta previstas en el Capítulo I del Título VI de la LIIC, Título VII de la LMV, Título VI del RIIC y las contenidas en sus propios Reglamentos Internos de Conducta. Igualmente, las SGIIC, en virtud de lo dispuesto en el artículo 97 del RIIC, están sujetas al Código General de Conducta que figura como anexo al Real Decreto 629/1993.

Adicionalmente, el artículo 81.2 del RIIC dispone que las SGIIC que realicen la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras deben cumplir las normas de conducta que regulan dicha actividad.

- b) Constitución privada como Sociedades Anónimas, mediante escritura pública que deberá ser inscrita en el Registro Mercantil correspondiente, sin que exista normativa específica en el Reglamento del Registro Mercantil respecto de estas SGIIC.
- c) Inscripción en el Registro de Sociedades Gestoras de IIC de la CNMV, previa comprobación de que los estatutos que forman parte de la escritura inscrita en el Registro Mercantil se corresponden con el proyecto de constitución previamente autorizado.

Las modificaciones de los estatutos de las SGIIC, según lo previsto en el art. 41 LIIC y en el art. 78 RIIC, están sujetas a un procedimiento de autorización análogo al de su constitución. Sin embargo, existen determinados supuestos de modificación de estatutos en los que no se requiere la autorización, sino únicamente una comunicación a la CNMV. Estos supuestos son:

- cambio de denominación de la SGIIC;
- cambio de domicilio dentro del territorio nacional;
- incorporación a los estatutos de preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo, o cumplimiento de resoluciones judiciales o administrativas y,
- aquellas otras modificaciones para las que la CNMV, en contestación a consulta previa formulada al efecto por la SGIIC afectada, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización.

### **3.6.6 Régimen de la autorización**

- (i) Concesión

Corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, autorizar, con carácter previo, la creación de una SGIIC.

### (ii) Denegación

De acuerdo con el artículo 42 de la LIIC, el Ministro de Economía y Hacienda sólo podrá denegar la autorización para constituir una SGIIC por las siguientes causas:

- a) Incumplimiento de los requisitos normativos exigidos y, en particular, los requisitos de acceso.
- b) Cuando, atendiendo a las necesidades de garantizar una gestión correcta y prudente de la entidad, no se considere adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación significativa. La idoneidad se apreciará, entre otros factores, en función de:
  1. La honorabilidad empresarial y profesional de los accionistas.
  2. Los medios patrimoniales con que cuenten dichos accionistas para atender los compromisos asumidos.
  3. La posibilidad de que la entidad quede expuesta de forma inapropiada al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores o, cuando tratándose de actividades financieras, la estabilidad o control de la entidad puedan quedar afectados por el alto riesgo de aquellas.
- c) Cuando se dé cualquiera de las causas establecidas en el apartado cuarto del artículo 10 de la LIIC, referidas a la denegación de la autorización de creación de las IIC.

### (iii) Revocación

La autorización concedida a una SGIIC podrá revocarse en los siguientes supuestos:

- a. Si no hace uso de la autorización dentro de los 12 meses siguientes a la fecha de la notificación de la misma.
- b. Si renuncia expresamente a la autorización, independientemente de que se transforme en otra entidad o acuerde su disolución.
- c. Si interrumpe, de hecho, las actividades específicas autorizadas durante un período superior a seis meses.
- d. Si durante un año realiza un volumen de actividad inferior al que reglamentariamente se determine.
- e. Si incumple de forma sobrevenida cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización y para ejercer la actividad según lo previsto en la LIIC. No obstante, en el caso de que los recursos propios de una sociedad gestora desciendan por debajo de los límites fijados, la CNMV podrá, de manera excepcional y de forma motivada, conceder un plazo no superior a seis meses para que se corrija la situación o cesen las actividades de la SGIIC.

- f. Cuando existan razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una SGIIC pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma y dañar gravemente su situación financiera, o se infrinjan de manera grave o sistemática las disposiciones previstas en la LIIC o en el resto de normas que regulan el régimen jurídico de las SGIIC.
- g. Como sanción<sup>83</sup>.
- h. Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en el artículo 260 de la Ley de Sociedades Anónimas.
- i. Si se hubiera obtenido la autorización en virtud de declaraciones falsas, omisiones o por otro medio irregular.
- j. Si se acuerda la apertura de un procedimiento concursal.

La revocación de la autorización a una SGIIC española que realice cualquier actuación transfronteriza de conformidad con lo previsto en el artículo 54 de la LIIC deberá notificarse a las autoridades competentes del Estado Miembro de acogida.

El procedimiento de revocación está recogido en el artículo 50 de la LIIC.

1. La revocación de la autorización se ajustará al procedimiento común previsto en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo común, con las especialidades siguientes:
  - a. El acuerdo de iniciación y la instrucción corresponderá a la CNMV, que podrá adoptar las medidas provisionales que considere necesarias, tales como la encomienda de la gestión de las IIC gestionadas a otra SGIIC.
  - b. La resolución del expediente de revocación, al igual que el de autorización, corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV.
2. No obstante, cuando la causa de revocación que concurra sea alguna de los supuestos a), b) o c) mencionados anteriormente, bastará con dar audiencia a la entidad interesada. En los casos de sanción, se habrán de seguir los procedimientos específicos previstos en la LIIC.
3. La resolución que acuerde la revocación será inmediatamente ejecutiva. Una vez notificada, la SGIIC no podrá realizar nuevas actuaciones relacionadas

---

<sup>83</sup>Artículo 85.1 c) de la LIIC: 1. Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá a la entidad infractora una o más de las siguientes sanciones:

c) Revocación de la autorización con exclusión definitiva de los registros especiales. En el caso de IIC extranjeras o sociedades gestoras comunitarias, la sanción de revocación, cuando proceda, será sustituida por la prohibición de operar o ser comercializada en España.

con su objeto social. La resolución deberá inscribirse en el Registro Mercantil y en el registro de la CNMV. Asimismo, se publicará en el BOE, produciendo desde entonces efectos frente a terceros.

4. El Ministro de Economía y Hacienda podrá acordar, a propuesta de la CNMV, que la revocación conlleve la disolución forzosa de la entidad. En estos supuestos, la CNMV podrá, en aras de la protección de los partícipes y accionistas de las IIC gestionadas, acordar todas las medidas cautelares que se estime pertinentes y, en especial:
  - a. Acordar el traspaso a otra SGIIC de la gestión del efectivo, los valores negociables y demás instrumentos financieros, bienes y derechos gestionados.
  - b. Nombrar a los liquidadores.
  - c. Intervenir las operaciones de liquidación.
5. Cuando la SGIIC acuerde su disolución por alguna de las causas previstas en el artículo 260 de la Ley de Sociedades Anónimas, se entenderá revocada la autorización.

#### (iv) Suspensión

Cuando concurra alguno de los supuestos previstos en el artículo 52 de la LIIC, la CNMV podrá suspender, con carácter total o parcial, los efectos de la autorización concedida a una SGIIC. En caso de suspensión parcial, afectará a alguna de las IIC gestionadas o a alguna de las facultades. En el acto de suspensión podrán acordarse las medidas cautelares que se estimen pertinentes.

Los supuestos específicos de suspensión son:

- a. Apertura de un expediente sancionador por infracción grave o muy grave.
- b. Cuando se dé alguna de las causas previstas en los párrafos e), f), g) o i) del apartado 1 del artículo 49 de la LIIC, en tanto se sustancie el procedimiento de revocación.
- c. Cuando se dé el supuesto previsto en el artículo 45.7 de la LIIC, es decir, cuando se efectúe una adquisición que fuera objeto de comunicación, a los efectos del régimen de participaciones significativas.
- d. Como sanción.

La suspensión sólo se acordará cuando, dándose una de las causas previstas en el apartado anterior, la medida sea necesaria para proteger a los partícipes o accionistas de la IIC gestionada, o en su caso, a otros clientes de la institución. No podrá acordarse, salvo que se trate de una sanción, por un plazo superior a un año, prorrogable por otro más.

### (v) Sustitución

La sustitución de una SGIIIC puede obedecer a causas voluntarias o forzosas (art. 53 LIIC y art. 84 RIIC)<sup>84</sup>:

#### ■ Voluntarias

La sociedad gestora podrá solicitar su sustitución como tal, cuando así lo estime pertinente, mediante escrito presentado a la CNMV por el depositario, la antigua sociedad gestora y por la nueva sociedad gestora, la cual se declarará dispuesta a aceptar tales funciones, interesando la correspondiente autorización. Excepcionalmente, la CNMV podrá autorizar dicha sustitución aún cuando sea solicitada unilateralmente por la sociedad gestora. En ningún caso podrá la SGIIIC que pretenda ser sustituida renunciar al ejercicio de sus funciones mientras no se hayan cumplido los requisitos y trámites para la designación de su sustituta.

#### ■ Forzosas

El procedimiento concursal de la sociedad gestora no produce de derecho la disolución de la IIC administrada, pero aquella cesará en la gestión del fondo, o en la de los activos de sociedades de inversión y en el resto de las actividades que haya sido autorizada a realizar, iniciándose los trámites para la sustitución de la gestora en la forma y condiciones que se fijen reglamentariamente. La CNMV podrá acordar dicha sustitución aún cuando no sea solicitada por la sociedad gestora.

## 3.6.7 Obligaciones y responsabilidad de las SGIIIC

### 3.6.7.1 Obligaciones de las SGIIIC

Las SGIIIC deben cumplir esencialmente las siguientes obligaciones previstas en la LIIC (art. 46 LIIC y art. 81 RIIC):

- a) Comunicar a la CNMV aquellos cambios en las condiciones de la autorización que puedan ser relevantes con relación a las facultades y a la labor supervisora de la CNMV.
- b) Informar a la CNMV de las inversiones en que materialicen sus recursos propios y por cuenta de los fondos y sociedades que administren.
- c) Informar a la CNMV de forma periódica sobre la composición de su accionariado o de las alteraciones que en el mismo se produzcan en los términos que se establezcan reglamentariamente. Tal información comprenderá, necesariamente, la relativa a la participación de otras entidades financieras en su capital, cualquiera que fuera su cuantía. Reglamentariamente se establecerá en qué casos la información suministrada tendrá carácter público.

---

<sup>84</sup> "Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización" de Alberto Javier Tapia Hermida, Ed. Dykinson, 1998.

- d) En relación con los fondos gestionados, reglamentariamente se establecerán aquellos supuestos en los que, en atención a la relevancia cuantitativa y el carácter estable de la participación del fondo en el capital de una sociedad, la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales.

### 3.6.7.2 Responsabilidad de las SGIIC

Entre las responsabilidades de las SGIIC se encuentra la de actuar en beneficio de los partícipes o accionistas de las instituciones cuyos activos administren, correspondiéndoles las facultades de dominio sobre el patrimonio del fondo, sin ser propietaria del mismo, ejerciéndolas en interés de los partícipes, de acuerdo con lo dispuesto en la LIIC, en sus normas de desarrollo y en el reglamento de gestión. Podemos destacar dos parámetros esenciales para valorar el modo de cumplimiento de las concretas obligaciones por parte de las SGIIC<sup>85</sup>:

- a) El primero consiste en la diligencia técnica en la gestión, porque a la SGIIC le es exigible un conocimiento suficiente de los mercados financieros para gestionar las IIC de forma óptima. A ello atienden los requisitos recogidos en el artículo 43 de la LIIC relativos a la necesidad de que en los administradores y directivos concurra honorabilidad y profesionalidad, una buena organización administrativa y contable, medios humanos y técnicos adecuados y procedimientos y mecanismos de control internos.
- b) El segundo parámetro es la lealtad o fidelidad en el cumplimiento de sus obligaciones que resulta especialmente exigible dada la carencia de personalidad jurídica del fondo, lo que hace necesario que en las relaciones institucionales entre la SGIIC y los partícipes del fondo que administra sea recomendable tomar en consideración no sólo los parámetros de conducta del comisionista o mandatario establecidos por la normativa mercantil, sino también los nuevos criterios establecidos en los art. 127, 127 bis y 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas.

Asimismo, señala la LIIC, en su artículo 46.4, que “*la sociedad gestora será responsable frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que causare por incumplimiento de sus obligaciones legales*”. Por su parte, el artículo 62.2 del mismo texto indica que “*El depositario está obligado a exigir a la sociedad gestora responsabilidad en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes*”.

Existen, pues, dos vías de exigencia de responsabilidad a la SGIIC: una vía directa, por los partícipes; y una vía indirecta, a través del depositario.

Por su parte, las SGIIC también deben velar por el cumplimiento de las funciones propias del depositario, para lo que el artículo 46.3 de la LIIC establece que “*la*

---

<sup>85</sup> “La ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una Aproximación General a su Contenido” Alberto Javier Tapia Hermida, cit. P. 203.

*sociedad gestora está obligada a exigir al depositario responsabilidad en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes”.*

Para el cumplimiento de estas obligaciones de vigilancia recíproca, los citados artículos contemplan dos tipos de obligaciones de información:

- Suministro recíproco de la información necesaria para el cumplimiento de las respectivas funciones.
- Comunicación a la CNMV de cualquier anomalía detectada en las funciones de custodia del depositario (obligación a cargo de la SGIIC) o en la funciones de gestión de los activos (obligación a cargo del depositario).

Por tanto, se puede concluir que las SGIIC tienen regímenes especiales de responsabilidad civil y administrativa, estando sometidas a la inspección y supervisión de la CNMV y al régimen sancionador y de intervención establecido para las IIC, en general.

### **3.6.7.3 Prohibiciones de las SGIIC**

Las SGIIC no podrán emitir obligaciones, pagarés o efectos análogos, ni dar en garantía o pignorar los activos en que se materialicen sus recursos propios mínimos. Asimismo, sólo podrán acudir al crédito para financiar los activos de libre disposición con un límite máximo del 20 por 100 de sus recursos propios.

### **3.6.8 Contabilidad de las SGIIC**

Las SGIIC deben ajustar su contabilidad a lo previsto en la Circular 5/1992, de 28 de octubre (modificada por la Circular 7/1998 de 16 de diciembre y la Circular 2/2004 de 31 de marzo), de la CNMV sobre normas contables y estados financieros reservados de las SGIIC y SGC. Deberán remitir a la CNMV sus cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría dentro de los 15 días siguientes a su aprobación por la Junta General de accionistas (art. 3 de la OM de 31 de julio de 1991) y una serie de estados reservados con diverso alcance y periodicidad, ajustándose a los modelos contenidos en las normas 5<sup>a</sup> y 6<sup>a</sup> de la Circular 5/1992<sup>86</sup>.

Respecto a la auditoría de cuentas de las SGIIC, deberán someterse a lo dispuesto en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, ajustándose al ejercicio económico del año natural y a lo previsto en el artículo 92, párrafo c) de la LMV<sup>87</sup>.

Reglamentariamente<sup>88</sup>, se establecen los coeficientes mínimos de inversión, diversificación y endeudamiento que deberán cumplir en todo momento.

---

<sup>86</sup>Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2<sup>a</sup> edición Cáalamo.

<sup>87</sup>Artículo 92.c) LMV: “La Comisión Nacional del Mercado de Valores mantendrá, con el carácter de registros oficiales, a los que el público tendrá libre acceso:

c) Un registro que contendrá los informes de auditoría de cuentas exigidos en virtud de lo previsto en la presente Ley y los requerimientos oficiales de la Comisión sobre remisión de los mismos y ampliación o revisión de su contenido.”

<sup>88</sup> Artículos 70, 71 y 72 del RIIC.

### **3.6.9 Participaciones significativas**

Por participación significativa de una sociedad gestora, se entiende toda participación que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el cinco por ciento del capital o de los derechos de voto de la sociedad. También tendrá la consideración de participación significativa, según se establece en el art. 45.1 de la LIIC, aquella que sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la sociedad. El artículo 79.2 del RIIC precisa que por influencia notable se entiende la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del consejo de administración de la SGIIC.

Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una SGIIC, o incrementar, directa o indirectamente su participación significativa de tal forma que su porcentaje de capital o derechos de voto alcance o sobrepase el 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% ó 75%, deberá informar previamente a la CNMV que, en el plazo máximo de un mes, podrá oponerse a la adquisición comunicada. El incumplimiento de estos deberes se sanciona con la pérdida de los derechos políticos de las participaciones irregularmente adquiridas, la eventual suspensión de actividades, la intervención de la SGIIC, la sustitución de sus administradores o una sanción de las previstas en el Título VI de la LIIC.

Del mismo modo, toda persona física o jurídica que, directa o indirectamente, pretenda dejar de tener una participación significativa en una sociedad gestora, reduciendo así su participación por debajo de los niveles porcentuales señalados anteriormente, deberá informar también previamente a la CNMV. El incumplimiento de este deber también será sancionado según lo previsto en la Ley.

Finalmente, también la propia SGIIC deberá comunicar a la CNMV, cuando tenga conocimiento de ello, las adquisiciones o cesiones de participaciones en su capital que superen alguno de los umbrales citados. Además, no inscribirán en su libro registro de accionistas las transmisiones de acciones que estén sometidas a la obligación de comunicación a la CNMV, en tanto no se justifique la no oposición de la CNMV o se acredite que ha transcurrido el plazo de que dispone para oponerse (art. 45.9 LIIC).

### **3.6.10 Delegación de la gestión**

#### **3.6.10.1 Autorización de la CNMV y registro**

A partir de la entrada en vigor del RIIC es preciso contar con la autorización de la CNMV para la delegación por las SGIIC en una o varias entidades de las actividades de gestión de activos, servicios contables en relación a la gestión de la IIC, valoración y determinación del valor liquidativo y control del cumplimiento de la normativa financiera aplicable.

El acuerdo o acuerdos de delegación serán inscritos en el correspondiente registro de la CNMV, de acuerdo con el procedimiento previsto en la Ley y en el

Reglamento para las modificaciones de los estatutos sociales y reglamentos. Además los folletos de la IIC deberán recoger expresamente la existencia de las referidas delegaciones y detallar su alcance (art. 68. 2 RIIC).

### **3.6.10.2 Delegación de funciones**

El artículo 68 del RIIC se refiere a la posibilidad de que las SGIIC puedan delegar la gestión de los activos y la administración de las IIC en otras entidades que cuenten con la capacidad y cualificación necesarias para desempeñarlas, teniendo en cuenta la naturaleza de las funciones delegadas. La SGIIC que delegue funciones deberá establecer procedimientos adecuados de control de la actividad de la entidad en la que se efectúa la delegación.

Los principios fundamentales de la delegación de funciones son:

- La delegación de funciones por una SGIIC no limita su responsabilidad respecto a sus obligaciones legales.
- No es admisible la delegación que implique que la SGIIC se convierta en una entidad instrumental o vacía de contenido. En ningún caso, la SGIIC puede delegar la totalidad de sus funciones en relación con las IIC gestionadas.
- La SGIIC delegante podrá dar instrucciones adicionales o revocar la delegación con efecto inmediato en interés de los inversores.
- La SGIIC delegante establecerá procedimientos de control, que deberán ser remitidos a la CNMV acompañando la solicitud de autorización.

La entidad o entidades en las que se deleguen las funciones deberán contar con las cualificaciones y la capacidad para desempeñarlas, teniendo en cuenta la naturaleza de las funciones delegadas.

La gestión de activos sólo puede ser delegada en otras SGIIC o en una entidad autorizada para realizar la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras.

En el caso de delegaciones de la gestión de los activos de un fondo de inversión, la autorización de tal delegación conferirá a los partícipes del mismo el derecho al reembolso de sus participaciones sin comisión o descuento de reembolso ni gasto alguno.

En el caso de la delegación de la gestión de los activos en una entidad extranjera, ésta debe estar domiciliada en un Estado Miembro de la OCDE, estar sometida a supervisión prudencial, y ofrecer garantías similares a las exigidas a las SGIIC españolas. Asimismo, deberá existir un convenio de colaboración bilateral entre la CNMV y la autoridad que tenga encomendadas funciones equivalentes en el Estado en el que tenga su sede la entidad que ampare la supervisión de esta materia, o la obligación de cooperación entre los organismos supervisores en aplicación de la normativa comunitaria.

No se podrá delegar en el depositario la gestión de los activos, el control del cumplimiento de la normativa financiera aplicable, o las funciones de administración, salvo en el caso de sustitución forzosa, ni en ninguna otra entidad cuyos intereses puedan entrar en conflicto con los de la SGIIC o los de los partícipes o accionistas. Tampoco resultará posible delegar tales funciones en la misma entidad en quien el depositario haya delegado la custodia de los activos de la IIC. Estas previsiones resultan desde luego coherentes con la separación de funciones que la normativa predica entre la SGIIC y el depositario, entidades que, como se ha dicho, soportan un deber de vigilancia recíproca.

Los contratos de delegación de funciones deben celebrarse por escrito. Con carácter general, la CNMV no requiere copia de estos contratos. Por el contrario, los modelos normalizados aplicables a los expedientes de autorización de SGIIC o de inscripción de acuerdos de delegación de funciones administrativas realizan una serie de preguntas acerca del contenido de los contratos. Tales preguntas tienen una doble finalidad: de una parte, control administrativo y, por otra, revisten un cierto carácter didáctico, que oriente a las SGIIC en la redacción de dichos contratos, pues las mencionadas preguntas tienden a que los contratos de delegación recojan estándares mínimos fijados por organizaciones internacionales (IOSCO<sup>89</sup> y Joint Forum<sup>90</sup>) en materia de *outsourcing* financiero.

### **3.6.11 Actuación transfronteriza**

Las SGIIC autorizadas en España podrán ejercer la actividad a que se refiere la autorización en otros Estados miembros de la Unión Europea, ya sea a través del establecimiento de una sucursal, ya sea mediante la libre prestación de servicios (art. 54 LIIC).

#### **3.6.11.1 Sucursales de SGIIC**

A estos efectos se entiende por sucursal, una sede de explotación que constituya una parte, desprovista de personalidad jurídica, de una SGIIC, que efectúe directamente, de modo total o parcial, las operaciones inherentes a la actividad de una SGIIC. Se considerarán una sucursal todas las sedes de explotación creadas en territorio español por una SGIIC extranjera (art. 85 RIIC).

Toda SGIIC autorizada en España que desee establecer una sucursal en el territorio de otro Estado Miembro deberá notificarlo a la CNMV. En la notificación a la CNMV deberá indicarse (art. 54.2 LIIC):

- a) El Estado Miembro en cuyo territorio se proponga establecer la sucursal.
- b) El programa de funcionamiento que establezca las actividades y servicios que se proponga realizar y la estructura de la organización de la sucursal.

<sup>89</sup>IOSCO: "Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries", Febrero de 2005.

<sup>90</sup>The Joint Forum: "Outsourcing in Financial Services", Febrero de 2005. Puede consultarse el documento en Internet en [www.bis.org/publ/joint12.pdf](http://www.bis.org/publ/joint12.pdf).

- c) La dirección en el Estado Miembro de acogida en la que puedan serle requeridos los documentos.
- d) El nombre de los directivos responsables de la sucursal.

La CNMV deberá remitir toda la información aportada por la sociedad gestora al Estado Miembro de acogida en el plazo de tres meses a partir de la recepción de la totalidad de la información.

### **3.6.11.2 Actuación en Estados Miembros de la Unión Europea de las SGIIC autorizadas en España**

Toda SGIIC autorizada en España que desee ejercer por primera vez su actividad en el territorio de otro Estado Miembro al amparo de la libre prestación de servicios, deberá notificarlo a la CNMV. También deberá efectuarse la notificación en el caso de que la sociedad gestora encomiende a terceros la comercialización de acciones y participaciones de IIC en el Estado Miembro de acogida. En la notificación deberá indicarse:

- a) El Estado Miembro en cuyo territorio se proponga operar.
- b) El programa de funcionamiento en el que se establezcan las actividades y servicios que se proponga realizar, así como la identificación de los terceros a los que encomienden la comercialización de acciones y participaciones de IIC.

La CNMV deberá remitir toda la información aportada por la sociedad gestora al Estado Miembro de acogida en el plazo de un mes a partir de la recepción de la totalidad de la información. En caso de modificación del contenido de la información, la SGIIC comunicará por escrito dicha modificación a la CNMV antes de hacerla efectiva (art. 54.4 LIIC).

En el supuesto de haber sido adoptada cualquier medida destinada a prevenir o sancionar la comisión de actos contrarios a las disposiciones legales o reglamentarias por parte de una sociedad gestora autorizada en España, habrá que informar a las autoridades competentes del Estado Miembro de acogida con el fin de facilitar el ejercicio de sus facultades de supervisión (art. 54.5 LIIC).

### **3.6.11.3 Actuación en Estados no Miembros de la Unión Europea de las SGIIC autorizadas en España**

Las SGIIC que pretendan abrir una sucursal en un Estado no Miembro de la Unión Europea deberá solicitarlo previamente a la CNMV y acompañar, junto a la información del Estado en cuyo territorio pretendan establecer la sucursal y el domicilio previsto para ella, la información prevista para el establecimiento de una sucursal.

La CNMV dictará una resolución motivada y la notificará en el plazo máximo de tres meses a partir de la recepción de la solicitud, o, en su caso, del momento en que se complete la remisión de la documentación correspondiente (art. 87. 2 RIIC).

### **3.6.11.4 Actuación en España de SGIIC autorizadas en otros Estados Miembros de la Unión Europea**

De acuerdo con lo establecido en la Directiva 85/611/CEE, se permite a las sociedades gestoras autorizadas en otro Estado Miembro realizar en España aquellas actividades contenidas en su autorización. Para ello, podrá la gestora extranjera optar entre el régimen de libre prestación de servicios o la apertura de una sucursal.

Esta posibilidad no podrá verse limitada mediante la exigencia por la autoridad española de una autorización previa (pues así lo establece el artículo 55.3 de la LIIC), ni condicionada a la aportación de un fondo de dotación ni requisito equivalente (pues así lo prohíbe el apartado 2 del mismo artículo).

El artículo 55 de la LIIC contiene el procedimiento para dotar de eficacia a la posibilidad de actuación transfronteriza, que parte de la recepción por la CNMV de una comunicación de la autoridad de origen, que deberá contener la identificación de la gestora, los responsables de su actuación en territorio español, el programa de actividades y la indicación de una dirección de contacto en el territorio español.

La CNMV podrá indicar a la gestora extranjera las condiciones en las que, por razón de interés general, debe ejercer su actividad en España, en particular en lo relativo a las normas de conducta en caso de prestación de los servicios de gestión individualizada de carteras, custodia y asesoramiento sobre inversiones. También podrá exigirles la información necesaria para el cumplimiento de sus funciones y, en el caso de que hayan optado por el establecimiento de una sucursal en territorio español, cualquier otra información de carácter periódico con fines estadísticos.

### **3.6.11.5 Sociedades gestoras no comunitarias**

A las sociedades gestoras no comunitarias que pretendan abrir una sucursal en España y a las comunitarias no sometidas a la Directiva 85/611/CEE, les será de aplicación:

- a) El procedimiento de autorización previsto en el artículo 41 de la LIIC. Si pretenden prestar servicios sin sucursal deberán ser autorizadas en la forma y condiciones que se fijen. En ambos casos la autorización podrá ser denegada, o condicionada, por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a la entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de la normativa establecida en esta Ley y en su desarrollo reglamentario, a la que deberán ajustarse a su funcionamiento.
- b) También quedará sujeta a la previa autorización de la CNMV, la creación por una SGIIC española o un grupo de sociedades gestoras españolas de una sociedad gestora extranjera, o la adquisición de una participación en una sociedad gestora ya existente, cuando dicha sociedad gestora extranjera vaya a ser constituida o se encuentre domiciliada en un Estado que no sea Miembro de la Unión Europea.

## 3.7 DEPOSITARIO

### 3.7.1 Concepto

Los depositarios son las entidades a las que se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como la vigilancia de la gestión de las SGIIC y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria y las demás funciones que les asigna la Ley. Se exige como requisito que los depositarios tengan su domicilio social o, en su defecto, una sucursal en España.

Pueden ser depositarios los bancos, las cajas de ahorros (incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorros), las cooperativas de crédito, las sociedades y las agencias de valores. Todos ellos deberán ostentar la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar, sea como tal o a través de otra entidad participante. En este último caso, la entidad participante deberá tener desglosada la cuenta de terceros. Dichas entidades sólo podrán utilizar la denominación de depositario de IIC cuando desarrollen las funciones de depositaría de las mismas.

Quienes ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad depositaria deberán reunir los requisitos de idoneidad que establezca su legislación específica. Además, el director general o asimilado del que dependa el área de depositario de IIC deberá contar con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores.

Sólo se permite tener un único depositario por cada institución. Salvo que la normativa lo autorice con carácter excepcional, ninguna entidad podrá ser, simultáneamente, gestora y depositaria de una misma institución.

Cuando el depositario cuente con calificación crediticia concedida por una agencia de calificación reconocida por la CNMV se hará constar en los informes semestral y trimestral que publiquen las SGIIC o las SI.

### 3.7.2 Acceso a la condición de depositario de IIC

Los depositarios de las IIC deberán obtener una autorización de la CNMV e inscribirse en el correspondiente Registro administrativo de la misma. Con el fin de conseguir dicha autorización, se deberá presentar solicitud a la CNMV. La resolución relativa a dicha autorización se notificará en el plazo máximo de los 15 días siguientes a la fecha de entrada de la solicitud en el registro de la CNMV o al momento en que se complete la documentación necesaria para acreditar el cumplimiento de los requisitos exigibles de acuerdo con la LIIC y disposiciones de desarrollo y, en todo caso, dentro del mes siguiente a su recepción.

Cuando la solicitud no sea resuelta en el plazo anteriormente señalado podrá entenderse estimada con los efectos previstos en la Ley 30/1992, de 26 de noviem-

bre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

La CNMV sólo podrá denegar la autorización para ser depositario cuando la entidad no cumpla los requisitos normativos exigidos a los depositarios o no cuente con los medios adecuados para la realización de las obligaciones que la ley les impone y que se analizan en el apartado siguiente.

### **3.7.3 Obligaciones**

La normativa sobre IIC dedica especial atención a las funciones de depósito, administración de valores y de vigilancia y supervisión que se encomiendan al depositario. Todo ello refleja la voluntad del regulador de que el depositario adquiera un papel fundamental en la protección de los intereses de los inversores y, en consecuencia, en la supervisión de la actuación de la sociedad gestora o, en su caso, de los administradores de las sociedades de inversión.

Los depositarios de las IIC deberán cumplir las siguientes obligaciones:

- a) Redactar el reglamento de gestión de los FI y otorgar el documento de constitución, así como los de modificación o liquidación. Dichas funciones deberán ser desarrolladas de manera conjunta con la sociedad gestora.
- b) Asumir ante los partícipes o accionistas la función de vigilancia de la gestión realizada por las sociedades gestoras de los fondos de inversión o por los administradores de las SI. A este fin, comprobarán especialmente que se respetan los límites a las inversiones y coeficientes previstos en la LIIC.

El cumplimiento de esta función de vigilancia y supervisión conllevará para los depositarios las siguientes obligaciones:

- Recabar mensualmente de la sociedad gestora o de los administradores de las SICAV la información suficiente que les permita desempeñar correctamente esta función.
- Realizar las comprobaciones oportunas para contrastar la exactitud, calidad y suficiencia de la información señalada en el párrafo anterior, así como de toda la restante información, documentación y publicidad que la sociedad gestora o, en su caso, los administradores de la SICAV deban remitir a la CNMV, de conformidad con la normativa vigente.
- Remitir a la CNMV un informe semestral sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, en el que pondrán de manifiesto la exactitud, calidad y suficiencia de la información que les remita la sociedad gestora o, en su caso, los administradores de la SICAV, para poder cumplir su función de supervisión y vigilancia, así como de la restante información, documentación y publicidad a la que se refiere el apartado anterior. El informe deberá incluir todos los incumplimientos normativos o anomalías detectados por el depositario en la gestión o administración de las IIC.

- Sin perjuicio de lo dispuesto en los párrafos anteriores, el depositario deberá informar sin tardanza por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que detecte en la gestión o administración de las IIC y que revista una especial relevancia.
- c) Emitir, en unión con la sociedad gestora, los certificados de las participaciones en los fondos de inversión que estén representadas a través de dichos títulos. Asimismo, podrán solicitar a las entidades encargadas de los registros contables, por cuenta y en nombre de los partícipes, la expedición de los certificados a los que alude el artículo 12 de la LMV, cuando se trate de participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta.
  - d) Velar por la regularidad de las suscripciones de participaciones, cuyo neto abonarán en la cuenta de los fondos.
  - e) Satisfacer, por cuenta de los fondos, los reembolsos de participaciones, cuyo importe neto adeudará en la cuenta del fondo. A este fin, le corresponde supervisar los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones.
  - f) Velar por los pagos de los dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación, así como cumplimentar las órdenes de reinversión recibidas.
  - g) Cumplimentar, en su caso, por cuenta de las instituciones, las operaciones de compra y venta de valores, así como cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos.
  - h) Velar por el respeto de la legalidad en la actuación de la sociedad gestora cuando actúe como comercializadora de fondos de inversión.
  - i) Ejercer las funciones de depósito o administración de valores pertenecientes a las IIC, responsabilizándose en los casos en que no desarrollen directamente las mismas por haberlas delegado.

A tal fin, los depositarios recibirán los valores de las IIC y los constituirán en depósito, garantizarán su custodia y expedirán los resguardos justificativos. Para ello, los depositarios y la sociedad gestora deberán establecer los mecanismos y procedimientos adecuados para garantizar que, en ningún caso, la disposición de los activos de la IIC se haga sin su consentimiento y autorización. Entre otros, tales procedimientos deberán afectar a las cuentas corrientes en otras entidades de crédito, los saldos transitorios asociados a la operativa con valores, operaciones bilaterales e inversiones en otras IIC.

El depósito de valores en el exterior, en todo caso, deberá garantizar que la propiedad, el pleno dominio y libre disposición de los activos pertenezcan, en todo momento, a la IIC.

Asimismo, corresponderá a los depositarios recibir y custodiar los activos líquidos de las IIC. La tesorería deberá estar depositada en una entidad de depósito

to, entendiéndose por tales los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito. También podrán mantener saldos transitorios asociados a la liquidación de compraventas de valores en otros intermediarios financieros que legalmente estén habilitados para el mantenimiento de dichos saldos.

- j) Realizar cualquier otra función que sirva para la mejor ejecución o como complemento de las funciones de custodia y vigilancia.

### **3.7.4 Sustitución**

El depositario podrá solicitar su sustitución, cuando así lo estime pertinente, mediante escrito presentado conjuntamente a la CNMV por la sociedad gestora, el antiguo depositario y el nuevo. Este último se declarará dispuesto a asumir tales funciones, interesando la correspondiente autorización. Excepcionalmente, la CNMV podrá autorizar dicha sustitución aun cuando sea solicitada unilateralmente por el depositario o, en su caso, por la sociedad gestora.

En ningún caso podrá el depositario renunciar al ejercicio de sus funciones mientras no se hayan cumplido los requisitos y trámites para la designación de un sustituto. Si no fuera posible sustituir al depositario por otro, la IIC quedará disuelta y se abrirá el período de liquidación, que se realizará por la sociedad gestora.

En caso de que el depositario incurra en procedimiento concursal, cesará en sus funciones, iniciándose los trámites para su sustitución; sin que, sin embargo, dicho procedimiento concursal suponga la disolución de la institución cuyos activos custodia.

### **3.7.5 Responsabilidad**

Los depositarios deben actuar siempre de manera independiente y en interés de los inversores en IIC, debiendo cumplir todas sus obligaciones con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal<sup>91</sup>. Esto implica que los depositarios serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causen por el incumplimiento de sus obligaciones legales.

La responsabilidad del depositario podrá ser reclamada por los partícipes bien de forma directa, bien indirectamente a través de la sociedad gestora. No obstante, ésta no estará obligada a hacer tal reclamación sino cuando lo soliciten partícipes que representen, al menos, el diez por ciento del patrimonio de la IIC gestionado por la SGHIC.

Los depositarios serán, también, responsables de la custodia de los activos de las instituciones, aún en el supuesto de que hayan confiado a un tercero la custodia de parte o de la totalidad de los mismos.

<sup>91</sup> Los depositarios podrán pedir a la sociedad gestora toda la información que necesiten para el ejercicio de sus funciones y están obligados a comunicar a la CNMV cualquier anomalía que detecten en la gestión de las instituciones cuyos activos tienen en custodia.

Por su parte, el depositario está obligado –en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes– a exigir responsabilidad a la sociedad gestora, como ya se indicó en el apartado 3.6.7.2.

### **3.7.6 Suspensión**

La CNMV, en su caso, previo informe del Banco de España, podrá suspender los efectos de la autorización concedida a un depositario de IIC. La suspensión puede tener carácter total o parcial. En caso de ser parcial, afectará exclusivamente a alguna o algunas de las IIC respecto de las cuales se ejerce la función de depósito, o a alguna de las funciones previstas en la LIIC para los depositarios.

En el acto de suspensión se podrán adoptar las medidas cautelares que se estimen pertinentes y, en particular, podrá acordarse el traspaso de los activos y fondos de las IIC de los que fuera depositario a una tercera entidad habilitada a tal efecto. Salvo cuando se imponga como sanción<sup>92</sup>, la suspensión no se podrá acordar por un plazo superior a un año, prorrogable por otro más.

La suspensión se podrá acordar cuando se dé alguno de los siguientes supuestos:

- a) Apertura de un expediente sancionador por falta grave o muy grave.
- b) Cuando se incumplan las condiciones previstas en la autorización u otras obligaciones previstas en la LIIC.
- c) En los supuestos de procedimiento concursal o intervención de la entidad.
- d) Como sanción, según lo previsto en la LIIC<sup>93</sup>.

## **3.8 NORMAS DE CONDUCTA, SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN**

### **3.8.1 Normas de conducta**

#### **3.8.1.1 Reglamento Interno de Conducta y normas de conducta**

Las SGIIC, las entidades depositarias y aquellas IIC que revistan la forma de sociedad y cuya gestión integral no esté encomendada a una SGIIC, las entidades comercializadoras, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados, deberán elaborar un Reglamento Interno de Conducta, de obligado cumplimiento, que regulará la actuación de sus órganos de administración, empleados y representantes.

---

<sup>92</sup>Artículo 85.1, d) LIIC. “Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá a la entidad infractora una o más de las siguientes sanciones:

d) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones que pueda realizar el infractor por un plazo no superior a cinco años.”

<sup>93</sup>Ver nota anterior.

Cuando las entidades referidas en el párrafo anterior ya tengan, en aplicación de otra normativa, la obligación de elaborar un reglamento interno de conducta, podrán integrar en éste las normas específicas referidas a su actividad en el ámbito de la inversión colectiva.

Los reglamentos internos de conducta tienen que estar inspirados en los principios citados en las normas a que se refiere el artículo 65 LIIC, en el Código general de conducta de los mercados de valores y en sus normas de desarrollo. Específicamente, deben establecer procedimientos de control interno que acrediten que las decisiones de inversión a favor de una determinada IIC o cliente, se adoptan con carácter previo a la transmisión de la orden al intermediario. Asimismo, deben disponer de criterios objetivos y preestablecidos para la distribución o desglose de operaciones que afecten a varias IIC o clientes, que garanticen la equidad y no discriminación entre ellos.

Los reglamentos internos de conducta deberán remitirse a la CNMV previamente a su aplicación, la cual podrá efectuar recomendaciones. Si ésta apreciase disconformidad entre el contenido del reglamento y lo dispuesto en la legislación aplicable a las IIC, lo notificará a la entidad, que deberá realizar las modificaciones necesarias que aseguren su cumplimiento.

El incumplimiento de lo previsto en los reglamentos internos de conducta, podrá dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas, en los términos previstos en la LIIC.

Además del mencionado reglamento interno de conducta, las entidades obligadas a la elaboración del mismo están sujetas a las siguientes Normas de Conducta:

- a) las previstas en la LIIC, en el RIIC y las contenidas en el Título VII de la LMV (es decir, todas las normas que recoge este título, así como los códigos de conducta que, en desarrollo de estas normas, apruebe el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, y las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta) con las adaptaciones y especificaciones que, en su caso, se establezcan reglamentariamente, incluido el régimen sancionador para el incumplimiento de dichas normas.
- b) las dictadas en desarrollo de los preceptos a que se refiere el punto anterior, que apruebe el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV.

### **3.8.1.2 Operaciones en régimen de mercado**

Asimismo, como principio general, las IIC deberán efectuar sus transacciones sobre bienes, derechos, valores o instrumentos a precios y en condiciones de mercado, salvo que las operaciones se realicen en condiciones más favorables para la IIC.

### **3.8.1.3 Normas específicas para evitar conflictos de interés entre IIC gestionadas**

Cabe pensar que en la gestión de una pluralidad de IIC por una misma SGIIC ésta pudiera tender a beneficiar a unas en detrimento de otras. Por ello el artículo 98.2 de RIIC dispone dos previsiones al respecto.

De una parte, los reglamentos internos de conducta deberán establecer procedimientos de control interno que acrediten que las decisiones de inversión a favor de una determinada IIC se adopta con carácter previo a la transmisión de la orden al intermediario. Se evita así que la SGIIC, una vez conocidos los resultados de las operaciones ordenadas las asigne a las IIC de su preferencia.

De otra parte, con la misma finalidad, los reglamentos internos de conducta deberán establecer criterios objetivos para la distribución o desglose de operaciones que afecten a varias IIC, o clientes (en caso de que la SGIIC también realice la actividad de gestión discrecional de carteras), que garanticen la equidad y no discriminación entre ellos. En efecto, es una práctica muy habitual que, una vez el gestor ha establecido la conveniencia de comprar o vender un determinado valor, se curse al intermediario una única orden que afecte a una pluralidad de IIC o clientes. En esta situación, en la que bien puede no haber contrapartida para la totalidad del volumen ordenado o bien la orden ha podido trocearse en mercado y ejecutarse en distintos tramos y a distintos precios, se trata de que ninguno de los patrimonios gestionados resulte deliberadamente beneficiado o perjudicado en la asignación de precios o volúmenes.

### **3.8.1.4 Operaciones vinculadas**

Desde el punto de vista subjetivo, se entiende por operaciones vinculadas las que se realizan entre las personas que se enumeran a continuación:

- a) las SI con sus depositarios y, en su caso, con sus sociedades gestoras;
- b) las sociedades de inversión con quienes desempeñan cargos de administración y dirección en éstas o con quienes desempeñan cargos de administración y dirección en su entidad depositaria y, en su caso, su gestora;
- c) las SGIIC y los depositarios entre sí, cuando afectan a una IIC respecto de la que actúan como gestora y depositario respectivamente, y las que se realizan entre las sociedades gestoras y quienes desempeñan en ellas cargos de administración y dirección;
- d) las SGIIC, cuando afectan a una IIC respecto de la que actúan como gestora; por el depositario cuando afectan a una IIC respecto de la que actúa como depositario y por las sociedades de inversión, con cualquier otra entidad que pertenezca a su mismo grupo, según se define en el artículo 4 de la LMV.

Por su parte, objetivamente, tendrán la consideración de operaciones vinculadas las siguientes:

- a) El cobro de remuneraciones por la prestación de servicios a una IIC, excepto los que preste la sociedad gestora a la propia institución y los previstos en el artículo 7 del RIIC.
- b) La obtención por una IIC de financiación o la constitución de depósitos.
- c) La adquisición por una IIC de valores o instrumentos emitidos o avalados por alguna de las personas definidas anteriormente o en cuya emisión alguna de dichas personas actúe como colocador, asegurador, director o asesor.
- d) Las compraventas de valores.
- e) Toda transferencia o intercambio de recursos, obligaciones u oportunidades de negocio entre las sociedades de inversión, las sociedades gestoras y los depositarios, por un lado, y quienes desempeñen en ellos cargos de administración o dirección, por otro.
- f) Cualquier negocio, transacción o prestación de servicios en los que intervenga una IIC y cualquier empresa del grupo económico de la gestora, del depositario o de la SICAV o alguno de los miembros de sus respectivos consejos de administración u otra IIC o patrimonio gestionados por la misma entidad gestora u otra gestora del grupo.

Las operaciones vinculadas que se lleven a cabo entre las SGIIC y las sociedades de inversión que no hubieran delegado la gestión de sus activos en otra entidad, y quienes desempeñen en ellas cargos de administración y dirección, cuando representen para la SGIIC o la sociedad de inversión, o para la IIC que administren, un volumen de negocio significativo (la CNMV deberá determinar qué se entenderá, a los efectos de este artículo, por volumen de negocio significativo atendiendo a la dimensión de la SGIIC o la sociedad de inversión, el patrimonio administrado y la cuantía y características de la operación vinculada), deberán ser aprobadas por el Consejo de Administración de acuerdo con las siguientes reglas:

- a) El asunto deberá incluirse en el orden del día con la debida claridad.
- b) Si algún miembro del Consejo de Administración se considerase parte vinculada conforme a lo establecido en la Ley, deberá abstenerse de participar en la votación.
- c) La votación será secreta.
- d) El acuerdo deberá ser adoptado por mayoría de dos tercios del total de consejeros, excluyendo del cómputo a los consejeros que, en su caso, se abstengan por considerarse parte vinculada conforme a los criterios establecidos en la propia ley.
- e) Una vez celebrada la votación y proclamado el resultado, será válido hacer constar en el acta las reservas o discrepancias de los consejeros respecto al acuerdo adoptado.

Cuando las operaciones previstas fueran realizadas por medio de personas o entidades interpuestas también tendrán la consideración de operaciones vinculadas. A estos efectos, se entenderá que la operación se realiza por persona o entidad interpuesta cuando se ejecute por persona unida por vínculo de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad, hasta el cuarto grado inclusive, por mandatarios o fiduciarios o por cualquier entidad en la que los cargos de administración y dirección tengan, directa o indirectamente, un porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital o ejerzan en ella funciones de administración o dirección.

Para que una sociedad gestora pueda realizar las operaciones vinculadas previstas en este apartado, deberán cumplirse los siguientes requisitos:

- a) La sociedad gestora deberá disponer de un procedimiento interno formal, recogido en su reglamento interno de conducta, para cerciorarse de que la operación vinculada se realiza en interés exclusivo de la IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores que los de mercado. La confirmación de que estos requisitos se cumplen deberá ser adoptada por una comisión independiente creada en el seno del Consejo de Administración de la gestora o, alternativamente, por un órgano interno de la gestora al que se encomienda esta función. El procedimiento podrá prever sistemas simplificados de aprobación para operaciones vinculadas repetitivas o de escasa relevancia.
- b) La sociedad gestora deberá informar en los folletos y en la información periódica que las IIC publiquen, sobre los procedimientos adoptados para evitar los conflictos de interés y sobre las operaciones vinculadas realizadas en la forma y con el detalle que la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo determinen.
- c) La comisión u órgano interno a que se refiere el párrafo a) anterior deberá informar al Consejo de Administración, al menos una vez al trimestre, sobre las operaciones vinculadas realizadas.

Los requisitos anteriores serán exigibles a las sociedades de inversión cuando no hubieran delegado la gestión de sus activos en otra entidad que los cumpla. No serán exigibles los requisitos señalados en los párrafos anteriores a) y c) cuando la Junta General de accionistas autorice expresamente y con carácter previo a su realización, operaciones vinculadas de las previstas anteriormente.

### **3.8.1.5 Separación Gestora - Depositario**

Ninguna entidad podrá ser depositaria de IIC gestionadas por una sociedad perteneciente a su mismo grupo, ni de sociedades de inversión en las que se dé la misma circunstancia, salvo que la IIC o, en su caso, la sociedad gestora disponga de un procedimiento específico, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de interés. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente creada en el seno del Consejo de Administración o a un órgano interno de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión.

A estos efectos, el órgano al que se encomiende esta función elaborará, con la periodicidad que se determine reglamentariamente, un informe sobre el grado de cumplimiento de las exigencias previstas en este artículo que deberá remitirse a la CNMV. En el supuesto de que el informe reflejara salvedades sobre el correcto cumplimiento de tales exigencias, deberá procederse a la sustitución del depositario por otro que no pertenezca a su mismo grupo.

Los reglamentos internos de conducta de las sociedades gestoras o, en su caso, de las sociedades de inversión, así como de los depositarios, deberán arbitrar las medidas necesarias que garanticen que la información derivada de sus respectivas actividades no se encuentra al alcance, directa o indirectamente, del personal de la otra entidad; a tal efecto, separará físicamente los recursos humanos y materiales dedicados a la actividad de gestión y depositaría y los instrumentos informáticos que impidan el flujo de la información que pudiese generar conflictos de interés entre los responsables de una y otra actividad.

En particular, el reglamento interno deberá prever las siguientes normas de separación:

- a) La inexistencia de consejeros o administradores comunes.
- b) La dirección efectiva de la sociedad gestora por personas independientes del depositario.
- c) Que la sociedad gestora y el depositario tengan domicilios diferentes<sup>94</sup> y separación física de sus centros de actividad.

La sociedad gestora y, en su caso, la sociedad de inversión deberán manifestar, en los documentos informativos, el tipo exacto de relación que les vincule al depositario, tomando como referencia, en su caso, la enumeración de circunstancias contenidas en el artículo 4 de la LMV.

La sociedad gestora y, en su caso, la sociedad de inversión deberán hacer referencia, en el informe semestral y en el informe anual, a las operaciones de adquisición o venta de valores o instrumentos financieros en las que el depositario sea vendedor o comprador, respectivamente.

En la comisión independiente creada en el seno del Consejo de Administración o en el órgano interno de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión, constituidos para verificar el cumplimiento de los requisitos de separación del depositario, no deberá haber una mayoría de miembros con funciones ejecutivas en la entidad.

El informe sobre el grado de cumplimiento de las exigencias previstas en el artículo 68.2 de la Ley deberá ser elaborado con carácter anual y remitido a la CNMV en el plazo de un mes desde el cierre del ejercicio al que se refiera.

---

<sup>94</sup> En la práctica se viene admitiendo que gestora y depositario comparten domicilio, siempre y cuando se acredite la debida separación física entre entidades.

### 3.8.1.6 Abuso de mercado

El criterio de la CNMV es favorable a incorporar, en los Reglamentos Internos de Conducta de todas aquellas entidades obligadas a tenerlo, aquellas disposiciones referentes al abuso de mercado, derivadas del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre por el que se desarrolla la LMV, en materia de abuso de mercado, que a continuación abordamos sintéticamente.

El Real Decreto 1333/2005, se estructura en 16 artículos, ordenados en cuatro capítulos. El primer capítulo concreta el concepto de información privilegiada y el de manipulación de cotizaciones. Además, establece indicios de cuándo una determinada práctica puede constituir manipulación de cotizaciones. Por último, se fija el procedimiento y los elementos a tener en cuenta para que el supervisor español pueda declarar aceptada una práctica, bien en los mercados en los que se negocien instrumentos financieros derivados, bien a los efectos de valorar la inexistencia de manipulación de mercado.

El segundo capítulo regula las obligaciones de los emisores en materia de información relevante y detalla los medios y plazos para su comunicación al organismo supervisor, la posibilidad de retrasar su comunicación bajo determinadas circunstancias y la obligación de que el emisor cree registros de todas las personas que tengan acceso a tal información.

Las obligaciones de comunicación al supervisor por parte de los administradores y directivos del emisor en relación a las operaciones que efectúen sobre acciones y otros instrumentos financieros se regulan en el Capítulo III del Real Decreto 1333/2005.

Por último, el Capítulo IV regula las condiciones que han de cumplirse para la elaboración y presentación de recomendaciones de inversión y para, en su caso, desvelar los conflictos de interés que puedan afectar a quien elabore tal recomendación.

### 3.8.2 Supervisión e inspección

Quedan sujetos al régimen de supervisión e inspección de la LIIC:

- a) Las IIC.
- b) Las SGIIC.
- c) Los depositarios de IIC.
- d) Quienes realicen operaciones propias de cualquiera de los sujetos anteriores y, en general, las restantes personas físicas y jurídicas en cuanto puedan verse afectadas por las normas establecidas en la LIIC y sus disposiciones reglamentarias.

Corresponde a la CNMV, la inspección de las personas físicas y entidades mencionadas anteriormente y la vigilancia del cumplimiento de sus obligaciones, en cuanto no esté expresamente atribuida a otros organismos. Para el ejercicio de dichas

funciones, la CNMV podrá recabar de las referidas personas físicas y entidades cuantas informaciones estime necesarias y realizar cuantas inspecciones considere convenientes. Dichas inspecciones podrán versar sobre la situación legal, técnica y económico-financiera, así como sobre las condiciones en que ejercen su actividad, ya sea con carácter general o referidas a cuestiones concretas.

Asimismo la CNMV podrá exigir a las sociedades gestoras autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea, recogidas en el artículo 55 de la LIIC, que actúen en régimen de libre prestación de servicios, y a sus sucursales, la información necesaria para verificar el cumplimiento de la normativa aplicable. También podrá exigirles información con fines meramente estadísticos.

Si la CNMV observa que estas entidades incumplen las obligaciones de información allí previstas, u otras obligaciones que se establezcan en la Ley o su normativa de desarrollo, exigirá a la sociedad gestora que ponga fin a la situación irregular y si ésta no adopta las medidas oportunas, la CNMV informará de ello a la autoridad competente del Estado de origen. Si la sociedad gestora continúa realizando la conducta infractora a pesar, en su caso, de las medidas que haya adoptado la autoridad competente del Estado de origen, la CNMV, tras informar a aquella autoridad, podrá adoptar las medidas oportunas para evitar nuevas infracciones, incluido el ejercicio de la potestad sancionadora.

Excepcionalmente, con carácter previo a la adopción de las medidas dispuestas anteriormente, la CNMV podrá adoptar las medidas preventivas que considere necesarias para proteger los intereses de los inversores. Las medidas adoptadas deberán comunicarse a la Comisión Europea y a las autoridades competentes del Estado de origen, a la mayor brevedad posible.

Si la CNMV observa que las entidades vulneran las condiciones de acuerdo con las cuales deberá ejercerse la actividad prevista en el artículo 1 de la LIIC en el territorio español, podrá, por razones de interés general, adoptar las medidas necesarias para prevenir o sancionar la comisión de infracciones tipificadas. Dichas medidas deberán ser comunicadas a la Comisión Europea y a los Estados miembros afectados.

Si en virtud de lo establecido en los apartados anteriores, se impone la sanción de prohibición de actuación en España a la sociedad gestora, tal sanción será comunicada a la autoridad competente del Estado de origen.

### **3.8.3 Intervención y sustitución**

#### **3.8.3.1 Causas de intervención y sustitución**

Cuando las IIC o las SGIIIC se encuentren en una situación de excepcional gravedad que ponga en grave peligro su equilibrio patrimonial o el patrimonio de sus clientes, o que afecten a la estabilidad del sistema financiero o al interés general, podrá acordarse por la CNMV, dando cuenta razonada al Ministro de Economía y Hacienda, la intervención de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión, la

sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección, o la sustitución de la sociedad gestora. Estas medidas se mantendrán transitoriamente hasta que se supere la situación mencionada.

Lo dispuesto anteriormente será también aplicable en aquellos casos en que, existiendo indicios fundados de que concurre la situación de excepcional gravedad a que el mismo se refiere, la verdadera situación patrimonial de la SGIIC, del fondo de inversión, de la sociedad de inversión o de sus clientes, no pueda deducirse de su contabilidad y demás registros.

Las medidas de intervención podrán adoptarse durante la tramitación de un expediente sancionador o, con independencia del ejercicio de la potestad sancionadora, siempre que se produzca alguna de las situaciones previstas anteriormente.

Las resoluciones de la CNMV que pongan fin al procedimiento acordando la intervención o la sustitución en los supuestos previstos, podrán ser recurridas en alzada ante el Ministro de Economía y Hacienda.

### **3.8.3.2 Petición y adopción de los acuerdos de intervención o sustitución**

Los acuerdos de intervención o sustitución podrán adoptarse a petición fundada de la propia entidad. Podrán formular la petición, los administradores de la sociedad gestora o sociedad de inversión, el depositario y, en su caso, una minoría de accionistas que sea, al menos, igual a la que exija la legislación respectiva para instar la convocatoria de una Junta General extraordinaria.

Éstos se adoptarán previa audiencia de la sociedad gestora o sociedad de inversión interesada, durante el plazo que se le conceda al efecto, que no podrá ser inferior a cinco días. No obstante, tal audiencia no será necesaria en el caso de que haya precedido petición de la propia entidad o cuando el retraso que tal trámite origine comprometa gravemente la efectividad de la medida o los intereses económicos afectados.

El acuerdo designará a la persona o personas que hayan de ejercer las funciones de intervención o hayan de actuar como administradores provisionales e indicará si tales personas deben actuar conjunta, mancomunada o solidariamente.

Dicho acuerdo, de carácter inmediatamente ejecutivo, será objeto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado» y se inscribirá en el Registro Mercantil. Tanto la publicación como la inscripción citadas determinarán la eficacia del mismo frente a terceros.

Cuando ello resulte necesario para la ejecución del acuerdo de intervención o de sustitución de los administradores, podrá llegarse a la compulsión directa para la toma de posesión de las oficinas, libros y documentos correspondientes o para el examen de estos últimos.

### **3.8.3.3 Efectos de la intervención**

En el supuesto de intervención, los actos y acuerdos de cualquier órgano o de cualquier persona o grupo de personas con cualquier tipo de poder decisorio, ejecutivo, representativo o de control de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión que se adopten a partir de la fecha de publicación del acuerdo en el «Boletín Oficial del Estado», no serán válidos ni podrán llevarse a efecto sin la aprobación expresa de los interventores designados. Se exceptúa de esta aprobación el ejercicio de acciones o recursos para dichas entidades en relación con la decisión de intervención o con la actuación de los interventores.

Los interventores designados estarán facultados para revocar cuantos poderes o delegaciones hubieren sido conferidos por el Órgano de Administración de la entidad o por sus apoderados o delegados con anterioridad a la fecha de publicación del acuerdo. Adoptada tal medida, se procederá por los interventores a exigir la devolución de los documentos en que constaren los apoderamientos, así como a promover la inscripción de su revocación en los registros públicos competentes.

### **3.8.3.4 Efectos de la sustitución**

En el caso de sustitución del órgano de administración, los administradores provisionales designados tendrán el carácter de interventores respecto de los actos o acuerdos de la Junta General.

La obligación de formular las cuentas anuales de la entidad y la de aprobación de éstas y de la gestión social quedarán en suspenso, por plazo no superior a un año, a contar desde el vencimiento del plazo legalmente establecido al efecto, si el nuevo órgano de administración o los interventores estimaren razonadamente que no existen datos o documentos fiables y completos para ello.

Acordado por la CNMV el cese de la medida de sustitución, los administradores provisionales procederán a convocar inmediatamente la Junta General de la entidad, en la que se sustituirá a la sociedad gestora o se nombrará el nuevo órgano de administración. Hasta la toma de posesión de los nuevos administradores, los provisionales seguirán ejerciendo sus funciones.

### **3.8.3.5 Intervención pública en la disolución de una sociedad de inversión, de una sociedad gestora o de una entidad depositaria**

Resultará de aplicación a las situaciones concursales de las sociedades de inversión y de las SGIIC el régimen previsto en el artículo 76 bis de la Ley del Mercado de Valores.

Iniciado el procedimiento concursal de una entidad depositaria de valores de cualquier IIC, la CNMV podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para la institución, el traslado a otra entidad, habilitada para desarrollar esta actividad, de los valores depositados y las garantías constituidas, en valores o en efectivo, por cuenta de las IIC, incluso si tales activos se encuentran depositados en terceras entida-

des a nombre del depositario de la IIC o de la entidad a quien éste hubiere confiado el depósito. A estos efectos, tanto el juez competente como los órganos del procedimiento concursal, facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a la institución titular de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta.

### **3.9 LOS MERCADOS DE VALORES Y LAS IIC**

En este apartado analizaremos en primer lugar la relación general entre las IIC y el mercado de valores para, posteriormente, entrar en el análisis de cuestiones concretas, como son el valor liquidativo de los fondos de inversión, los fondos de inversión cotizados y el Mercado Alternativo Bursátil.

#### **3.9.1 Introducción**

El mercado de valores puede definirse como el espacio económico en el que se lleva a cabo la emisión, la intermediación, la negociación y la inversión en valores negociables y otros instrumentos financieros.

La exposición de motivos de la propia LIIC ya señala que la inversión colectiva es el canal natural para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales. Las IIC son instrumentos financieros que ponen al alcance del pequeño y mediano inversor prácticamente la totalidad de los mercados de valores mobiliarios nacionales e internacionales.

Así, como señala Tapia Hermida<sup>95</sup>, existen cuatro sistemas básicos de gestión de la inversión en valores:

1. La gestión directa por parte del inversor propietario de los valores.
2. La gestión encomendada por el titular de una cartera de valores a un intermediario financiero, para que la lleve a cabo de forma individualizada y de acuerdo con los objetivos personales de ese titular concreto.
3. La gestión realizada por varios inversores conjuntamente a través de los denominados “clubes de inversión”.
4. La gestión colectiva por la que un grupo de inversores concentran sus fondos para que sean invertidos y gestionados de forma común, ya sea a través de una estructura societaria o de una estructura fundacional o contractual.

Las IIC son el instrumento para la realización de este último sistema, permitiendo la profesionalización de la gestión de carteras de los ahorradores y la diversificación de las inversiones.

---

<sup>95</sup>TAPIA HERMIDA, ALBERTO J., *Derecho del Mercado de Valores, Manuales Básicos*, Ed. Cáalamo, 2ª Edición, 2003.

La relación entre las IIC y el mercado de valores puede enfocarse desde distintos ángulos, ya sea desde un punto de vista objetivo o subjetivo.

Desde un punto de vista objetivo, el objeto de este mercado se centra en los valores negociables. La LMV dispone que quedan dentro del ámbito de la misma “*los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. Reglamentariamente se establecerán los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una emisión.*” Así, el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que desarrolla parcialmente la LMV en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, incluye entre el listado de valores negociables las acciones y participaciones emitidas por IIC<sup>96</sup>.

En un análisis subjetivo, en el mercado de valores intervienen tres tipos de sujetos: los emisores de valores, los intermediarios y los inversores.

Un punto adicional de conexión entre las IIC y el mercado de valores es la CNMV. Este organismo, creado por la LMV, tiene encomendada la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, velando por la transparencia, por la correcta formación de los precios y por la protección de los inversores. Para garantizar la seguridad de las transacciones y la solvencia del sistema, la CNMV ejerce también una supervisión prudencial sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que ofrecen servicios de inversión. Entre estas entidades se encuentran las IIC.

En este sentido, la LMV ya transfirió a la CNMV determinadas competencias sobre las IIC que, hasta aquel momento, estaban atribuidas al Ministerio de Economía y Hacienda; de este modo, en la actualidad son numerosas las funciones de la CNMV, entre otras, de conformidad con la LIIC vigente, la autorización del proyecto de constitución de las sociedades y fondos de inversión, el establecimiento de las categorías de IIC en función de su vocación inversora, la autorización de la actividad de los depositarios, la supervisión e inspección, etc.

### **3.9.2 Valor liquidativo de los fondos de inversión**

Tal y como se señaló en el apartado 3.4.1 anterior, los FI son patrimonios sin personalidad jurídica propia, que pertenecen a una pluralidad de inversores (denominados partícipes), cuyo derecho de propiedad sobre una parte alícuota del fondo se representa mediante certificados nominativos o anotaciones en cuenta de sus participaciones. El patrimonio de un FI se divide, por tanto, en un número de participaciones negociables, pero que carecen de valor nominal, por lo que el valor de cada clase de participación –“valor liquidativo”– se calcula dividiendo el valor del patrimonio del fondo entre el número de participaciones de esa clase en circulación.

<sup>96</sup> Artículo art.3.2.i).

Así, los FI son instrumentos financieros dinámicos que recogen diariamente el valor real de mercado de los diferentes activos que lo componen para obtener su valor neto de realización. Para ello, todas las partidas de su balance se valoran con respecto a los cambios o cotizaciones del día correspondiente. Algunas de ellas, como las cuentas corrientes en euros, no tienen diferencia entre su valoración y su coste, pero otras sí. Entre estas últimas cabe destacar la cartera de valores en la que ha invertido el fondo. Con objeto de realizar la valoración de dicha cartera y, por tanto, del valor liquidativo del FI, es necesario recurrir a los mercados de valores donde se contratan los títulos.

A los efectos de fijar el valor liquidativo de las participaciones de un FI, el valor del patrimonio del fondo será el resultante de deducir las cuentas acreedoras de la suma de todos sus activos, valorados con sujeción a las normas contenidas en el RIIC y en las disposiciones que lo desarrollan. Así, los valores admitidos a negociación en Bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación se valorarán a los precios de mercado del día a que se refiera el cálculo del valor liquidativo; mientras que los valores no cotizados adquiridos se valorarán conforme a su valor efectivo, de acuerdo a criterios de máxima prudencia y aplicando métodos valorativos generalmente admitidos en la práctica.

Asimismo, el RIIC establece que el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos será el del mismo día de su solicitud o el del día hábil siguiente, de acuerdo con lo que a tal efecto esté previsto en el folleto simplificado que es publicado por la sociedad gestora del fondo con la información más relevante correspondiente al mismo. Generalmente, los folletos de los fondos establecen además una “hora de corte”, a partir de la cual las órdenes de suscripción o reembolso se entenderán recibidas el día hábil siguiente. La hora de corte que se establece es anterior a la hora de cierre de los principales mercados donde cotizan los activos en los que el fondo invierta mayoritariamente su patrimonio. Se pretende de este modo que todas las órdenes de los partícipes sean cursadas a valor desconocido, evitando así movimientos especulativos contra el fondo.

Finalmente, es interesante hacer una mención a las previsiones del RIIC en aquellos supuestos en los que se suspende la contratación de valores cotizados que formen parte de un FI. Pueden darse estas dos situaciones:

- Que la valoración de los valores suspendidos no exceda del 5% del valor del patrimonio del fondo y haya sido un supuesto previsto en el reglamento del FI: el reembolso y suscripción de las participaciones se hará al precio determinado conforme a los criterios habituales.
- Que no se den las dos características anteriormente señaladas: el precio de suscripción o de reembolso excluirá los valores suspendidos y la diferencia se hará efectiva cuando se reanude la contratación, tomando la cotización del primer día que se produzca. En la suscripción, el partícipe, y en los reembolsos, la gestora, hará constar que se comprometen a hacer efectivas las diferencias calculadas en la forma expresada.

### 3.9.3 Fondos de inversión cotizados

Tal y como se señaló en el apartado 3.5.3 anterior, el RIIC contempla la figura de unos FI especiales cuyas participaciones están admitidas a negociación en Bolsa de valores. Son los fondos de inversión cotizados o “Exchange Traded Funds” (ETF).

Con el desarrollo de esta figura el RIIC pretende ampliar la gama de productos ofrecidos y permite la existencia de fondos semejantes a los fondos índice, pero que se diferencian de éstos al permitir la adquisición o venta de la participación no sólo una vez al día, sino durante todo el período diario de negociación en la correspondiente Bolsa de valores. Los ETF son, por tanto, un híbrido entre un FI y una acción; se trata de carteras que suelen replicar índices, como muchos fondos, pero que se negocian en Bolsa como las acciones, es decir, que se pueden comprar y vender en el mismo día.

Los ETF llegaron a Europa en el año 2000 y en el año 2005 la industria europea de estos fondos creció un 62%. En España, el primer FI cotizado se lanzó en julio de 2006, siendo su objetivo replicar la evolución del Ibex 35. En la actualidad son cinco los ETF cotizados, tres sobre el Ibex 35, y dos sobre el Euro Stoxx. Adicionalmente, cabe señalar que varias firmas extranjeras han solicitado permiso para listar sus fondos en España.

Los FI cotizados se mueven en dos ámbitos, el mercado primario y el secundario. En el mercado primario es donde acceden los inversores autorizados para realizar suscripciones y reembolsos de participaciones del ETF. El mercado secundario es aquel donde las participaciones se intercambian como si se tratara de una acción, si bien en los fondos cotizados, los especialistas dotarán de liquidez al valor.

Los requisitos para la admisión a negociación en Bolsa de valores de las participaciones de un FI se fijan en el artículo 49 del RIIC.

Entre las principales características de los ETF se pueden señalar las siguientes:

- **Accesibilidad:** los ETF son activos muy accesibles para el inversor. La compra y venta de los fondos cotizados se realiza, al igual que con las acciones, a través de los intermediarios financieros habituales y en el mismo horario bursátil.
- **Flexibilidad:** la operativa de los ETF permite comprar o vender en cualquier momento de la sesión bursátil, sin tener que esperar a valorar la cartera del fondo y tener un precio al finalizar la sesión.
- **Transparencia:** el objetivo de la política de inversión del fondo será reproducir un determinado índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados o de valores negociados en ellos. Así, como los ETF representan a un índice, en todo momento se conoce la composición del fondo y como para ambos se puede disponer de información en tiempo real de sus cotizaciones, durante el horario de contratación, sus precios son fácilmente contrastables.

- Liquidez: los fondos cotizados son productos de gran liquidez. La negociación se realiza en el Sistema de Interconexión Bursátil y el inversor puede comprar y vender en cualquier momento de la sesión bursátil. A diferencia de las IIC, que fijan su valor liquidativo al final de cada día, el precio de los ETF varía durante la sesión, permitiendo al inversor ir tomando o abandonando posiciones. Las suscripciones y reembolsos se efectuarán en efectivo o en valores que formen parte del patrimonio del fondo.

Las ventajas de este tipo de FI serían, entre otras, estas:

- Diversificación: cada ETF reproduce un índice en el que están representados diferentes valores, por lo que cada participación de dicho fondo representa una cartera de acciones que se negocian en un mercado.
- Agilidad: si se quisiera replicar un índice, se tendría que formar una cartera de valores que incluyera todos los componentes de dicho índice. Sin embargo, los ETF permiten acceder a una cartera de acciones o bonos con una única operación.
- Coste: los ETF replican un índice con menor coste que adquiriendo valores de la cesta. Por otra parte, las comisiones que llevan implícitas estos fondos son más reducidas que en otros FI, dado que se trata de fondos de gestión pasiva, cuyo objetivo es la réplica de un índice bursátil.

### **3.9.4 El Mercado Alternativo Bursátil**

En cuanto a las sociedades de inversión de carácter financiero, la principal novedad de la actual LIIC y del RIIC es la desaparición de la exigencia de que sus acciones coticen en Bolsa de valores, lo que pasa a ser una mera opción más con la que cuenta la sociedad.

Para permitir la liquidez se prevén otros dos sistemas además de la Bolsa: la incorporación a un mercado o sistema organizado de negociación de valores<sup>97</sup> o que, de modo similar a lo que ocurre con los fondos, las acciones se emitan y recompran por la propia SICAV a solicitud de cualquier interesado a un precio igual al valor liquidativo que corresponda a la fecha de la solicitud<sup>98</sup>.

La empresa holding de los mercados españoles, Bolsas y Mercados Españoles (BME), ha desarrollado y puesto a disposición de las SICAV la segunda de las tres alternativas comentadas, creando un sistema organizado de negociación<sup>99</sup> al que se ha denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Este mismo mercado alternativo que se ha creado en España ya existía en otros países próximos, el “*Alternative Investment Market*” (AIM) en el Reino Unido o el más reciente “*Alternext*”, creado por Euronext.

---

<sup>97</sup>Artículo 54 del RIIC.

<sup>98</sup>Artículo 32.7 de la LIIC y artículo 53 del RIIC.

<sup>99</sup>Los sistemas organizados de negociación se caracterizan porque, aunque tienen que respetar principios fundamentales establecidos por la LMV (como la protección de inversor y un cierto grado de transparencia), tienen una mayor capacidad de autorregulación que los mercados secundarios oficiales.

El MAB, de conformidad con lo previsto en el art. 31.4 de la LMV, fue autorizado por el Gobierno español el 31 de diciembre de 2005. Se pretende así (i) crear un mercado alternativo a la Bolsa tradicional que pueda resolver el problema de las SICAV que no quieran cotizar en Bolsa pero que aceptaran la negociación en un mercado que no impusiera requisitos de información y transparencia tan exigentes como el primer mercado bursátil y, a su vez, (ii) aprovechar esa misma plataforma tecnológica<sup>100</sup> para que coticen también las empresas de pequeña capitalización que no quieren o no pueden cotizar en el primer mercado bursátil.

El objetivo básico del MAB, sujeto a la supervisión de la CNMV en su organización y funcionamiento es, por tanto, ofrecer un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúen sobre: (i) acciones y otros valores de instituciones de inversión colectiva (IIC); (ii) valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización; y, (iii) otros valores e instrumentos que por sus especiales características, sigan un régimen singularizado.

Se pueden señalar como algunas de las ventajas de este sistema organizado de negociación las siguientes:

- La gestora ofrece un procedimiento eficaz para dotar de liquidez a las acciones de su SICAV.
- La transmisión de acciones se realizará de modo sencillo, eficiente y seguro.
- La SICAV o su gestora podrá realizar directamente las operaciones que precise al valor liquidativo.
- Una vez negociadas las acciones, el sistema se encarga de las tareas administrativas posteriores, incluida la elaboración y puesta a disposición de la información de precios y valores liquidativos requerida por las autoridades supervisoras y fiscales.
- La supervisión de la CNMV para las SICAV incorporadas al sistema se basa en unas normas y procedimientos homogéneos y conocidos por todos.
- Al estar encuadrado dentro de la plataforma SIBE, el MAB dispone de un sistema de difusión de información especializada destinado a difundir en tiempo real información detallada de lo que sucede en el mercado.
- Elimina la necesidad de organizar en la gestora unos procedimientos administrativos, con su correspondiente dotación de equipo técnico y humano, para:
  - Liquidar los valores y efectivos asociados a las compraventas. La liquidación se realizará por Iberclear, el depositario central de valores español.
  - Designar una entidad encargada de la llevanza del registro contable de anotaciones en cuenta de las acciones de cada SICAV.

<sup>100</sup>La plataforma SIBE de negociación electrónica, frente a la anterior modalidad de corros.

- Organizar la actualización y mantenimiento de un Libro Registro de Accionistas, dado el carácter nominativo de las acciones de una SICAV.
- Diseñar y mantener los medios telemáticos a través de los cuales pueda consultarse, al menos, la información obligatoria que señale la normativa aplicable.

Pasamos a comentar a continuación, brevemente, algunos aspectos del funcionamiento y organización del MAB.

a) Objeto del MAB

En una primera fase, los valores que se negocian en el MAB son las acciones emitidas por las SICAV. Posteriormente también se podrán incorporar los valores e instrumentos financieros referidos a entidades de reducida capitalización y otros que requieran un régimen singularizado.

La mayoría de las SICAV que cotizaba en el mercado tradicional de corros, alrededor del noventa y cinco por ciento de éstas, se ha pasado ya a este nuevo mercado y, en febrero de 2007, el número de SICAV que cotizan en el MAB se sitúa alrededor de las tres mil, lo que supone, aproximadamente, el noventa y ocho por ciento de las SICAV existentes en nuestro país.

Las acciones emitidas por las SICAV deberán cumplir los siguientes requisitos para incorporarse al MAB:

- Haberse registrado en la CNMV y haber presentado a ésta toda la documentación informativa necesaria. Asimismo, podrán incorporarse al MAB aquellas SICAV que ya estén admitidas a cotización en Bolsa.
- Haber designado como entidad encargada de la llevanza del registro contable a Iberclear o a alguno de los servicios de compensación y liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao o Valencia, que deberán contar con sistemas adecuados de comunicación con Iberclear.
- Haber informado a Iberclear de la entidad que se ocupará de la llevanza del Libro Registro de Accionistas.
- Comprometerse, al solicitar su incorporación al MAB, a enviar al mercado la información relevante que pueda afectar a la cotización de sus acciones.

b) Modalidades de negociación

La negociación de las acciones de las SICAV se puede realizar mediante dos modalidades de negociación complementarias, aunque los principios, normas, horarios y agentes que intervienen en ambas modalidades son distintos:

- Modalidad de negociación mediante fijación de precios únicos o “fixing”: en esta modalidad, la gestora no puede actuar directamente en el mercado, tiene que hacerlo a través de un intermediario y tiene que introducir precio y volumen. En este caso, es la libre confluencia de la oferta y la demanda la

que determina el precio de negociación a través de dos subastas al día que finalizan a las 12 horas y a las 16 horas. Este sistema permite una fijación eficiente de precios sin tener que esperar a la recepción del valor liquidativo.

- Modalidad “valor liquidativo”: en este caso, la gestora o la SICAV autogestionada, si son entidades participantes del MAB, o el miembro del mercado<sup>101</sup> introducen los volúmenes de las órdenes. El precio será el valor liquidativo de la SICAV al término de la sesión, es decir, en esta modalidad se desconoce a priori el precio al que se va a operar. Este sistema garantiza a los agentes la posibilidad de comprar o vender al valor liquidativo de la sesión en que se introduzcan en el sistema las órdenes, dado que la propia SICAV garantiza la compra y venta de acciones a cada orden que se introduzca, ofreciendo la contrapartida necesaria. Por tanto, esta modalidad constituye un importante instrumento que permite dotar de liquidez la inversión en estas SICAV.

#### c) Agentes implicados en el mercado

Existen dos clases de agentes en el MAB:

- Miembros del mercado: son los actuales miembros del mercado de acciones (sociedades de valores, agencias de valores y entidades financieras) que estén admitidos en el MAB. Pueden operar tanto en la modalidad “fixing” como en la modalidad “valor liquidativo”.
- Entidades participantes: son las sociedades gestoras de IIC y las propias SICAV autogestionadas. Estos miembros sólo pueden ser compradores o vendedores en operaciones a valor liquidativo para las acciones de aquellas SICAV que gestionen.

Para operar en el MAB, todos estos agentes deberán estar previamente admitidos en el mismo. Su actuación estará sujeta a la supervisión, inspección y control de la CNMV.

#### d) Estructura y organización del MAB

La organización general de este mercado se basa en la siguiente estructura:

- Su dirección y gestión corresponderán a su Consejo de Administración, que fijará las líneas generales a las que se ajustará la estrategia y desarrollo de la actividad del mercado, que se corresponderán con las normas generales de estructuración y desarrollo de los mercados españoles de valores.

<sup>101</sup> Podrán ser miembros del MAB los miembros del mercado, empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que en el momento de su puesta en marcha sean miembros de las bolsas españolas. Para adquirir la condición de miembros del MAB deberán solicitarlo formalmente a una de las Sociedades Rectoras a la que estén adscritas y tener la condición de entidad participante en los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores o formalizar un acuerdo con una entidad participante en Iberclear y SCL locales. Además, se permitirá a las SGIIIC y a las propias SICAV autogestionadas, llamadas Entidades Participantes, operar directamente en el mercado para cruzar operaciones a valor liquidativo sobre las acciones de la SICAV que gestionen, y dotar de liquidez a las acciones, sin necesidad de designar para ello otro intermediario.

Estarán reservadas al Consejo de Administración las siguientes funciones:

- Administrar y gestionar el MAB.
- Aprobar el Reglamento General del mercado y las Circulares que lo complementen y desarrolle.
- Aprobar el presupuesto anual del MAB y las tarifas que él mismo aplicará.
- Incorporar y excluir valores e instrumentos financieros de este mercado.
- Admitir, suspender y excluir a los miembros del MAB.
- Designar a los integrantes de la Comisión de Supervisión.
- Designar al Director Gerente del MAB.
- Designar a los integrantes de la Comisión de Reclamaciones y fijar sus normas de funcionamiento y régimen económico.

El Consejo de Administración, estará integrado por un representante designado por cada una de las Bolsas españolas, cuyo nombramiento deberá ser comunicado y autorizado por la CNMV.

- Comité de Coordinación e Incorporaciones, formalmente dependiente de las Bolsas españolas, pero con una composición abierta a la participación de representantes de otras instituciones relevantes para el desarrollo del MAB, como puedan ser las entidades participantes en el mismo e Iberclear. Este Comité tendrá como funciones principales:
  - Proponer los criterios aplicables para seleccionar las acciones u otros valores de las IIC, los valores e instrumentos financieros emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización y los restantes valores e instrumentos financieros susceptibles de ser incorporados al MAB.
  - Analizar y acordar las propuestas de incorporación de valores u otros instrumentos financieros para su posterior traslado al Consejo de Administración.
  - Examinar las iniciativas que le hagan llegar los miembros del mercado.
  - Examinar la evolución de los valores incorporados al MAB y elevar al Consejo de Administración las oportunas propuestas al respecto.
  - Analizar y proponer al Consejo de Administración las iniciativas y servicios que puedan contribuir a satisfacer las demandas de los participantes en este mercado.
- Comisión de Supervisión, órgano encargado de la inspección y fiscalización del funcionamiento del MAB, a la que corresponderá:

- Verificar que la contratación del mercado se realice de acuerdo con las normas aplicables.
- Comprobar que los miembros del MAB utilizan correctamente los medios técnicos puestos a su disposición.
- Establecer y dirigir los procedimientos necesarios para la adecuada acreditación de los operadores designados por los miembros del MAB.
- Suspender la contratación de los valores en los casos previstos en la normativa de este mercado.
- Suspender cautelarmente la actuación de los operadores y de los miembros del mercado en los casos previstos en la normativa del MAB.
- Revocar la acreditación de los operadores designados por los miembros del MAB.
- Aprobar las Instrucciones Operativas necesarias para completar las restantes normas de este mercado.

La CNMV podrá designar un representante en la Comisión de Supervisión, en calidad de observador.

Finalmente, no quisiéramos dejar de señalar la gran repercusión que tendrá en el mercado de valores la próxima transposición en España, prevista para noviembre de 2007, de la Directiva europea 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (*"Markets in Financial Instruments Directive"*), conocida como MiFID. Esta Directiva sustituye a la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión, y forma parte, junto con otras tres, del Plan de Acción de Servicios Financieros de la Unión Europea.

La MiFID incide en tres aspectos clave: la unidad de mercado, la protección al inversor y el aumento de la competencia. Su contenido conlleva desafíos y cambios importantes en las legislaciones nacionales e implicará la modificación de la LMV al suprimir, por ejemplo, la norma por la que las órdenes deben tramitarse a través de un mercado organizado. La MiFID exige la competencia en igualdad de condiciones de los mercados oficiales (como la Bolsa de Madrid), de los mercados centralizados no oficiales (como Latibex y el Mercado Alternativo Bursátil) y de los intermediarios de manera interna.

En cuanto a los instrumentos financieros, el ámbito de esta Directiva incluye valores negociables, participaciones en IIC, instrumentos del mercado monetario y diversos instrumentos derivados, aunque algunas de sus estipulaciones sólo afectan, al menos de momento, a los mercados de acciones.

## **3.10 RÉGIMEN SANCIONADOR**

### **3.10.1 Aspectos generales**

El sistema sancionador trata de ampliar, sistematizar y completar las medidas ya previstas en la anterior Ley 46/1984, introduciendo en el marco legal de la inversión colectiva los elementos que configuran un régimen moderno y eficaz de protección al inversor, que ya rige para el resto de los sectores financieros.

El régimen sancionador se encuentra recogido en el Capítulo IV del Título VI de la LIIC. La regulación utilizada guarda la sistemática habitual en el ámbito financiero, de tal forma que después de relacionar el régimen de responsabilidad y el ejercicio de la potestad sancionadora, se hace la tradicional clasificación de las infracciones –muy graves, graves y leves–, cada una de ellas sujetas a sus correspondientes sanciones. Las sanciones de infracciones leves y graves son impuestas por la CNMV, mientras que, como veremos más adelante, la competencia para imponer sanciones sobre infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda. Finalmente, la imposición de la máxima sanción administrativa para determinados sujetos responsables –por ejemplo, las SGIIC–, esto es, la revocación de la autorización, corresponde al propio Consejo de Ministros.

### **3.10.2. Responsabilidad y ejercicio de la potestad sancionadora**

De acuerdo con el artículo 77 de la LIIC, el sistema sancionador previsto afecta a:

- (i) Las IIC.
- (ii) Las SGIIC españolas.
- (iii) Los depositarios de IIC.
- (iv) Quienes realicen operaciones propias de cualquiera de los sujetos anteriores.
- (v) Quienes ostenten cargos de administración o dirección en las entidades mencionadas o sus apoderados.

En relación con la responsabilidad de los órganos de administración y dirección, quienes ejerzan cargos en estos órganos serán responsables de las infracciones muy graves o graves cuando éstas sean imputables a su conducta dolosa o negligente. Sin perjuicio de lo anterior, serán considerados responsables de las infracciones muy graves o graves cometidas por las IIC, las SGIIC o los depositarios, quienes ostenten en ellos cargos de administración o dirección, salvo en los siguientes casos:

- Cuando quienes formen parte del Consejo de Administración no hubieran asistido por causa justificada a las reuniones correspondientes o hubiesen votado en contra o salvado su voto en relación con las decisiones o acuerdos que hubieran dado lugar a las infracciones.

- Cuando dichas infracciones sean exclusivamente imputables a comisiones ejecutivas, consejeros delegados, directores generales u órganos asimilados, u otras personas con funciones en la entidad.

La responsabilidad administrativa se entiende sin perjuicio de la responsabilidad penal que, en su caso, corresponda. De conformidad con el artículo 78 de la LIIC, el ejercicio de la potestad sancionadora será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a la LIIC sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente administrativo sancionador la resolución que, en su caso, se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos del pronunciamiento penal.

Por otro lado, cuando de la comisión de una infracción prevista en la LIIC se derive necesariamente la comisión de otra u otras infracciones contempladas en la LMV o cuando los hechos sean calificables como infracción según lo dispuesto en los regímenes sancionadores de ambas leyes –LMV y LIIC–, se deberá imponer únicamente la sanción correspondiente a la infracción más grave cometida. En el caso de que las infracciones tuvieran la misma gravedad, se impondrán las sanciones previstas en la LIIC.

### **3.10.3. Infracciones**

Como anticipábamos al principio de este capítulo, la LIIC hace la habitual clasificación de las infracciones, distinguiendo las tres categorías tradicionales, en base a su trascendencia. Las infracciones se dividen, pues, en muy graves, graves y leves.

#### (i) Infracciones muy graves

El artículo 80 de la LIIC realiza una enumeración de las infracciones muy graves, estableciendo que deberán considerarse infracciones muy graves los siguientes actos u omisiones de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 69 de la LIIC:

- a) La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar de conformidad con la LIIC, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado.
- b) La inversión en cualesquiera activos distintos de los autorizados legalmente o de los permitidos por el folleto, los estatutos o el Reglamento de Gestión de la IIC.
- c) El incumplimiento de la obligación de someter a auditoría las cuentas.
- d) La realización de operaciones de préstamo bursátil o de valores, así como la pignoración de activos, con infracción de las cautelas que se determinen

en las normas de desarrollo de la LIIC o en el folleto, los estatutos o el reglamento de gestión de la IIC.

- e) El incumplimiento de los límites a la inversión o de los coeficientes de inversión mínima, o de las condiciones establecidas en el folleto, los estatutos o el reglamento de la IIC, siempre que ello desvirtúe el objeto de la IIC o perjudique gravemente los intereses de los accionistas, partícipes y terceros, y no tenga carácter transitorio.
- f) La compraventa de las propias acciones en las SICAV y la emisión y reembolso de participaciones con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos por la LIIC, sus disposiciones complementarias y los estatutos y reglamentos de gestión de las instituciones.
- g) La utilización de las denominaciones o siglas reservadas por la LIIC a las IIC y sus sociedades gestoras por entidades o personas no inscritas en los correspondientes registros, y la realización por éstas de actividades reservadas a dichas instituciones o entidades, sin perjuicio en ambos casos de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.
- h) La resistencia o negativa a la inspección establecida en el artículo 70 de la LIIC.
- i) La realización de operaciones de inversión con incumplimiento de los principios establecidos en el artículo 23 de la LIIC –líquidez, diversificación del riesgo y transparencia– y normas concordantes o en contravención de las condiciones establecidas en el folleto, los estatutos o el reglamento de gestión de la IIC.
- j) La realización sin autorización o con incumplimiento de los requisitos establecidos de operaciones de transformación, fusión, escisión y traspaso de acciones o participaciones.
- k) El incumplimiento de los plazos de permanencia de las inversiones que se fijan en el RIIC, para las IIC inmobiliarias –cfr. artículos 56 y ss. RIIC– el folleto, los estatutos o el reglamento de gestión de la IIC.
- l) El incumplimiento por las sociedades gestoras que actúen en el marco de la LIIC, de las obligaciones establecidas en materia de valoración de inmuebles.
- m) La comercialización de acciones o participaciones de IIC sin la correspondiente autorización.
- n) El incumplimiento, por parte de las sociedades gestoras, de las funciones y obligaciones contempladas en el artículo 46 de la LIIC<sup>102</sup>, siempre que conlleven un perjuicio grave para los inversores o accionistas de una IIC.

---

<sup>102</sup>Ver apartado 3.6.4.1 anterior.

- o) El incumplimiento por parte de los depositarios de las funciones y obligaciones contempladas en la LIIC, siempre que conlleve un perjuicio grave para los inversores o accionistas de una IIC.
- p) La presentación por parte de las sociedades de inversión o las sociedades gestoras de deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de los riesgos cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o la viabilidad de la entidad.
- q) El mantenimiento por las SGIC o por las sociedades de inversión durante un período de seis meses de unos recursos propios inferiores a los exigidos para obtener la preceptiva autorización.
- r) La ausencia de un departamento de atención al cliente.
- s) La realización de operaciones vinculadas con incumplimiento de los requisitos establecidos en la LIIC, cuando fueran exigibles.
- t) El incumplimiento de las normas de separación del depositario y la sociedad encargada de la gestión de la IIC.
- u) La comisión de infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.
- v) La realización de actuaciones u operaciones prohibidas por normas con rango de ley reguladoras del régimen de IIC o con incumplimiento de los requisitos establecidos en las mismas, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado.

#### (ii) Infracciones graves

Por su parte, el artículo 81 de la LIIC realiza una enumeración de las infracciones graves, estableciendo que deberán considerarse infracciones graves las siguientes:

- a) El incumplimiento de las obligaciones de remisión de información previstas en la LIIC.
- b) La falta de publicidad de la información a los socios, partícipes y público que deba rendirse con arreglo a la LIIC.
- c) La llevanza de la contabilidad de acuerdo con criterios distintos de los establecidos legalmente cuando ello desvirtúe la imagen patrimonial de la entidad o de la IIC afectada, así como el incumplimiento de las normas sobre formulación de cuentas o sobre el modo en que deban llevarse los libros y registros oficiales, cuando de ello deriven perjuicios graves para terceros.

- d) El incumplimiento de los límites a la inversión o de los coeficientes de inversión mínima, cuando no deba calificarse como infracción muy grave.
- e) El exceso de inversión sobre los límites que se establece el RIIC, cuando la infracción no deba calificarse como leve.
- f) El exceso en las limitaciones a las obligaciones frente a terceros que se fijan en el RIIC, o en el folleto, los estatutos o el reglamento de gestión de la IIC.
- g) El cobro de las comisiones de las sociedades gestoras y depositarias, con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos en la LIIC, en el RIIC y en los estatutos o reglamentos de gestión de las instituciones.
- h) El incumplimiento por parte de las sociedades gestoras de las funciones y obligaciones contempladas en la LIIC, cuando no deba ser calificada como falta muy grave.
- i) El incumplimiento por el depositario de las funciones y obligaciones contempladas en la LIIC, cuando no deba calificarse como falta muy grave.
- j) El cese o disminución de una participación significativa en una sociedad gestora incumpliendo el régimen de información a la CNMV previsto en el artículo 45.8 de la LIIC<sup>103</sup>.
- k) La inobservancia del deber de comprobación del Consejo de Administración de las sociedades de inversión, con anterioridad al otorgamiento de poderes a sus apoderados, de que éstos cumplen con los requisitos de honorabilidad empresarial y profesional. Cuando desaparezcan estos requisitos, los poderes deberán ser revocados, de acuerdo con lo dispuesto en el tercer inciso del párrafo c) del apartado 2 del artículo 11 de la LIIC<sup>104</sup>.
- l) La comisión de infracciones leves cuando durante los dos años anteriores a su comisión hubiese sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.
- m) La realización de actuaciones u operaciones prohibidas por normas reglamentarias reguladoras del régimen de IIC o con incumplimiento de los requisitos establecidos en las mismas, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado.
- n) La presentación por parte de las sociedades de inversión o las SGIIC de deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de los riesgos, una

---

<sup>103</sup> Obligación de informar con carácter previo a la CNMV, indicando la cuantía de la operación propuesta y el plazo para llevarla a cabo.

<sup>104</sup> Artículo 11.2 c) LIIC: “(...) En el caso de los apoderados que no restrinjan el ámbito de su representación a áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la sociedad, el consejo de administración comprobará con anterioridad al otorgamiento del poder la concurrencia del requisito de la honorabilidad empresarial y profesional, y revocarán los poderes otorgados cuando desaparezca este requisito.”

vez que haya transcurrido el plazo concedido al efecto para su subsanación por las autoridades competentes y siempre que ello no constituya infracción muy grave.

Asimismo, el artículo 89 de la LIIC establece la responsabilidad de los órganos de administración y dirección de las IIC, las SGIIC o los depositarios por la comisión de infracciones muy graves o graves por dichas entidades cuando las infracciones sean imputables a su conducta dolosa o negligente. No obstante lo anterior, no existirá esa responsabilidad en los siguientes casos:

- a) Cuando quienes formen parte de órganos colegiados de administración no hubieran asistido por causa justificada a las reuniones correspondientes o hubiesen votado en contra o salvado su voto en relación con las decisiones o acuerdos que hubieran dado lugar a las infracciones.
- b) Cuando dichas infracciones sean exclusivamente imputables a comisiones ejecutivas, consejeros delegados, directores generales u órganos asimilados, u otras personas con funciones en la entidad.

### (iii) Infracciones leves

El artículo 82 de la LIIC enumera aquellas infracciones que han de considerarse leves:

- a) La remisión, fuera de los plazos fijados en el RIIC, de la información que las instituciones y sus gestores han de rendir de acuerdo con lo preceptuado en la LIIC.
- b) La demora en la publicación de la información que, de conformidad con lo dispuesto en la LIIC, ha de difundirse entre los socios, partícipes y público en general.
- c) La llevanza de la contabilidad de acuerdo con criterios distintos de los establecidos legalmente, así como el incumplimiento de las normas sobre formulación de cuentas o sobre el modo en que deban llevarse los libros y registros oficiales, cuando no deba calificarse como infracción grave.
- d) El exceso de inversión sobre los límites que se establecen en el RIIC, siempre que el exceso tenga carácter transitorio y no exceda del 20 por 100 de los límites legales.

Cuando se refiera a los coeficientes establecidos en los artículos 35 y 36 de la LIIC<sup>105</sup> para las IIC inmobiliarias, se entenderá que un exceso es transitorio cuando se den las tres circunstancias siguientes:

- 1<sup>a</sup> Que el exceso no se prolongue durante más de cinco días hábiles en un período de rendición de información de los que se establezcan en desarrollo del reglamentario.

<sup>105</sup> Coeficientes de liquidez y de diversificación del riesgo.

2<sup>a</sup> Que el exceso no se produzca más de una vez en el mismo período.

3<sup>a</sup> Que esta situación no se reitere en más de dos períodos en un ejercicio.

Cuando se refiera a los coeficientes que se establezcan al amparo de lo dispuesto en el artículo 30 de la LIIC<sup>106</sup> para IIC de carácter financiero, se considerará que un exceso es transitorio si no se prolonga más de seis meses en un período de un año.

#### (iv) Prescripción de las infracciones

El artículo 83 de la LIIC, regula lo relativo a la prescripción de las infracciones, estableciendo que las infracciones muy graves y graves prescribirán a los cinco años y las leves a los dos años.

A los efectos de cómputos de plazos, el de la prescripción de las infracciones comenzará a contarse desde el día en que la infracción hubiera sido cometida. En las infracciones derivadas de una actividad continuada, la fecha inicial del cómputo será la de finalización de la actividad o la del último acto con el que la infracción se consume.

La prescripción se interrumpirá por la iniciación, con conocimiento del interesado, del procedimiento sancionador, reanudándose el plazo de prescripción si el expediente sancionador permaneciera paralizado durante tres meses por causa no imputable a aquellos contra quienes se dirija.

### **3.10.4 Sanciones**

Las distintas sanciones previstas en la LIIC dependen de la categoría de la infracción cometida, diferenciándose, por tanto, entre sanciones por la comisión de infracciones muy graves, infracciones graves o infracciones leves.

Dentro de cada uno de los tres grupos de sanciones mencionados existen, a su vez, distintas sanciones posibles (que detallaremos a continuación). La determinación de la sanción concreta a imponer en cada caso atenderá a los siguientes criterios:

- a) La naturaleza y entidad de la infracción.
- b) La gravedad del peligro ocasionado o del perjuicio causado.
- c) Las ganancias obtenidas, en su caso, como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción.
- d) La importancia de la IIC correspondiente, medida en función del importe total del patrimonio o del capital.
- e) Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.

---

<sup>106</sup> Activos aptos para la inversión, reglas sobre inversiones y obligaciones frente a terceros.

- f) La circunstancia de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.
- g) En caso de incumplimiento de los requisitos exigidos en el Título II de la LIIC<sup>107</sup>, las dificultades objetivas que puedan haber ocurrido para alcanzar o mantener los niveles legalmente exigidos.
- h) La conducta anterior de la entidad en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecte, atendiendo a las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas durante los últimos cinco años.
- i) La reiteración en la comisión de la infracción.

Concretamos a continuación las sanciones previstas en la LIIC para cada una de las tres clases de infracciones posibles.

#### (i) Sanciones por la comisión de infracciones muy graves

En caso de comisión de infracciones muy graves se impondrá a la entidad infractora una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe no inferior al tanto ni superior al quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción. En aquellos casos en que el beneficio derivado de la infracción cometida no resulte cuantificable, multa de hasta 300.000 euros.
- b) Exclusión temporal de los registros especiales, no inferior a dos años, ni superior a cinco.
- c) Revocación de la autorización con exclusión definitiva de los registros especiales. En el caso de IIC extranjeras o sociedades gestoras comunitarias, la sanción de revocación, cuando proceda, será sustituida por la prohibición de operar o ser comercializada en España.
- d) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones que pueda realizar el infractor por un plazo no superior a cinco años.
- e) Amonestación pública con publicación en el Boletín Oficial del Estado.
- f) Sustitución forzosa del depositario de la IIC.

Por otro lado, además de la sanción que corresponda a la entidad por la comisión de infracciones muy graves, podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean responsables de la infracción con arreglo al artículo 89 de la LIIC<sup>108</sup>:

- a) Multa a cada uno de ellos por importe no superior a 300.000 euros.

<sup>107</sup> El Título II de la LIIC establece los requisitos sobre: (i) condiciones de acceso y ejercicio de la actividad; (ii) comercialización transfronteriza de acciones y participaciones; (iii) información, publicidad y contabilidad; (iv) normas sobre inversiones; y (v) disolución, liquidación, transformación, fusión, escisión y traspaso de participaciones y acciones.

<sup>108</sup> Ver apartado 3.10.3. (ii) anterior.

- b) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a tres años.
- c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo máximo de cinco años.
- d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años.

En el caso de imposición de cualesquiera de estas tres últimas sanciones, a quien ejerza el cargo de administración o dirección podrá imponérsele simultáneamente la multa prevista en el párrafo a).

(ii) Sanciones por la comisión de infracciones graves

Por la comisión de infracciones graves se podrá imponer a la entidad infractora una o más de las siguientes sanciones:

- a) Amonestación pública con publicación en el Boletín Oficial del Estado.
- b) Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción. En aquellos casos en que el beneficio derivado de la infracción cometida no resulte cuantificable, multa de hasta 150.000 euros.
- c) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor por un plazo no superior a un año.
- d) Exclusión temporal de los registros especiales, no inferior a un año ni superior a tres.

Al igual que en el caso de las infracciones muy graves y, como consecuencia de la responsabilidad contemplada en el mencionado artículo 89 para quienes ejerzan cargos de administración o dirección, además de la sanción que corresponda a la entidad, podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean responsables de la infracción grave:

- a) Amonestación pública con publicación en el Boletín Oficial del Estado.
- b) Amonestación privada.
- c) Multa a cada uno de ellos por importe no superior a 150.000 euros.
- d) Suspensión de todo cargo directivo en la entidad por plazo no superior a un año. En este caso, además, podrá imponerse la multa mencionada en la letra c) anterior.

(iii) Sanciones por la comisión de infracciones leves

En este caso la LIIC prevé que se imponga a la entidad que ha cometido la infracción una amonestación privada o una multa por importe de hasta 60.000 euros.

A diferencia de lo que ocurre en los supuestos de comisión de infracciones muy graves o graves, en esta ocasión las sanciones no son acumulativas y sólo es posible la imposición de una sanción; asimismo, para la comisión de infracciones leves tampoco se prevé ninguna sanción para quienes ejerzan cargos de administración o dirección en la entidad.

Respecto a la prescripción de las sanciones, las correspondientes a infracciones muy graves prescribirán a los tres años, las impuestas por infracciones graves a los dos años y las impuestas por infracciones leves al año. Estos plazos comenzarán a contarse desde el momento en que adquiera firmeza la resolución por la que se imponga la sanción.

La iniciación, con conocimiento del interesado, del procedimiento de ejecución interrumpirá la prescripción, volviendo a transcurrir el plazo si aquél está paralizado durante más de un mes por causas no imputables al infractor.

Finalmente, la LIIC determina que el órgano que imponga la sanción (i) podrá disponer el nombramiento, con carácter provisional, de los miembros que se precisen para que el Consejo de Administración de la entidad sancionada pueda adoptar acuerdos, y (ii) señalará las funciones de dichos miembros, en el caso de que, por el número y clase de las personas afectadas por las sanciones de suspensión o separación ello resulte estrictamente necesario para asegurar la continuidad en la administración y dirección de la entidad. En el caso de que la entidad sancionada sea una entidad de crédito, dichas competencias recaerán en el Banco de España, en lugar de la CNMV.

### **3.10.5. Órganos competentes**

De conformidad con el artículo 92 de la LIIC, la CNMV será el órgano competente para la incoación e instrucción de los expedientes correspondientes a las sanciones mencionadas anteriormente.

La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la CNMV. Por el contrario, en el caso de sanciones por infracciones muy graves será competente para su imposición el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV, previo informe de su Comité consultivo, salvo la imposición de sanción de revocación de autorización que corresponderá al Consejo de Ministros. No obstante, cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito, independientemente de la categoría de la infracción, para la imposición de la correspondiente sanción será preceptivo el previo informe del Banco de España.

### **3.10.6. Normas de procedimiento y ejecutividad**

En materia de procedimiento sancionador resultará de aplicación la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del

Procedimiento Administrativo Común, y su desarrollo reglamentario, con las especialidades resultantes de los artículos 20 a 24, 26 y 27 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, para el caso de las entidades de crédito (como, por ejemplo, el nombramiento de instructores o secretarios adjuntos o la suspensión provisional de los administradores o directores de dichas entidades).

En otro sentido, cabe destacar que las resoluciones que impongan sanciones conforme a la LIIC serán ejecutivas cuando pongan fin a la vía administrativa. En las mismas se adoptarán, en su caso, las medidas cautelares precisas para garantizar su eficacia en tanto no sean ejecutivas. Las resoluciones de la CNMV que pongan fin al procedimiento serán recurribles ante el Ministro de Economía y Hacienda de acuerdo con la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común<sup>109</sup>.

Las sanciones impuestas en los últimos cinco años por la comisión de infracciones graves y muy graves se harán constar en el registro correspondiente de la CNMV, que será de consulta libre al público. Las sanciones de suspensión, separación y separación con inhabilitación, una vez que sean ejecutivas, se harán constar en el correspondiente Registro Mercantil. Además, las sanciones por infracciones muy graves y graves se publicarán en el BOE cuando sean firmes en vía administrativa. Esta difusión pública de las sanciones suele implicar un fuerte castigo a las entidades o personas físicas sancionadas, en tanto que los mercados financieros tienen muy en cuenta factores como la confianza, la credibilidad y la honorabilidad.

El artículo 94 de la LIIC establece, además, un cierto margen de atenuación de las sanciones cuando concurren ciertas circunstancias excepcionales. Así pues, el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, podrá condonar, total o parcialmente, o aplazar el pago de las multas impuestas a personas jurídicas cuando hayan pasado a estar controladas por otros accionistas después de cometerse la infracción, estén incursas en un procedimiento concursal o se den otras circunstancias excepcionales que hagan que el cumplimiento de la sanción en sus propios términos atente contra la equidad o perjudique a los intereses generales. Sin embargo, estas medidas de gracia no alcanzan, en ningún caso, a quienes ocupaban cargos de administración o dirección en dichas personas jurídicas cuando se cometió la infracción. Tampoco habrá lugar a condonación o aplazamiento si, en el supuesto de transmisión de acciones de la entidad sancionada, hubiere mediado precio o superada la situación concursal, pudiera afrontarse la situación.

---

<sup>109</sup> Sobre el recurso ordinario de alzada véase artículo 114 de la Ley 30/1992. Cabe destacar que los actos dictados en materia sancionadora constituyen una excepción al régimen general que siguen los actos y disposiciones dictados por la CNMV que ponen fin a la vía administrativa, y por lo tanto sólo son recurribles en sede contencioso-administrativa (cfr. arts. 16 LMV, 109 de la Ley 30/1992 y art. 25 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa).

### **3.11 NORMATIVA CONTABLE SECTORIAL. ESPECIALIDADES EN LA MATERIA**

La LIIC, en su artículo 20, dispone que en desarrollo de las normas contables contempladas en el Código de Comercio, la Ley de Sociedades Anónimas y el Plan General de Contabilidad, corresponde al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV, y con el previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, aprobar las normas específicas de la contabilidad de las IIC, así como los criterios de valoración y de determinación del patrimonio y de los resultados.

Recae, por tanto, en el Ministro de Economía y Hacienda y en la CNMV la facultad para dictar la normativa contable correspondiente a este sector. El RIIC así lo reitera a lo largo de su articulado:

- Artículo 37. Inversión en valores no cotizados: “*El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV dictarán las disposiciones necesarias para establecer el tratamiento contable y desarrollar los métodos de valoración aplicables a cada tipo de valores no cotizados, distinguiendo entre los de renta variable y renta fija, así como para fijar los criterios conforme a los cuales habrán de computarse los porcentajes previstos en este artículo.*”
- Artículo 38. Diversificación del riesgo: “*Con la finalidad de asegurar el adecuado cumplimiento de lo previsto en los apartados anteriores, el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV dictarán las normas precisas para determinar qué ha de entenderse por valor efectivo y por patrimonio de las IIC*”.
- Artículo 48. Cálculo del valor liquidativo y régimen de suscripciones y reembolsos: “*El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV dictará las disposiciones necesarias para establecer el tratamiento contable y desarrollar los métodos de valoración aplicables a cada tipo de valores no cotizados.*”

La habilitación al Ministerio de Economía y Hacienda para regular sobre materia contable que afecte a IIC ya se contenía en la normativa anterior a la actual LIIC y RIIC y en su virtud, la Orden del Ministerio Economía y Hacienda, de 20 de diciembre de 1990, que desarrollaba parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC, habilitaba a la CNMV para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las IIC<sup>110</sup>.

De conformidad con lo dispuesto en dicha Orden, la CNMV dictó la Circular 7/1990, de 27 de diciembre, sobre normas contables y estados financieros reservados de IIC (modificada por la Circular 3/1998 de 22 de septiembre, sobre operaciones e instrumentos derivados de las IIC).

Tal y como señala la propia CNMV, esta Circular –que sigue en vigor en la actualidad–, respetando los criterios contenidos en la Orden de 20 de Diciembre de 1990,

<sup>110</sup>Artículo 3.1: “se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo de las prescripciones en materia de criterios de valoración, cuentas anuales y distribución de resultados de las Instituciones de Inversión Colectiva”.

regula las normas contables y los modelos de los estados contables y estadísticos reservados de dichas instituciones desde la doble perspectiva de adaptar aquéllas y estos a sus características propias y de permitir una adecuada y eficaz supervisión, especificando que quedan sujetos al cumplimiento de esta Circular las IIC de carácter financiero.

La Circular 7/1990 se divide en las siguientes secciones:

- Sección primera. Cuestiones formales y de procedimiento.
- Sección segunda. Criterios generales.
- Sección tercera. Estados contables y estadísticos de carácter reservado.

Señalamos a continuación, brevemente, lo más destacable de cada una de estas secciones.

a) Sección primera. Cuestiones formales y de procedimiento

Tras indicar el ámbito de aplicación de la Circular, que ya mencionamos anteriormente, se establece que las normas contables específicas a cumplir por las instituciones (refiriéndose siempre, en el ámbito de esta norma, a las de carácter financiero) serán las contenidas en esta Circular, sin perjuicio de lo previsto en el Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas y Plan General de Contabilidad, que serán aplicables en caso de lagunas. En lo no previsto por ella o en las normas generales mencionadas se estará a lo indicado por los principios contables generalmente admitidos para entidades de similar naturaleza.

En cuanto a la información a la que afecta la Circular, ésta se aplicará a la información contenida en los estados contables y estadísticos de carácter reservado, así como a la información que pueda ser exigida en cada momento para aclaración y detalle de lo anterior o para cualquier otra finalidad surgida en el desarrollo de las funciones encomendadas a la CNMV.

Por último, esta sección, tras imponer a todas las instituciones ajustar su ejercicio económico al año natural, detalla la forma en la que deberá presentarse la información.

b) Sección segunda. Criterios generales

Esta sección comienza señalando los principios básicos aplicables a la información contable de las instituciones. La contabilidad se desarrollará aplicando obligatoriamente los principios contables de prudencia valorativa, del registro, del precio de adquisición, de devengo, de no compensación, de correlación de ingresos y gastos, de uniformidad, de empresa en funcionamiento y de importancia relativa.

Se formulan también en esta sección los criterios generales de valoración que son de aplicación obligatoria, dividiéndolos en las siguientes categorías: (i)

inmovilizado, (ii) cartera de inversiones financieras, (iii) acciones y obligaciones propias, (iv) operaciones en moneda extranjera, (v) provisiones para insolvencias e (vi) impuesto sobre sociedades. Finalmente, y tras regular los criterios generales para la determinación de los resultados, se especifican normas concretas para la valoración de distintos tipos de operaciones:

- Compraventa de valores al contado.
- Compraventa de valores al contado fuera de la Bolsa por cuenta propia. Transferencia de activos.
- Compraventa de valores a plazo.
- Compraventa de valores al contado con crédito.
- Adquisición y cesión temporal de activos.
- Contabilización de futuros financieros.
- Contabilización de warrants y opciones.
- Cesión de valores en préstamo.
- Contabilización de operaciones de permuta financiera.
- Contabilización de operaciones estructuradas.

c) Sección tercera. Estados contables y estadísticos de carácter reservado

Esta última sección se dedica a especificar las clase y plazos de rendición de los estados contables y estadísticos y, posteriormente incluye aclaraciones concretas sobre algunas cuentas del activo y del pasivo del balance, sobre algunas cuentas de orden y, finalmente, sobre algunas cuentas de pérdidas y ganancias.

No obstante la vigencia de la Circular 7/1990, publicado el nuevo RIIC, resulta necesario adaptar determinados aspectos del régimen contable de las IIC, en particular en lo relativo a la existencia de fondos y sociedades de inversión por compartimentos y diferentes clases de participaciones y series de acciones. Lo anterior, unido a otros cambios introducidos por el RIIC, como la creación de IICIL, la desaparición de las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo y las modificaciones en los activos aptos para la inversión de las IIC de carácter financiero, hacen precisa la modificación de las normas contables y los modelos de estados contables y estadísticos de las IIC, con el doble objetivo de adaptación a las nuevas figuras y activos y de permitir una supervisión adecuada y eficaz.

Lo anterior ha llevado a que actualmente esté en tramitación un *“Borrador de Circular por la que se modifica parcialmente la Circular 7/1990, de 27 de diciembre, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Instituciones de Inversión Colectiva”*. Dicha nueva Circular se emitirá al amparo de (i) el artículo 20 de la LIIC, mencionado al comienzo de este apartado 3.11,

(ii) una Orden Ministerial dictada al efecto de habilitar a la CNMV para dictar diversas disposiciones, también en tramitación y (iii) de las habilitaciones a la CNMV contenidas en los artículos 21 y 81.1.j) del RIIC, previo informe del Comité Consultivo, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas y del Banco de España:

El objetivo de dicha Circular, según consta en el actual borrador de la misma, será modificar las normas 1<sup>a</sup>, 2<sup>a</sup>, 3<sup>a</sup>, 5<sup>a</sup>, 7<sup>a</sup>, 9<sup>a</sup>, 10<sup>a</sup>, 11<sup>a</sup>, 12<sup>a</sup>, 13<sup>a</sup>, 14<sup>a</sup>, 15<sup>a</sup> y 16<sup>a</sup> de la Circular 7/90. Asimismo, se añadirá una nueva Sección Cuarta y se sustituirán los anexos de la Circular 7/90.

Para finalizar, mencionar algunos aspectos específicos de la normativa contable o de las normas de valoración que afectan a los FII, a la inversión en valores no cotizados y a las sociedades gestoras.

#### (I) Fondos de inversión inmobiliaria

Dos son los artículos que se podrían destacar relativos a esta materia, uno perteneciente a la LIIC y otro al RIIC:

- Artículo 38.2 c) LIIC: *“El patrimonio inmobiliario deberá tasarse, como regla general, una vez al año. Dicha tasación deberá efectuarse necesariamente por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario.”*
- Artículo 57 RIIC: *“1. Los criterios de valoración de los bienes inmuebles y derechos reales que integren el patrimonio de las IIC inmobiliarias serán, en general, los previstos en el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, y en la normativa de desarrollo, con las adaptaciones y modificaciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda”.  
2. Las tasaciones serán realizadas por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario.  
3. Se habilita a la CNMV para establecer la forma en que el valor de tasación deberá ser considerado en la estimación del valor de realización de los inmuebles en cartera de los FII.”.*

Adicionalmente, existe una Orden Ministerial (Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo) sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras<sup>111</sup>, y una Circular de la CNMV (Circular 4/1994, de 14 de diciembre de 1994) sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.

---

<sup>111</sup> Actualmente, en trámites de modificación.

El objeto de la mencionada Orden es la regulación del régimen jurídico al que ha de ajustarse el cálculo del valor de tasación de bienes inmuebles y determinados derechos, así como la elaboración de los informes y certificados en los que se formalice, siempre que dicho cálculo se realice para alguna de las finalidades integrantes de su ámbito de aplicación, entre las que se encuentra la determinación del patrimonio de las IIC inmobiliarias.

Por su parte, la Circular 4/1994 regula las normas contables, los criterios de valoración y de determinación de resultados, las obligaciones de información y el cálculo de los límites de inversión y operativos de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. Asimismo, se desarrollan diversos aspectos que afectan a la tasación de los bienes inmuebles integrados en el patrimonio de estas instituciones, y se establece el cálculo del valor liquidativo de las participaciones de los FII.

## (II) Inversión en valores no cotizados

De entre las normas de carácter contable que afectan a las IIC, conviene hacer mención tanto a un artículo del RIIC como a una Circular de la CNMV, referidos ambos a la inversión en valores no cotizados por IIC.:

- Artículo 37, f) RIIC. Inversión en valores no cotizados: “*A los efectos del cálculo del valor liquidativo, así como del cumplimiento de los porcentajes previstos en este artículo, los valores no cotizados adquiridos se valorarán conforme a su valor efectivo, de acuerdo a criterios de máxima prudencia y aplicando métodos valorativos generalmente admitidos en la práctica.*

*El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV dictarán las disposiciones necesarias para establecer el tratamiento contable y desarrollar los métodos de valoración aplicables a cada tipo de valores no cotizados, distinguiendo entre los de renta variable y renta fija, así como para fijar los criterios conforme a los cuales habrán de computarse los porcentajes previstos en este artículo.*

*Los métodos de valoración que así se establezcan serán los aplicables por las IIC, salvo que la CNMV autorice, conforme a lo dispuesto en el párrafo anterior, a solicitud de la SICAV o de la sociedad gestora y el depositario, otros métodos que garanticen el mismo nivel de confianza en el valor estimado de realización de la inversión de que se trate. En este supuesto, dichos métodos deberán contar con la aprobación del órgano de administración de la SICAV o de la sociedad gestora, así como de persona con poder suficiente por parte del depositario.”*

- Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión colectiva en valores no cotizados (modificada por la Circular 1/2001de 18 de abril, de la CNMV, sobre modelos de folletos explicativos de las IIC): regula los requisitos formales de carácter general para garantizar la transparencia e información a los socios o partícipes de las IIC que pretendan invertir en valores no cotizados, incluidos

aquellos que sean representativos del capital o patrimonio de Sociedades o Fondos de Capital Riesgo, así como el tratamiento contable, los métodos de valoración y los criterios para determinar los porcentajes máximos de inversión y el valor efectivo de dichos valores.

### (III) Sociedades gestoras

Existen dos normas, una Orden Ministerial y una Circular de la CNMV, que inciden en la regulación sobre la contabilidad de las SGIIC:

- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 31 de julio de 1991, sobre cesión de valores en préstamo por las IIC y régimen de recursos propios, de información y contable de las SGIIC: en el segundo número de la Orden, se precisa el régimen de cumplimiento de recursos propios de las SGIIC, refiriéndolo a dos períodos durante un año y teniéndose presentes las posibles variaciones que puedan representar las oscilaciones de los valores que integran el patrimonio de las instituciones gestionadas.

En el número tercero se precisa el régimen de remisión a la CNMV de los estados financieros e informe de auditoría de las citadas sociedades gestoras.

Por último, en la disposición adicional se habilita a la CNMV para establecer las normas contables especiales de las SGIIC.

- Circular 5/1992, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de las SGIIC y Sociedades Gestoras de Carteras: esta Circular expone que la CNMV ha sido habilitada por las Disposiciones Adicionales Primera y Segunda de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de Julio de 1991, para establecer normas contables especiales y modelos aplicables a las SGIIC, con sujeción a lo dispuesto en los apartados 1º a 8º de la Orden de 26 de Julio de 1989.

No obstante lo anterior, la Circular añade que *“el hecho de que tanto las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva como las Sociedades Gestoras de Carteras puedan contabilizar la mayoría de sus operaciones con la sola ayuda del Plan General Contable, ha llevado a esta Comisión Nacional del Mercado de Valores a no establecer normas de contabilización especiales, considerando el citado Plan como norma general, y remitiendo para la contabilización de algunas operaciones financieras específicas, que no estuvieran contempladas en el Plan General Contable, a las normas contables generalmente aplicables a las Instituciones de Inversión Colectiva.”*

## 3.12 PRINCIPALES DIFERENCIAS CON FIGURAS AFINES

### 3.12.1 Fondos de pensiones

Los planes de pensiones son contratos en los que se fijan las condiciones y características de un programa de ahorro. Son patrimonios autónomos integrados por los aportes periódicos realizados, bien por trabajadores en relación de dependencia, o bien por trabajadores autónomos.

En estos planes se regulan los derechos y obligaciones de los partícipes y de los promotores. Las aportaciones a un plan de pensiones son voluntarias, y sus prestaciones no son sustitutivas de las del régimen correspondiente de la Seguridad Social.

Los fondos de pensiones son instrumentos encargados de realizar las inversiones para rentabilizar el dinero que los ahorradores han confiado a los planes de pensiones. Estos planes pertenecen a los partícipes adheridos a un plan o planes del fondo. Los planes de un mismo fondo de pensiones pueden ser de la misma o de diferente modalidad.

Los elementos constitutivos de un fondo de pensiones son los siguientes:

- (i) la entidad gestora que se encarga de administrar y gestionar el patrimonio del fondo y facilitar información sobre éste;
- (ii) la entidad depositaria es la obligada a velar por el buen desarrollo del plan frente a la gestora, los partícipes y los beneficiarios; y por último,
- (iii) la comisión de control que controla el funcionamiento del fondo y los planes adscritos a éste.

Los fondos de pensiones, por el objetivo para el que están diseñados, son instrumentos de ahorro a medio y largo plazo, en este sentido, encontramos una primera diferenciación con las IIC y es el plazo medio de inversión de éstas y de los fondos (en las IIC, suele ser más corto). Aunque tienen algunas características en común con las IIC, como por ejemplo, el tipo de instrumento para formalizar las inversiones. Éstas se realizan mediante un fondo, de lo que se deriva que también deben de ser gestionados por una sociedad gestora y sus valores deben de estar custodiados por un depositario, al igual que ocurre con los FI.

En este sentido, la LIIC contempla la posibilidad de que las SGIIC puedan ser autorizadas para realizar gestión discrecional e individualizada de carteras, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones en virtud de un mandato otorgado por los inversores o persona legalmente autorizada, siempre que tales carteras incluyan uno o varios de los instrumentos previstos en el apartado 4 del artículo 63 de la LMV.

A pesar de la existencia de puntos en común entre las dos clases de organizaciones, las diferencias son notables, entre otras, la normativa administrativa, el supervisor o el régimen fiscal. No obstante, la diferencia fundamental entre unas y otros

está en la finalidad de estas instituciones; mientras que las IIC tienen un objetivo puramente de inversión, esto es, de búsqueda de rentabilidad, los fondos de pensiones tienen un objetivo de ahorro previsión. Ésta es, probablemente, la justificación última de todas las diferencias existentes entre ambas instituciones.

### **3.12.2 Entidades de capital riesgo**

Las entidades de capital riesgo (en adelante, “ECR”), también conocidas como *private equity*, son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)<sup>112</sup>.

Tal y como señalan Dominique Barthel y Ángela Alférez<sup>113</sup>, entre las características de la inversión en capital riesgo que la diferencian de la inversión en otros activos financieros, pueden citarse las siguientes:

- (i) existencia de un inversor especializado que aporta, además de capital, capacidad de gestión para proporcionar apoyo y asesoramiento a la empresa objeto de la inversión,
- (ii) período de inversión largo, que normalmente oscila entre tres y siete años,
- (iii) escasa liquidez durante la inversión, y
- (iv) los ingresos se materializan una vez finalizado el período de inversión, mediante un mecanismo de salida que puede estructurarse a través de una venta a terceros, colocación en el mercado de valores, venta a una entidad financiera, venta al propio equipo directivo o a otros socios, o recapitalización mediante reapalancamiento de la sociedad y recompra.

Las diferencias entre las ECR y las IIC son grandes, tanto por la política de inversión como por el tipo de inversor de cada una de ellas. Tal y como acaba de señalarse, las ECR dirigen su inversión hacia empresas no cotizadas y aquélla se mantiene durante un período de medio o largo plazo, es decir, de cinco a diez años hasta conseguir beneficios. El inconveniente, por tanto, de este tipo de instrumentos de inversión es la obligación de que ésta sea mantenida hasta el final del tiempo estipulado, si bien es cierto que se puede ir recuperando parte de la inversión mediante la liquidación de las inversiones que se va realizando hasta la fecha de vencimiento.

Por tanto, podemos concluir que tanto las características como la finalidad de las ECR y de las IIC las diferencian notablemente. No obstante, si hablamos de *hedge*

---

<sup>112</sup> Artículo 2.1 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

<sup>113</sup> “Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales”, José María Álvarez Arjona –director– e Iñigo Erlaitz Coteló –coordinador–, Ed. Thomson Aranzadi, 2006.

*funds* o de inversión alternativa en general, las diferencias se minimizan; es más, existen estudios que han llegado a la conclusión de que el futuro de la inversión alternativa está en la agrupación de ambas figuras.

Podemos hacer dos clasificaciones de ECR:

- (i) En cuanto a su forma jurídica: se distingue entre sociedades y fondos. Ambos serán analizados más adelante.
- (ii) En cuanto al tipo de inversión: se distingue entre capital riesgo puro o *venture capital*. En el primero de los casos, el inversor entra en la sociedad objeto de la inversión a través de ampliaciones de capital o de préstamos participativos. En el segundo, las inversiones se centran en las primeras etapas de una empresa y en proyectos de expansión por un lado, y por otro, en empresas en período de madurez en operaciones de *buyout*.

Actualmente, la tendencia de los inversores es dirigir sus expectativas más hacia ECR que al mercado de valores. Las expectativas de rentabilidad son la explicación de ello. Las características del sector del capital riesgo y la inversión en sociedades de capital riesgo (no sujetas a los estrictos requisitos de transparencia a los que sí están sometidas las admitidas a cotización) hacen que la confianza de los inversores de obtener importantes beneficios, se incremente.

Centrándonos en la situación española, en 2005 se publicó la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las ECR y de sus sociedades gestoras. Como se reconoce en la exposición de motivos, la finalidad es potenciar el desarrollo y crecimiento de la economía nacional para lograr alcanzar los niveles de los países europeos, aunque también se puntualiza el hecho de que durante los años precedentes a la aprobación de esta Ley, las cifras españolas se estaban aproximando a las de los países de su entorno.

El desarrollo de la productividad y crecimiento de las inversiones que ha tenido lugar en los últimos años ha sido en gran parte gracias a la potenciación del crecimiento de las ECR que trajo consigo la aprobación de la Ley 25/2005. No en vano, entre sus objetivos estaba la flexibilización del régimen de las ECR y la modernización de los sistemas de financiación de las empresas en expansión.

La inversión en ECR se hace, atendiendo a la forma jurídica de la entidad, a través de sociedades y fondos, al igual que ocurre con las IIC.

### **3.12.2.1 Sociedades de capital riesgo**

Las sociedades de capital riesgo (en adelante, “SCR”) son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Por tanto, el régimen que regula las SCR es el contenido en la Ley de Sociedades Anónimas con las especialidades fijadas por la Ley 25/2005.

Entre dichas especialidades se hallan las relativas al capital social mínimo, a su desembolso y al plazo máximo para satisfacer los dividendos pasivos. Así, el capital social suscrito de estas sociedades debe ser al menos de 1.200.000 euros, desembolsado el 50% en el momento de su constitución y, el resto, en una o varias veces, dentro de un plazo de 3 años desde la constitución de la sociedad. El capital social está representado por acciones con igual valor nominal y con los mismos derechos, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta.

Las SCR se encargan de (i) facilitar préstamos participativos, (ii) otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas, y (iii) realizar actividades de asesoramiento. Los desembolsos en inversiones se realizan en efectivo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 10 por 100 de su capital social.

La Ley 25/2005 permite que las SCR deleguen la gestión de las inversiones en una sociedad especializada en la prestación de estos servicios. De esta forma se pone de relevancia la función de las SCR como vehículos de inversión que, aun siendo sociedades anónimas, delegan en otras entidades especializadas la realización de los contenidos propios de su objeto social.

### **3.12.2.2 Fondos de capital riesgo**

Los fondos de capital riesgo (en adelante, “FCR”) son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Por tanto, su estructura es análoga a la de los fondos existentes en el campo de la inversión colectiva.

Los FCR tienen su origen en un contrato escrito, que podrá reflejarse en escritura pública o en documento privado.

Estos fondos tienen el mismo objeto principal que las SCR y su patrimonio inicial será de 1.650.000 euros. A diferencia de lo que ocurre en el caso de las SCR, las aportaciones para la constitución inicial y posteriores ampliaciones del patrimonio de los FCR se realizarán exclusivamente en efectivo. Este patrimonio está dividido en participaciones nominativas de iguales características, tienen la consideración de valores negociables y pueden estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta.

Como ya hemos apuntado, corresponde a una sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento previstas. Estas sociedades, tal y como se definen en la Ley de ECR, son sociedades anónimas cuyo objeto social es principalmente la administración y gestión de FCR (y además de activos de SCR). El capital social mínimo de estas sociedades es de 300.000 euros.

Es llamativo que la dirección y administración, que se rige por lo dispuesto en el reglamento de gestión de cada fondo, recae en una sociedad gestora de ECR o en

una SG de IIC, es decir, una SGIIC puede ser la entidad que gestione una SCR. Esto puede darse también en el caso de las SCR en cuanto que el artículo 41 de la Ley 25/2005 permite que las SGIIC puedan gestionar fondos de capital riesgo y activos de sociedades de capital riesgo. No obstante, en todo lo relativo a la gestión de fondos de capital riesgo y de activos de sociedades de capital riesgo, las sociedades gestoras de IIC estarán sujetas a la Ley 25/2005 y a sus disposiciones de desarrollo.

Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que pretendan gestionar entidades de capital riesgo deberán presentar en la CNMV, junto a la solicitud de autorización de modificación de sus estatutos sociales correspondiente, una memoria descriptiva que acredite el cumplimiento de los requisitos del apartado dos del artículo 10 de la Ley 25/2005.

El desempeño de estas funciones por las SGIIC estaba ya previsto en la LIIC, en cuyo artículo 40.1 b) se contempla la posibilidad de que las SGIIC pidan autorización para realizar actividades de administración, representación, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo.

### **3.12.3 Fondos de titulización**

La titulización, en sentido estricto, es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de derechos de crédito, presentes o futuros, a favor de un fondo de titulización constituido a tal efecto, que a su vez financia la compra de dichos derechos de crédito emitiendo valores de renta fija que se colocan entre inversores.

Los fondos de titulización son patrimonios separados sin personalidad jurídica y, en este aspecto, coinciden con los FI. Asimismo, y al igual que los FI, los fondos de titulización son gestionados y representados por una sociedad gestora (en este caso, denominada, “sociedad gestora de fondos de titulización de activos”). Dicha sociedad gestora debe tener forma de sociedad anónima, objeto exclusivo, requiere autorización ministerial previa para su establecimiento y está sometida a la supervisión de la CNMV. Las sociedades gestoras de fondos de titulización pueden gestionar múltiples fondos de titulización y representan y defienden los intereses de los titulares de los bonos emitidos por cada uno de los fondos que gestionan. Sin embargo, las estructuras de estos dos vehículos son, en algunos casos, diferentes, pues, mientras que para los fondos de titulización se requiere una estructura doble (el fondo, en sí mismo, sin personalidad jurídica, y la sociedad gestora), en el caso de los FI se exige una tercera figura, el custodio o depositario, entidad no exigible en los fondos de titulización<sup>114</sup>.

Al contrario que en la inversión colectiva, la titulización es básicamente un instrumento de financiación que puede ser utilizado por aquellas entidades que cumplan los criterios subjetivos y objetivos establecidos en la normativa y que tengan en su

<sup>114</sup> “Commercial Mortgage-Backed Securitisation. Developments in the European Market”, chapter 18 “The CMBS Market in Spain”, Javier Ybáñez Rubio y Gonzalo García-Fuertes (Garrigues) y Eduardo Barrachina (Dechert LLP). Sweet & Maxwell Limited, Londres, 2006.

balance, o prevean que vayan a tener en el futuro, unos derechos de crédito que pueden actualizar y hacer líquidos en un momento determinado mediante la emisión, a través del fondo de titulización, de valores de renta fija que se colocarán en un mercado secundario, generalmente, entre inversores cualificados. Las IIC, al contrario que los fondos de titulización, actúan como vehículos de captación de la inversión, y no como originadores de instrumentos de inversión.

Por tanto, mientras que los fondos de titulización tienen un único objeto que consiste en la “titulización” de una cartera de activos mediante la emisión de bonos, las IIC se estructuran para canalizar inversiones hacia los mercados de capitales. De hecho, mientras los fondos de titulización obtienen financiación de estos mercados de capitales, las IIC añaden o inyectan liquidez a los mismos.

Los valores de renta fija que emite un fondo de titulización, los llamados “bonos de titulización”, están respaldados por la cartera de derechos de crédito adquiridos al originador cedente y, por tanto, el riesgo de dicha cartera se transfiere a los inversores adquirentes de los bonos, que no tendrán acción alguna frente a la sociedad gestora del fondo, salvo en caso de incumplimiento de sus funciones de gestión y representación.

De conformidad con lo anterior, una de las principales diferencias entre las IIC y los fondos de titulización se refiere al concepto de titularidad o propiedad. Los partícipes o accionistas de las IIC son los titulares de los valores negociables o de los derechos reales en los que haya invertido dicha IIC, cada uno en la proporción correspondiente a su participación, mientras que los bonistas o titulares de los valores de renta fija emitidos por un fondo de titulización, no son titulares legales de dicho fondo ni de los activos que figuran en su balance, teniendo, únicamente, un derecho de crédito frente al fondo de titulización derivado de los bonos que hayan adquirido.

### **3.12.4 Otros**

Existen otras figuras como los Unit Linked o las sociedades de cartera o patrimoniales que merecen la pena mencionarse para que sean distinguidos de las IIC.

#### **3.12.4.1 Unit linked**

Los *unit linked* son seguros de vida en los que el tomador o cliente asume el riesgo de las inversiones que se realizan, pero, al tiempo, tiene la capacidad de decidir dónde se realizarán esas inversiones dentro de un abanico de posibilidades que le ofrece la entidad aseguradora. No se trata de patrimonios sin personalidad jurídica o sociedades como las IIC, sino contratos de seguro mixtos, cuyo objetivo es captar ahorro y cubrir al beneficiario ante el fallecimiento del asegurado.

Los componentes que definen estos productos son:

(a) un tomador que es una persona física o jurídica que suscribe el contrato de seguro y que asume los derechos y obligaciones propios de éste, tales como el

- pago de la aportación inicial y de las sucesivas aportaciones así como la designación de beneficiarios o la solicitud de rescates;
- (b) un asegurado o persona física sobre la que se establece el seguro y cuyo fallecimiento provoca la extinción de la póliza y el pago de la prestación;
- (c) un beneficiario, que es la persona que tiene derecho a recibir la indemnización consecuencia del fallecimiento o supervivencia del asegurado; y
- (d) la aseguradora o compañía de seguros con la que se suscribe el seguro de vida o *unit linked*.

### **3.12.4.2 Sociedades de cartera o patrimoniales**

Las sociedades de cartera o patrimoniales son empresas que invierten en otras entidades, sin embargo, a diferencia de las IIC, dichas sociedades pueden: (i) controlar las empresas en las que invierten; (ii) invertir en empresas que no coticen en Bolsa sin necesidad de cumplir otros requisitos, e (iii) invertir sin tener que respetar los límites que tienen que mantener las IIC.

Adicionalmente, a diferencia de las IIC, estas sociedades no están obligadas a inscribirse en un registro administrativo o a someterse a la supervisión de una autoridad pública.

## **3.13 DERECHO COMPARADO Y APROXIMACIÓN A LA NORMATIVA ESPAÑOLA EN MATERIA DE HEDGE FUNDS**

Dentro del derecho comparado parece conveniente, dado el protagonismo que han tomado en los últimos años en el entorno global de la inversión colectiva, analizar la figura de los *hedge funds*, especialmente ahora que se han empezado a registrar en España las denominadas IIC de inversión libre (“IICIL”) e IIC de IIC de inversión libre (“IIC de IIICIL”).

Conviene dedicar especial atención a las soluciones normativas tomadas en países que, como Estados Unidos, han tenido que hacer frente desde hace ya tiempo a la demanda de los *hedge funds*.

### **3.13.1 Antecedentes**

El término *hedge fund* fue utilizado inicialmente por la revista Fortune en 1966 al describir el fondo creado por un sociólogo de la Universidad de Columbia, Alfred Winslow Jones, quien en 1949 constituyó un *general partnership* a efectos de tomar posiciones de largo plazo en valores infravalorados y posiciones de corto plazo en valores sobrevalorados, creando un alto nivel de apalancamiento para inmunizar a su cartera de los movimientos del mercado o del riesgo sistemático. Con posterioridad al mencionado artículo de la Revista Fortune surgieron nuevos fondos de esta naturaleza, que tuvieron grandes pérdidas a principios de la década de los setenta y no

reaparecieron hasta la década de los ochenta teniendo un crecimiento continuado hasta la crisis en 1998 del conocido fondo *Long Term Capital Management*<sup>115</sup>.

Probablemente, las crisis experimentadas por este tipo de IIC fueron fruto de su escasa regulación, motivo por el que la mayoría de los reguladores, conscientes de las ventajas que los *hedge funds* reportan, tanto a los inversores como al sistema financiero en su conjunto, han optado por diversas soluciones normativas que, respetando la flexibilidad que en todo caso debe inspirar su funcionamiento, permitan su desarrollo ordenado.

Así, a partir de 1990, esta industria ha tenido un desarrollo continuado a nivel global, y aunque no existen datos oficiales al respecto, se estima que existen en la actualidad más de 8.000 instituciones de este tipo (de las cuales, aproximadamente un 70% correspondería a “*hedge funds*” puros, mientras que el 30% restante sería del tipo “fondo de *hedge funds*”), con una cifra de activos gestionados superior a 1,2 billones de euros. Este extraordinario crecimiento está protagonizado en gran parte por los fondos de *hedge funds*<sup>116</sup>, destinados a inversores minoristas, lo que pone de manifiesto la idoneidad de esta figura para cubrir una demanda de inversión no satisfecha por otras alternativas.

### **3.13.2 Aproximación al concepto**

Los *hedge funds*, también conocidos en España como instituciones de inversión libre, son IIC financieras no tradicionales, típicamente dirigidas a inversores cualificados que asumen un alto nivel de riesgo en su inversión. Están organizados de forma privada y administrados por profesionales altamente especializados que utilizan técnicas de cobertura, a menudo, no permitidas a las IIC tradicionales, como las ventas a corto plazo o al descubierto, los instrumentos derivados y el apalancamiento, todo ello con el fin de obtener rendimientos positivos en cualquier situación de mercado<sup>117</sup> y de esta manera generar una rentabilidad absoluta.

En términos generales, son IIC que buscan invertir en cualquier tipo de activo financiero, evitando la aplicación de las limitaciones que la normativa sobre concentración de inversiones o activos aptos contempla, con carácter general, para las IIC tradicionales. Dicha libertad de inversión, sumada a la menor liquidez, menores requisitos de información y transparencia y la posibilidad de un alto apalancamiento implican que sean fondos con un riesgo superior al de otras IIC que ofrece el mercado.

Bajo estas características, los *hedge funds* buscan la obtención de rendimientos más elevados que las inversiones tradicionales, con menor volatilidad y no necesariamente relacionados con los índices del mercado. Ello se consigue mediante estrategias de inversión encaminadas a la obtención de rentabilidad absoluta en entor-

<sup>115</sup> A estos efectos ver Franklin Edwards. “*Hedge Funds and the Collapse of Long Term Capital Management*”.

<sup>116</sup> “Estudio sobre la industria de *hedge funds*”, publicado por la CNMV en febrero de 2006, pág. 18.

<sup>117</sup> “Fondos de Riesgo, “*Hedge Funds*” y cobertura aseguradora”. María José Pérez Fructuoso. GR 94, 2006, p 25-26.

nos de baja o escasa regulación, a efectos de evitar, entre otros elementos regulatorios, los coeficientes de liquidez, la limitación al apalancamiento y la prohibición de ventas a crédito.

Dentro de los *hedge funds* se encuentran los denominados fondos no direccionales y los direccionales. Los primeros aprovechan las anomalías del mercado para buscar oportunidades de arbitraje, y los segundos, que incluyen los fondos basados en acontecimientos (*event-driven*), los macro-globales<sup>118</sup>, los sectoriales o los que toman posiciones largas o posiciones cortas, son los fondos que apuestan por una dirección específica del mercado.

Consideramos conveniente apuntar que dichas características no implican que existe un concepto legal definido y homólogo de los *hedge funds* en las distintas jurisdicciones. De esta manera, el *Fondi Speculatuvi* italiano no significa lo mismo que el *Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken* alemán, o los *OPCVM Aria*, *OPCVM contractuels* y *FCIMT franceses*.

Por otra parte, existen los denominados fondos de *hedge funds* (IIC de IICIL), cuyo objetivo es facilitar el acceso a este tipo de productos a los pequeños inversores. En este sentido la exposición de motivos de la Circular 1/2006, de 3 de mayo establece que: “*Las IIC de Inversión Libre se configuran como productos de amplia flexibilidad inversora, destinados a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección. No obstante, para facilitar que también los pequeños inversores puedan acceder a esta modalidad de inversión, la presente Circular regula las IIC de IIC de Inversión Libre –esto es, los llamados “fondos de hedge funds”–, cuyos requisitos de diversificación y protección del inversor los acercan a las IIC tradicionales*”.

### **3.13.3 Características fundamentales**

Las características básicas de los *hedge funds* en la gran mayoría de las jurisdicciones son las siguientes:

- (a) No aplicación de las restricciones relativas al endeudamiento y al apalancamiento.
- (b) Altas comisiones de rentabilidad a favor de los administradores de los *hedge funds*.
- (c) Los inversores pueden liquidar su inversión trimestral, semestral o anualmente.
- (d) Una parte significativa de los fondos son aportados por los administradores del mismo.
- (e) Utilización de productos derivados (normalmente con propósitos especulativos) y gran habilidad en las ventas a corto plazo.

---

<sup>118</sup> Su objetivo es encontrar divergencias entre los precios de los distintos activos y divisas utilizando altos niveles de apalancamiento y productos derivados (María José Pérez Fructuoso, *Op Cit*, p 31)

(f) Estructuras complejas y diversas para controlar el riesgo<sup>119</sup>.

A continuación presentamos una breve descripción de dichas características:

- Flexibilidad: Los *hedge funds* pueden intervenir en cualquier mercado y en cualquier instrumento, seleccionando libremente las estrategias y técnicas que consideren convenientes para la obtención de rentabilidad absoluta:
  - Apalancamiento: El apalancamiento “*posibilita aumentar la rentabilidad de los fondos de cobertura a través de la asunción de un mayor riesgo. Utilizar apalancamiento en las inversiones de hedge fund aumenta el riesgo al que se expone el fondo incidiendo en el riesgo de liquidez y concentración de las posiciones tomadas y el inherente a los activos contratados. Dentro de las distintas formas existentes de apalancamiento, el endeudamiento directo o el apalancamiento contable o por balance aumenta los activos gestionados por el fondo así como de la rentabilidad potencial de los inversores del mismo, al obtener los beneficios a través de una cartera de activos mayor que el capital colocado en el fondo*”<sup>120</sup>.
  - Ventas a corto: Es una estrategia especulativa cuyo objetivo es aprovechar las caídas que se producen en el precio de los valores, de forma tal que se basan en pedir prestado un valor para, a posteriori, venderlo en el mercado y volver a comprarlo a un precio inferior, realizando de esta forma un beneficio.
  - Estrategias neutrales: Son estrategias que buscan oportunidades de arbitraje aprovechando las anomalías del mercado y obteniendo una elevada rentabilidad con un bajo riesgo de mercado, tales como toma de posiciones cortas y largas (adquisición de valores infravalorados vendiendo los valores sobrevalorados), *event-driven* (adquisición de valores de emisores que afrontan situaciones especiales, como fusiones, absorciones, escisiones, recompras de acciones, entre otras), arbitraje de índices bursátiles, arbitraje de renta fija, arbitraje de bonos convertibles, arbitraje de renta fija, técnicas macroglobales, sectoriales, etc.
  - Cobertura: Consiste en la contratación de mecanismos de cobertura sobre riesgos de divisa, de tipo de interés, político, de mercado de crédito, etc.
  - Arbitraje: Este mecanismo explora las ineficiencias en precios temporales y discrepancias entre valores o mercados y el gestor utiliza las relaciones históricas entre instrumentos en diferentes mercados para predecir tendencias futuras o movimientos de los precios<sup>121</sup>. Dentro de esta técnica se encuentra:

---

<sup>119</sup> Invierten en sectores específicos.

<sup>120</sup> María José Pérez Fructuoso, *Op Cit*, p 33.

<sup>121</sup> Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. *Instituciones de Inversión Alternativa. Desarrollo y regulación: Estudio comparado por países*, p 7.

- (a) El arbitraje de fusiones, consistente en la adquisición de acciones de una empresa que va a ser adquirida por otra, compensándola con una venta al descubierto de acciones de la sociedad adquirente, apostando en este caso por la viabilidad o el fracaso de operaciones de concentración empresarial, o sobre los efectos de cambios legislativos sobre sectores determinados.
  - (b) Arbitraje de bonos convertibles, consistente en la adquisición de bonos convertibles o warrants a efectos de operar en corto o en largo con los mismos, y realizar cobertura de parte o toda la cartera, siendo los riesgos asociados el cambio en el precio del activo subyacente, el cambio en los tipos de interés, cambios en la volatilidad esperada del activo, etc.
  - (c) Arbitraje de renta fija.
- Ausencia/escasez de regulación: Una de las características que tradicionalmente ha posibilitado a los *hedge funds* seleccionar sus estrategias de inversión de una manera libre y recurriendo a un alto apalancamiento, ha sido su constitución *off-shore*, lo que les ha permitido quedar fuera de la jurisdicción de los reguladores correspondientes. No obstante, esta situación está cambiando, en virtud de los esfuerzos regulatorios que se están realizando en un buen número de jurisdicciones.

El estudio de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicado en noviembre de 2006, de acuerdo con la encuesta realizada en 20 jurisdicciones distintas, identifica tres aproximaciones regulatorias distintas a los *hedge funds*:

- (i) Algunas jurisdicciones permiten a algunos fondos de inversión colectiva registrados o autorizados la realización de operaciones propias de *hedge funds* por medio de la existencia de una clasificación determinada de fondo (v.gr. Brasil, Alemania y Portugal). Las limitaciones de inversión a este tipo de fondos varían en función de la jurisdicción. Es el caso de Portugal y Estados Unidos, países en los que se limita la utilización de instrumentos derivados, en Francia se limita el apalancamiento, mientras que en Holanda y Alemania está permitido.

En relación con la denominada *retail participation* o participación del público en general, las soluciones previstas son las siguientes:

- a. Imponer un importe mínimo de suscripción o de patrimonio mínimo de los inversores para invertir en un *hedge fund* (v.gr. Italia, Portugal y Francia). En el caso de Italia, los *hedge funds* no pueden ser comercializados a través de ofertas públicas y se encuentran restringidas a inversores “informados” que deben invertir un mínimo de 500.000 euros por cada suscripción.

- b. Prohibir la comercialización de *hedge funds* al público en general (v.gr. Jersey).
  - c. Permitir el ofrecimiento al público en general sólo de los fondos de *hedge funds* (v.gr. Irlanda).
- (ii) Otras jurisdicciones (Francia y Australia) no obligan a que los *hedge funds* sean registrados ni autorizados, aunque sí existen limitaciones de carácter normativo supervisadas por determinadas autoridades. En el caso de Francia, los fondos de naturaleza contractual deben ser presentados a inscripción en la *Autorité des Marchés Financiers (AMF)*, pero no se requiere su registro o autorización por parte de esta entidad. En estas jurisdicciones no resultan de aplicación las limitaciones de inversión de los fondos colectivos de inversión, aunque en el caso de Australia se imponen determinadas prohibiciones de oferta al público en general, y en Francia se impone en límite mínimo de suscripción o patrimonio del inversor.
- (iii) Finalmente, en otras jurisdicciones (Estados Unidos, Reino Unido) los *hedge funds* que han sido ofertados de forma privada no están obligados a registrarse<sup>122</sup>, sin perjuicio de que serán objeto de regulación en materia antifraude.

En este sentido, en Estados Unidos los *hedge funds* evitan ser considerados fondos sujetos a registro ante la *Securities Exchange Commission (SEC)*, beneficiándose a estos efectos de las excepciones que excluyen la aplicación de los requisitos de registro previstos en la Securities Act de 1933, de forma tal que se recurre a ofertas privadas (excepción de la sección (4) (2) del *Securities Act*) destinada a inversores acreditados (*Accredited Investors*), tales como individuos con gran patrimonio y fondos de pensiones. En este sentido, la doctrina autorizada ha entendido que la no sujeción a la normativa que ha permitido que los *hedge funds* se constituyan de forma masiva, se justifica en que la finalidad de la regulación es proteger al inversor medio (*average investor*), al considerar que los inversores acreditados no tienen necesidad de dicha protección y tienen fondos suficientes para protegerse a sí mismos<sup>123</sup>.

Es así como un estudio de la Universidad de Suffolk establece que en Estados Unidos “los *hedge funds* no están sujetos a una normativa específica que regule sus actividades (v.gr. ninguna agencia regulatoria establece un límite al nivel máximo de apalancamiento), aunque estos fondos deben cumplir con cierta regulación federal y normativa aplicable a los commodities. No obstante lo anterior, teniendo en cuenta las numerosas excepciones y

---

<sup>122</sup>Pese a que no se encuentren sujetos a registro, los administradores y consultores de los *hedge funds* deben ser autorizados y regulados, lo que podría implicar una regulación indirecta.

<sup>123</sup>Jacob Preiserowicz. “Has the SEC gone down the wrong path?”. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, p 813.

*exenciones existentes a la aplicación de la normativa de valores federal, el administrador de un fondo puede constituir y operar un fondo que se excluya del alcance normativo de dichas leyes”<sup>124</sup>.*

En este orden de ideas, los *hedge funds* en Estados Unidos se encuentran exentos de acuerdo con lo previsto en las secciones 3 (c) (1) y 3 (c) (7) del Investment Company Act de 1940, si los inversores en dicho fondo son inferiores a cien o si cumplen con los requisitos previstos en la sección 3 (c) (7). Es así como los *hedge funds* pueden tener un número ilimitado de inversores en la medida en que los mismos puedan considerarse como “compradores cualificados” (tal y como se definen dentro del párrafo posterior sobre inversores cualificados o acreditados). Los *hedge funds* se encuentran igualmente exentos de regulación bajo el Securities Act de 1933, porque la oferta de los valores es privada. No obstante lo anterior, un *hedge fund* con inversores de Estados Unidos que comercializa opciones y futuros debe ser registrado como un “Commodity Pool” bajo el Commodity and Exchange Act y será sujeto a regulación bajo la supervisión de la *Commodity Futures Trading Commision* y la *Nacional Futures Association*, lo cual implica la entrega a dichas entidades de los estados financieros anuales, así como la entrega a sus inversores de informes trimestrales sobre el valor de los activos propios del fondo<sup>125</sup>.

- Inversores cualificados o acreditados: Tal y como se mencionó en la sección anterior, una forma de evitar la aplicación de la normativa reguladora de los fondos colectivos ordinarios consiste en que las personas o entidades que invierten en los mismos tengan la consideración de inversores cualificados, de forma tal que no sean objeto de protección por las autoridades regulatorias.

En el caso de España, tal y como lo establece la exposición de motivos de la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, los *hedge funds* se configuran como productos de amplia flexibilidad inversora, destinados a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección.

En Estados Unidos, se definen como inversores acreditados en el Securities Act de 1933 (i) los bancos, aseguradoras, compañías de inversión, (ii) compañías de desarrollo de negocios, (iii) instituciones educativas y de caridad con activos de más de 5 millones de dólares, (iv) cualquier administrador, ejecutivo o socio del fondo, (v) cualquier persona con un patrimonio superior a un millón de euros o unos ingresos netos de \$200.000 (o conjuntamente con su cónyuge de \$300.000), (vi) cualquier *trust* con un patrimonio superior a \$5.000.000 administrado por una persona sofisticada.

<sup>124</sup> Jonathan H. Gatsik. “Hedge Funds: The ultimate game of Liar’s Poker”. *Suffolk University Law Review*, p 601.

<sup>125</sup> Franklin R. Edwards. “Hedge Funds and the Collapse of Long Term Capital Management”. *Journal of Economic Perspectives*- Volume 13, Number 2, p 190.

Aunque el estándar de inversor acreditado es el requisito mínimo bajo la normativa norteamericana para un inversor de un *hedge fund*, en todo caso existirían una serie de limitaciones y requisitos al fondo, que no resultarían de aplicación si se utilizara el estándar de inversor cualificado, definido a su vez por la regulación norteamericana como (i) toda persona física con un patrimonio mínimo de \$750.000 bajo administración del *adviser* o con un patrimonio neto de \$1.500.000, o (ii) cualquier “comprador cualificado”, definido como toda persona física o entidad con una inversión mínima de \$5.000.000 o que realiza inversiones mínimas de \$25.000.000 por cuenta de otros<sup>126</sup>.

- Administradores y Consultores: En la mayoría de las jurisdicciones objeto de estudio en el Informe de IOSCO, los administradores y consejeros (*advisers*) de los *hedge funds* deben ser autorizados y aprobados en los mismos términos de los fondos colectivos ordinarios de inversión. En el caso de Italia la administración de los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds* se encuentra reservada a fondos de administración de activos cuya actividad se debe encontrar restringida a la administración de *hedge funds*.
- Ausencia/escasez de información: En términos generales, las ofertas de participación son privadas y los fondos no deben hacer públicas las rentabilidades obtenidas ni las operaciones de inversión realizadas. No obstante lo anterior, en los casos de ofertas al público en general (*retail clients*) –en las jurisdicciones en las cuales se encuentra permitido– tienen que cumplir con una serie de obligaciones de información de naturaleza normativa, que deben ser incluidos en el folleto de oferta o que deben ser objeto de información periódica. En este sentido, la transparencia es limitada, lo que se justifica debido a que su “*ventaja competitiva se reduciría si sus operaciones fueran públicas*”<sup>127</sup>.
- Comisiones: Al no aplicarse los límites a las comisiones propios de los fondos colectivos ordinarios, es práctica común el establecimiento de una comisión de administración del capital entre del 2% de los activos objeto de inversión, y una comisión en torno al 15%-25% del rendimiento anual del fondo (“*regla del 2 y el 20*”<sup>128</sup>). Algunos fondos utilizan dos mecanismos limitativos de la comisión por rendimiento, denominados “*hurdle rates*” y “*high water marks*”. La primera consiste en que esta comisión será calculada con base en una tasa determinada (v.gr. la tasa libre de riesgo), de forma tal que si el rendimiento es inferior para dicho período, los administradores no serán beneficiarios de la comisión. La segunda limitación, consiste en que la comisión solamente se pagará cuando el fondo consiga un nivel previamente establecido.

---

<sup>126</sup>Jacob Preiserowicz, *Op Cit*, p 813.

<sup>127</sup>Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. *Op Cit*, p 9.

<sup>128</sup>Jacob Preiserowicz. *Has the SEC gone down the wrong path? Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, p 820.

- Rendimiento absoluto: El objetivo de los *hedge funds* es obtener rendimientos positivos en cualquier situación de mercado, por lo que se recurre a una administración activa de la cartera, utilizando de forma dinámica las ventas en corto, el apalancamiento y los mecanismos de cobertura. De esta manera se diferencian de los fondos tradicionales, en los cuales el rendimiento obtenido corresponde con el rendimiento medio de los activos objeto de inversión.
- Menor liquidez: En términos generales, los *hedge funds* establecen restricciones de liquidez (mecanismos de contención de capital, períodos de prohibición de rescates, comisiones por retiradas extraordinarias de capital e inexistencia de coeficientes de liquidez) en la medida en que utilizan estrategias de largo plazo.
- Inversión mínima: En el caso de los *hedge funds* españoles, la normativa establece una inversión mínima inicial de 50.000 euros, que no es requerida en el caso de fondos de *hedge funds*. En Estados Unidos el importe mínimo es muy superior teniendo en cuenta que “*el ordenamiento jurídico norteamericano limita el número de inversiones que pueden realizarse cuando el fondo no está registrado, los requerimientos de inversión inicial en los Hedge Funds son muy elevados, normalmente de un millón de dólares, con el objetivo de reunir la cuantía de dinero suficiente para empezar a operar*”<sup>129</sup>.
- Libertad de inversión: Estos fondos pueden invertir en cualquier tipo de activo financiero sin que resulten de aplicación las reglas sobre concentración de inversiones establecidas, con carácter general, para las IIC tradicionales.
- Estructura legal: Así como no existe un concepto legal definido y homogéneo de los *hedge funds* en las distintas jurisdicciones, tampoco existe una única forma de estructurar el vehículo de inversión, pudiéndose distinguir numerosos modelos, como el estatutario, el contractual o el *trust* anglosajón.
- Publicidad: En la mayoría de las jurisdicciones, la publicidad de los *hedge funds* se encuentra regulada o prohibida (Reino Unido). En Alemania únicamente se permite la publicidad de los fondos de *hedge funds*, pero no la de los *hedge funds*.

### 3.13.4 Regulación en España

Tras haber realizado una aproximación a la normativa de los *hedge funds* en distintos países, nos remitimos al apartado 3.5.3.1 anterior para el análisis de la normativa española vigente que regula las IICIL e IIC de IICIL.

<sup>129</sup>Ibidem, p 29.

## **4. RÉGIMEN FISCAL DE LAS IIC EN LA ACTUALIDAD**

La historia de las instituciones de inversión colectiva en España, tal y como expondremos a lo largo de este capítulo, va directamente ligada al tratamiento fiscal reservado a ellas por el legislador ante la tributación de las rentas obtenidas por los particulares, esto es, ante el IRPF. Cabe situar en la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, el momento en el que se sentaron las bases que favorecieron el éxito definitivo y rotundo de las IIC en España en la última década del pasado siglo y en la que estamos viviendo actualmente.

Esta historia reciente ha permitido una combinación afortunada para las IIC, basada en un marco fiscal coherente y estable (virtud que en el campo tributario no es fácil apreciar), el cual se centra en la idea de la neutralidad tributaria, y un régimen administrativo y regulatorio de fomento del sector.

Pero no ha sido una tarea fácil la del devenir de las IIC durante los últimos diecisiete años, porque el sector ha tenido que adaptarse a circunstancias tributarias relevantes que han supuesto importantes retos. Todos ellos han sido resueltos de forma satisfactoria, y ello ha demostrado la madurez de los agentes intervenientes en el mercado, y el compromiso firme y decidido de apostar por las IIC como un vehículo inversor óptimo y que se sitúa siempre en las mayores cotas de cumplimiento tributario, lo cual es obvio atendiendo a sus características de transparencia, colectividad y profesionalización.

Si glosamos estos grandes retos, cabe mencionar, en primer lugar, el tratamiento tributario de las IIC extranjeras, de dentro o fuera de la Unión Europea, inscritas o no en la CNMV a efectos de su comercialización en España, situadas o no en paraísos fiscales, y adaptadas o no a la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 2 de diciembre. Ello enfrenta al sector a una complejísima realidad que desborda nuestras fronteras y nuestros conceptos jurídicos, que ha de ser necesariamente reconocida por nuestros mercados.

La tarea no está finalizada, y todavía vive el sector con muchas dudas respecto al tratamiento fiscal de algunas modalidades de IIC extranjeras no armonizadas ni domiciliadas en paraísos fiscales. Ciertamente estas dudas se concentran en figuras muy marginales, en muchos casos dudosamente encajables en nuestras normas de mercado, pero no por ello ignorables. El camino recorrido ha sido mucho, pero aún quedan etapas por finalizar, que con seguridad se avanzarán a medida que nuestro mercado financiero se reconozca con toda la globalidad de los modernos mercados de valores.

Aún así, ha de reconocerse que las dudas siempre se sitúan en modelos de inversión colectiva de derecho extranjero, importados a nuestros mercados patrios al margen de la regulación y de los conceptos que imperan en el mismo. Por ello, las incertidumbres tributarias apuntadas se desvanecen absolutamente cuando se acude a las IIC sometidas a la normativa española.

En otro orden de ideas, el año 1999 estuvo marcado por la introducción del deber de retener en las transmisiones o reembolsos de las IIC. Tras las iniciales incertidumbres, finalmente la retención ha aportado a las IIC la dosis de cumplimiento tributario y de información fiscal que las sitúa como el instrumento financiero de mayor control ante el fisco.

El sistema de retenciones ha sido y es muy complejo de gestionar por parte de las entidades gestoras y comercializadoras, que han dedicado y dedican muchos recursos para obtener este exquisito cumplimiento tributario. El efecto se conoce como “carga fiscal indirecta”, ya que la práctica de retenciones y el suministro de información fiscal representan un grande y generoso esfuerzo de los agentes del mercado de las IIC.

La consecuencia lógica de este exhaustivo sistema de información fue el reconocimiento de un marco de neutralidad para la movilización de inversiones entre diferentes IIC, el conocido “traspaso”. La novedad surgida con la Ley 46/2002, de 18 de noviembre, fue recibida como un espaldarazo al sector, y además como una consecuencia absolutamente lógica de lo que representa el mismo. La medida ha aportado una mejora en la competencia entre gestoras y entidades comercializadoras, al desaparecer el “efecto cerrojo” que suponía la fiscalidad de los particulares ante una desinversión en una determinada IIC, y no cabe negar que representa un pilar fundamental de las IIC en la España actual, sin el cual difícilmente cabría ya imaginar a las mismas tal y como hoy existen.

El último gran reto de las IIC ante la normativa fiscal ha sido su adaptación a la actual LIIC, que ha incorporado novedades como la posibilidad de que las SICAV no coticen en Bolsa de Valores, los fondos o sociedades “por compartimentos”, los fondos de inversión cotizados o las IIC de inversión libre, así como los nuevos retos de internacionalización de las gestoras españolas.

Por terminar este recorrido por los principales hitos de la historia reciente de la fiscalidad de las IIC, en 2007 ha entrado en vigor la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF, que establece un novedísimo marco tributario para las rentas del ahorro, bajo una estructura de impuesto dual (de doble base) que reserva un tratamiento al tipo único y proporcional del 18 por 100 para los dividendos, intereses, seguros de vida, IIC y ganancias y pérdidas patrimoniales procedentes de instrumentos financieros, cualquiera que sea su naturaleza, origen o período de generación.

Esta tributación a este tipo reducido, inferior al mínimo de la escala general de gravamen aunque superior al tipo medio efectivo de gravamen, si bien se aplica sobre rentas nominales, no corregidas por el efecto de la inflación, constituye un tratamiento igualitario y generalmente favorable para los instrumentos financieros (con la salvedad de los planes de pensiones y otros instrumentos de previsión social individual).

Ha de indicarse que las ganancias y pérdidas patrimoniales en el IRPF derivadas de las desinversiones en IIC se integrarán y compensarán entre sí en la base imponible del ahorro. Si el resultado de dicha compensación es positivo, el saldo neto de ganancias patrimoniales tributará a un tipo fijo del 18 por 100. Si, por el contrario, el resultado de dicha compensación es negativo, el saldo neto de pérdidas patrimoniales no podrá compensarse con el saldo neto de los rendimientos del capital mobiliario que integran la renta del ahorro ni tampoco con las rentas que se integren en la base imponible general, debiendo trasladarse a los cuatro años siguientes, donde se integrarán en la base imponible del ahorro, compensándose únicamente con ganancias patrimoniales.

Cuando se analiza la fiscalidad de las IIC se comete habitualmente el error de ignorar otras manifestaciones tributarias ajenas al IRPF, algo que hemos tratado de evitar en la presente obra, en la que, además de un recorrido prioritario por este impuesto, se abordan también las implicaciones en el IS, IRNR, IP, IVA, IAE e ITP y AJD. Todo ello visto desde todas las facetas implicadas, tanto la fiscalidad institucional de las mismas sociedades o fondos de inversión, como por lo que afecta a los socios o partícipes de las mismas, así como también en relación con las sociedades gestoras y comercializadoras.

Como consideración final, pocas realidades profesionales permiten afirmar a un asesor fiscal lo que cabe decir de la fiscalidad de las IIC, que es que tras una aparente simplicidad, se localiza un entramado de conexiones y de realidades tributarias que trascienden de su propio concepto, entroncan en el campo de la fiscalidad de los productos financieros y participan de un verdadero “ecosistema” fiscal que sólo puede apreciarse de forma experta entendiendo la razón de ser de las IIC dentro del mismo. Cuando se consigue este grado de penetración en el bosque del “ecosistema” es cuando se aprecia la importancia de todos sus componentes, y aparecen con toda su esencia conceptos como la problemática de los usufructos de IIC, el tratamiento de las diferencias de cambio, la utilización de cuentas globales para no residentes, y otros muchos ejemplos que podrían apuntarse.

Podemos así concluir que la fiscalidad de las IIC no puede calificarse, como tantas veces ocurre de forma probablemente equivocada, como ventajosa o beneficiosa. E identificar a las IIC con la idea de beneficio fiscal puede resultar una visión simplista y algo miope frente a una realidad muy compleja. Se trata sencillamente de un modelo que aporta una solución imprescindible para su propia existencia, bajo un panorama de neutralidad fiscal. El modelo es el que es, podría ser mejor, o podría ser peor, tiene sus virtudes y también sus ineficiencias, pero

funciona, y los mercados así lo exigen. Y además resulta ser una tendencia internacionalmente reconocida, dado que todos los sistemas tributarios modernos articulan soluciones para la inversión colectiva, acordes con su idiosincrasia y con el propio modelo tributario de cada Estado.

## **4.1 ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN FISCAL DE LAS IIC DESDE 1952 HASTA 2006**

Sin duda uno de los pilares en los que se basa la regulación legal de las IIC es su régimen fiscal; de hecho, los primeros pasos en materia normativa se centraron más en el régimen fiscal de estas entidades que en su propio régimen administrativo.

Las IIC siempre han contado con un régimen tributario particular y propio, tanto en lo que afecta a su imposición personal como en lo relativo a la tributación de las rentas derivadas de las inversiones que a través de las mismas realicen sus socios o partícipes.

Esta realidad, que es muy conocida a partir del momento de la entrada en vigor de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC, ya se podía apreciar claramente con anterioridad a dicha Ley.

Aunque en el período comprendido entre 1985 y 2003 este tipo de instituciones se han desarrollado bajo la forma de fondo de inversión, sociedad de inversión mobiliaria de capital fijo o de sociedad de inversión mobiliaria de capital variable, lo cierto es que las distintas disposiciones normativas que regulaban antes de 1985 el régimen fiscal aplicable a las entonces denominadas sociedades de inversión mobiliaria, ya preveían un régimen especial para las mismas.

A fin de aportar fundamentación y perspectiva a la razón de ser del régimen fiscal actual, a continuación se expone la evolución de las principales normas jurídicas que históricamente han regulado las peculiaridades fiscales de este tipo de entidades.

### **1ª Etapa. Desde la Ley de 15 de julio de 1952 hasta la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades**

Como antecedente más remoto cabe citar la Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, en la que se reconoció por primera vez en nuestro Derecho a este tipo de entidades. El artículo segundo de esta Ley reguló determinadas exenciones tributarias para las sociedades de inversión mobiliaria (en aquel momento de capital fijo), en la línea de la experiencia que ofrecían otros países y, sobre todo, con el objetivo de facilitar la colocación del ahorro disperso y desorientado de las economías domésticas y familiares en los mercados de valores, con la ventaja añadida de contar con una gestión profesionalizada de las inversiones<sup>1</sup>.

Las citadas exenciones tributarias eran las siguientes:

- (i) Exención de tributar por la tarifa tercera de la Contribución sobre las Utilidades de la Riqueza Mobiliaria,
- (ii) Exención, a favor de los dividendos que distribuyesen a sus accionistas, de tributar por la tarifa segunda de la misma Contribución, y
- (iii) Exención de los impuestos sobre Emisión y Negociación de Valores Mobiliarios, regulados por la Ley de 13 de marzo de 1943.

La aplicación de las mencionadas exenciones tenía carácter rogado y quedaba supeditado al cumplimiento de determinados requisitos de orden mercantil.

El sistema tributario entonces instaurado se consideró adecuado por la doctrina más autorizada porque eliminaba las trabas fiscales del inversor que canalizaba su ahorro a través de sociedades, precisamente asimilando su tratamiento al del inversor directo.

La comentada Ley de 15 de julio de 1952 sólo promovió la constitución de siete entidades, porque acusaba mucha rigidez al prever exclusivamente la figura mercantil de la sociedad de capital fijo. Por ello, en un afán del legislador de fomentar la figura, fue posteriormente derogada por la Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, cuya principal aportación respecto de la anterior consistió en flexibilizar los requisitos mercantiles a que se supeditaba la posibilidad de aplicar el régimen fiscal previsto en la misma, que no variaba sustancialmente de lo contemplado en 1952, y se concretaba en:

- (i) Exención de tributar por el Impuesto General sobre la Renta de Sociedades y demás Entidades Jurídicas,
- (ii) Exención, a favor de los dividendos que se distribuyesen a sus accionistas, de tributar por el Impuesto sobre las Rentas del Capital,
- (iii) Bonificación de un 40 por ciento en el Impuesto General sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados respecto a la constitución, aumentos de capital, prórrogas, modificaciones y transformaciones a que se refería el número seis de la tarifa de dicho impuesto, y

<sup>1</sup> Resulta muy ilustrativa la propia exposición de motivos, en la que se manifiesta expresamente lo siguiente: “Persuadido el Gobierno de la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional, canalizándolo hacia aquellas inversiones mobiliarias que la industrialización del país demanda, no puede desconocer que un considerable sector de dicho ahorro, subdividido en millares de economías individuales, dispersas por todo el área nacional y alejadas muchas veces de los grandes centros de concentración de capitales, carece del conocimiento y de la información necesaria para saber dónde y cómo situarse de modo conveniente. Sin garantía de seguridad, de rápida realización y de rentabilidad, el mediano y pequeño ahorro vacilará y quedará en definitiva ausente de la necesaria cooperación a los fines enunciados. De aquí que las llamadas Sociedades de Inversión o de Cartera, que, ajenas a todo cometido industrial directo, se limitan a ofrecer a sus accionistas un conjunto de participaciones simultáneas en valores mobiliarios de naturaleza diversa, dentro de una escrupulosa selección, compensando así riesgos y beneficios, se ofrezcan como un dispositivo financiero apto para la colocación de ese ahorro disperso y desorientado. Pero, por otra parte, la experiencia de otros países, que debe ser aprovechada, demuestra que tales Sociedades no cumplirían plenamente su cometido si no se las sustrae a los efectos de la plurimposición, y de ahí la necesidad de concederles, como requisito vital, las exenciones fiscales que en la parte dispositiva se establecen, siempre que cumplan las condiciones que en la misma se señalan.”

(iv) Exención del Arbitrio sobre el Producto Neto y de cualquier otro gravamen exigible por los entes locales que recayese sobre los mismos supuestos de hecho a que se referían los tributos estatales enunciados en los anteriores apartados.

Posteriormente, el contenido de la Ley de 26 de diciembre de 1958, que tampoco produjo un marco normativo que materializase con éxito un fomento real de estas instituciones, fue objeto de varias modificaciones y desarrollos reglamentarios por medio de diferentes disposiciones, entre las que cabe destacar el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, la Orden de 5 de junio de 1964 por la que se reglamenta el Régimen Jurídico-Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria acogidas a la Ley de 26 de diciembre de 1958, modificada por Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, el Decreto de 27 de julio de 1964, la Orden de 12 de noviembre de 1973 y la Ley 50/1977, de 14 de noviembre. Se comentan a continuación.

El Decreto-ley 7/1964 es la norma clave para entender el despegue de las IIC en España, porque abrió la normativa a los fondos de inversión, permitió por primera vez las sociedades de inversión mobiliaria bajo la modalidad de capital variable y previó, también por primera vez, la cotización en bolsa como una consecuencia (no como un requisito específico para el disfrute de la condición de IIC), derivada del correcto cumplimiento de los requisitos mercantiles y de la inscripción de las sociedades de inversión mobiliaria en el Ministerio de Hacienda. Concretamente, el artículo diez disponía que “*(...) todas las Sociedades o Fondos de Inversión Mobiliaria cuya actividad se desarrolle al amparo de la Ley de 26 de diciembre de mil novecientos cincuenta y ocho, este Decreto-ley y disposiciones complementarias deberán inscribirse en el Ministerio de Hacienda, quien, una vez formalizada la inscripción de una Sociedad o Fondo de Inversión, lo comunicará de oficio a todas las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio, las cuales procederán de inmediato a admitir provisionalmente a la cotización oficial las correspondientes acciones o certificados de participación, debiendo las sociedades o fondos beneficiarios completar la documentación y requisitos necesarios para la admisión definitiva en el plazo de un año.*”

En cuanto a la Orden de 5 de junio de 1964, la misma confirmó y desarrolló lo preceptuado por la Ley de 26 de diciembre de 1958 y el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril y, desde el punto de vista tributario, configuró un régimen fiscal específico para las sociedades de inversión mobiliaria, centrado en los siguientes elementos:

- (i) Exención de tributar por el IS, sin que ello fuera obstáculo a que las entidades jurídicas sometidas al IS que poseyeran acciones de alguna sociedad de inversión pudieran, asimismo, desgravar el importe de los dividendos percibidos por tales acciones, en la misma forma y proporción que regía para todos los demás títulos representativos de capital y emitidos por Sociedades Anónimas.

- (ii) Exención de tributar por el Impuesto sobre las Rentas del Capital por los dividendos que distribuyeran a sus accionistas.
- (iii) Exención de los Impuestos sobre Emisión y Negociación de Valores Mobiliarios, regulados por la Ley de 13 de marzo de 1943 y disposiciones complementarias.
- (iv) Exención de cualquier gravamen exigible por los entes locales que recayera sobre los mismos supuestos de hecho a que se refieren los tributos estatales enumerados en los anteriores apartados.
- (v) Exención, en el IS, de las plusvalías que se pusieran de manifiesto en la revalorización de valores mobiliarios propiedad de cualquier entidad sometida a dicho gravamen, siempre que el adquirente de los valores fuese una sociedad de inversión a la que fuera de aplicación el régimen establecido en la ley y se diesen además dos requisitos adicionales: que la operación lo fuese por un importe mínimo de 10 millones de pesetas y que los valores transmitidos se hubiesen poseído por la entidad transmitente con más de un año de antelación a la fecha de venta.
- (vi) Exención, por el IS y por el Impuesto sobre las Rentas del Capital, de la transmisión, por una sociedad a sus accionistas, en proporción al número de sus acciones, de títulos representativos del capital de sociedades de inversión constituidas con arreglo a la ley, incluso por las plusvalías que se pusieran de manifiesto, siempre que, adicionalmente, las acciones transmitidas fuesen propiedad de la sociedad transmitente, bien por suscripción directa mediante aportaciones dinerarias o bien como consecuencia de la aportación de títulos de su cartera a la sociedad de inversión.

Este régimen fiscal tenía carácter rogado, dado que se precisaba la presentación de una solicitud a tal efecto ante el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, organismo dependiente del Ministerio de Hacienda.

Pero sin duda, la modificación más relevante introducida por el Decreto-Ley fue la relativa al régimen fiscal de los fondos de inversión mobiliaria. Esta figura, hasta entonces desconocida en los ordenamientos de Derecho Romano, y más vinculada a la figura del “*trust*” anglosajón, ha sido a la poste verdadera canalizadora de los ahorros de los inversores en nuestro país.

En cuanto al régimen fiscal de los fondos de inversión, deben destacarse dos aspectos del Decreto Ley: por un lado, la aplicación del mismo régimen fiscal que a las sociedades de inversión mobiliaria, de capital fijo o variable y, por otro, la autorización al Ministerio de Hacienda para declarar exentos de la Contribución General sobre la Renta los ingresos que obtuviesen los participes en los fondos de inversión mobiliaria y que procediesen de la enajenación de los valores de éstos. Esta autorización se materializa en el artículo 17 de la Orden de 5 de junio de 1964, estableciéndose la exención de tal contribución por las rentas proce-

dentes de la enajenación de los valores que hubiesen formado parte de la cartera del fondo durante más de un año.

Posteriormente se aprobó el Decreto 2285/1964, de 27 de julio, sobre adaptación de exenciones fiscales a la Ley 41/1964, de 11 de junio, de reforma del sistema tributario, el cual vino a redefinir el régimen fiscal aplicable a las IIC, prácticamente en los mismos términos que se acaba de exponer.

Este paquete de medidas propició alcanzar un número cercano a las 500 sociedades de inversión en 1975, partiendo de las 45 existentes en 1964.

La Orden de 12 de noviembre de 1973 modificó la de 5 de junio de 1964 sobre régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, e introdujo como principal novedad, respecto de la regulación anterior, la exigencia de dos nuevos requisitos adicionales a los que hasta entonces se supeditaba la concesión del régimen fiscal anteriormente expuesto.

Dichos nuevos requisitos fueron los siguientes:

- (i) Un escrito por el que se estableciese el compromiso formal de la sociedad de inversión mobiliaria de cumplimentar, en el plazo máximo de un año, a partir de su constitución, cuantos requisitos se precisasen para conseguir la admisión definitiva a cotización oficial en Bolsa de las acciones representativas de su capital.
- (ii) Un programa a desarrollar para lograr una efectiva y adecuada difusión y negociación en el mercado de las acciones emitidas por la sociedad, de forma que se asegurase el mantenimiento de dichas acciones en la referida cotización oficial, a tenor de lo preceptuado por los artículos 49 y 50 del Reglamento de las Bolsas de Comercio.

Esta etapa histórica finalizó con la promulgación de la Ley 50/1977, de 14 de noviembre, de Medidas Urgentes de Reforma Fiscal, que limitó la exención fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, a diferencia de lo predictable a los fondos de inversión, a las sociedades efectivamente cotizadas y que distribuyesen todo su beneficio. Con ello se inició un largo período de tratamiento fiscal provisional y vacilante para las sociedades de inversión mobiliaria, que se resume a continuación, y que provocó la disolución de casi la mitad de las sociedades de inversión existentes en esa fecha.

## **2<sup>a</sup> Etapa. Desde la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades hasta la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC**

Con la entrada en vigor de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, quedó derogada la normativa reguladora del Impuesto General sobre la Renta de Sociedades y demás Entidades Jurídicas y del Impuesto sobre las Rentas del Capital, de modo que también se derogó el régimen fiscal especial que resulta-

ba aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria que se constituyesen a partir del 1 de enero de 1979<sup>2</sup>.

Esta circunstancia, unida al hecho de que el artículo 19 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, regulase el régimen de transparencia fiscal, determinó que el régimen fiscal aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria resultase muy confuso<sup>3</sup>. Por esta razón se hubo de aprobar la Orden de 31 de julio de 1980, que, a pesar de haber sido declarada nula por el Tribunal Supremo (Sentencia de 31 de julio de 1985), aclaró el citado régimen de tributación.

Dicha Orden preveía la aplicación obligatoria del régimen de transparencia fiscal a las sociedades de inversión mobiliaria en quienes concurriesen los requisitos para ser consideradas como sociedades transparentes y permitía a las que no tuviesen tal consideración disfrutar en el período 1979-1983 del régimen fiscal de la Disposición Transitoria Tercera de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

A finales de 1983 la continuidad de este régimen fiscal se confirmó, con matices, por la Disposición Adicional Novena de la Ley 44/1983, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1984, a cuyo tenor:

*“En tanto no se produzca la aprobación de la Ley reguladora, las IIC, las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria mantendrán el régimen fiscal establecido con anterioridad al 1 de enero de 1979, teniendo en cuenta, además, las siguientes adaptaciones:*

- a) *No les resultará aplicable el régimen de transparencia fiscal cuando sus acciones y certificados de participación figuren admitidos a cotización oficial en Bolsa.*
- b) *Las referencias contenidas en los textos refundidos a los impuestos a cuenta se entenderán realizadas a las retenciones a cuenta.*
- c) *Los socios, tanto personas físicas como jurídicas, aplicarán la deducción por doble imposición sobre los dividendos y participaciones en beneficios al tipo señalado para las personas físicas.”*

### **3<sup>a</sup> Etapa. Desde la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC hasta la Ley 35/2003, de 4 de noviembre**

La compleja situación fiscal manifestada en la anterior etapa para las IIC, que se materializó en una reducción en el número de estas sociedades, fue resuelta por

<sup>2</sup>Las sociedades de inversión mobiliaria que estuviesen constituidas antes de dicha fecha podrían seguir disfrutando de dicho régimen fiscal, por así preverlo expresamente la Disposición Transitoria Tercera de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, si bien por un periodo máximo de cinco años.

<sup>3</sup>La Disposición Transitoria Cuarta de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, contemplaba la necesidad de remitir un proyecto de ley regulador de las IIC antes de 31 de diciembre de 1979, cosa que no ocurrió hasta transcurridos cinco años.

la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC. Esta norma configuró para estas entidades un cuerpo normativo de naturaleza financiera y de aplicación obligatoria, en el que, adicionalmente, se incluyó una mención específica a cuál debía ser su régimen fiscal.

Así, los artículos 34 y 35 de la Ley 46/1984 y los artículos 75 a 80 de su Reglamento de desarrollo perfilaron un régimen fiscal que, en lo que concierne a las IIC, se caracterizó inicialmente por las siguientes notas:

- (i) Tributación por el IS a un tipo de gravamen inferior al general, el 13 por 100, que podía ser modificado por las Leyes de Presupuestos.
- (ii) Posibilidad de aplicar una deducción por doble imposición interna de dividendos al 100 por 100.
- (iii) Obligación de practicar retención a cuenta sobre los dividendos que distribuyesen a sus accionistas.
- (iv) Aplicación de las reglas de cálculo previstas por la normativa del IRPF para cuantificar las rentas derivadas de la enajenación de valores mobiliarios.

Este régimen fiscal no propició un incremento de las sociedades y fondos de inversión que se pudiese considerar relevante, y tal vez por ello surgió el germen del actual régimen fiscal de las IIC, que ha propiciado alcanzar el extraordinario volumen y relevancia presente. Nos referimos a la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, cuyas Disposiciones Adicionales vigésimo segunda y vigésimo tercera introdujeron cambios sustanciales en la tributación de las IIC. Dichos cambios, en lo que afecta a la tributación institucional de las IIC, se concretaron en la tributación por el IS al tipo de gravamen del 1 por 100 en lugar del 13 por 100 y en la posibilidad de aplicar como única deducción una por doble imposición interna de dividendos al tipo del 10 por 100, tal y como establecía la normativa entonces vigente para los sujetos pasivos del IRPF.

La tributación al tipo reducido del 1 por 100 evidenciaba un objetivo de neutralidad tributaria para la inversión colectiva, que no penalizara la acumulación de beneficios en la institución. No obstante, ha de indicarse que la deducción por doble imposición interna de dividendos al 10 por 100 no fue una deducción exclusivamente “técnica” sino que, por el contrario, daba derecho a la devolución del exceso sobre la cuota del IS, calculada ésta aplicando el citado tipo de gravamen del 1 por 100. Se trataba, por tanto, de una deducción de carácter “efectivo”. No obstante, la vida de esta deducción fue muy limitada, dado que la Disposición Adicional vigésimo segunda de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, suprimió, con efectos a partir del 1 de enero de 1992, la mencionada deducción por doble imposición de dividendos al 10 por 100, con el consiguiente empeoramiento en el tratamiento fiscal de aquellas IIC en cuya cartera existiesen acciones y, en general, valores mobiliarios generadores de dividendos que hubiesen soportado previamente la tributación por el IS.

Es en este momento cuando empieza a consolidarse el régimen fiscal especial que rige actualmente, y entre las razones que abogaron por su aprobación, la doctrina científica del momento<sup>4</sup> apuntaba las siguientes:

- (i) Fomentar las IIC como fórmula para canalizar el ahorro privado y la inversión.
- (ii) Salir al paso de la efectiva instauración en España del espacio económico y financiero europeo, regido, entre otros principios, por el principio de la libre comercialización de organismos de inversión colectiva residentes en otros países de la Comunidad Económica Europea, circunstancia que generaba una situación de competencia entre las sociedades y fondos de inversión españoles y los residentes en otros países europeos.

La historia desde 1992 hasta nuestros días es ya reciente y bien conocida. Al abrigo de un régimen fiscal neutral, con el apoyo de las principales instituciones financieras y gracias a un régimen administrativo y regulatorio que decididamente fomenta este marco institucional, cada año crecen exponencialmente el número de entidades y el volumen de sus patrimonios, hasta convertir a las sociedades y fondos de inversión mobiliaria en uno de los principales vehículos de canalización del ahorro en España.

La decisión del legislador de mantener estable el régimen fiscal de las IIC de carácter mobiliario, a la vez que ha ido introduciendo algunos “retoques” al mismo en otros ámbitos que nos parecen muy sustanciales, se demuestra analizando las muy relevantes iniciativas legislativas que han tenido lugar desde 1992 hasta nuestros días:

- Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades: Derogó el articulado de la Ley 46/1984 en lo atinente al IS, para incorporar a su texto este régimen especial sin afectar a la tributación institucional de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Dos fueron las novedades más relevantes en este campo, aplicables a los socios o partícipes: la plasmación del sistema especial de imputación que afectó a los partícipes personas jurídicas de los FIAMM (artículo 73) y la regulación de la imputación de rentas de entidades o instituciones relacionadas con paraísos fiscales (artículo 74). Ambas particularidades se analizan posteriormente.
- Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas: Incorporó en su articulado la regulación de los socios o partícipes de IIC, de forma coincidente con la que existía en la Ley 46/1984 (que queda derogada en este punto) y en la Ley 43/1995. La calificación de las rentas generadas por la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones en sociedades y fondos de inversión mobiliaria fue, de forma incuestionada,

<sup>4</sup>Entre la numerosa doctrina que escribió sobre la materia, puede citarse a RAMÍREZ MEDINA, EDUARDO: "Novedades en el Régimen Fiscal de las IIC" en *Papeles de Economía, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, nº 35/1991 y "Comentarios al nuevo régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión", en *Rev. Estrategia Financiera*, 1991.

la de incremento (ganancia) o disminución (pérdida) patrimonial, susceptibles de ser incorporadas a la parte especial de la base imponible si su período de generación superaba los plazos marcados con carácter general por la norma, recibiendo por lo tanto el tratamiento común de las alteraciones patrimoniales. En desarrollo de esta ley, reglamentariamente se introdujo una novedad muy importante que fue la de incorporar un nuevo deber de retención en las ganancias patrimoniales derivadas de las transmisiones o reembolsos de determinadas IIC.

- Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social: Introdujo en la Ley 43/1995, del Impuesto sobre Sociedades, algunas prevenciones relativas a la transformación de la forma jurídica de sujetos pasivos que determine un cambio de régimen fiscal, como es el caso de una sociedad preexistente que se inscribe como SIMCAV, y viceversa.
- Ley 46/2002, de 18 de noviembre, de reforma parcial de la imposición directa: Introdujo una medida de gran trascendencia en el campo de las IIC, el régimen de traspasos –derivado del establecimiento, en 1999, de la obligatoriedad de practicar retenciones a cuenta de los rendimientos obtenidos por los accionistas y partícipes de IIC–, y que como es bien conocido afecta a los socios o partícipes contribuyentes del IRPF, permitiéndoles movilizar sus posiciones financieras en este tipo de instituciones bajo un régimen de neutralidad fiscal.

En este punto, el legislador se ocupó de imponer requisitos severos para otorgar el derecho a aplicar la norma cuando se trate de SICAV, que son: (i) número de socios superior a 500; y (ii) porcentaje de participación no superior al 5 por 100 en el año anterior.

Como conclusión acerca de este período temporal, podríamos señalar que el régimen fiscal de las IIC que se aproxima a la neutralidad tributaria gracias a su tipo reducido del 1 por 100, se ha mantenido invariado desde 1991 en cuanto a los requisitos que condicionan su cumplimiento, que son la inscripción de la entidad en los registros administrativos que le otorgan su reconocimiento como institución de inversión colectiva acogida a la Ley 46/1984, y que sus acciones estén admitidas a negociación en Bolsa de valores. Esta estabilidad normativa es especialmente reseñable porque se ha configurado como pilar básico del evidente fomento administrativo de la figura durante este período<sup>5</sup>, y porque se produce en una etapa de gran actividad normativa en nuestro país, y de grandes cambios por lo que afecta al IS y al IRPF<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> En 1990 las IIC gestionaban menos del 2 por 100 del PIB, y en la actualidad este porcentaje es del entorno del 30 por 100.

<sup>6</sup> Buena prueba de este aserto nos la aporta el estudio de la fiscalidad de las IIC inmobiliarias durante esta etapa, en donde a diferencia de lo que ocurre con las de naturaleza mobiliaria, el legislador ha operado sucesivas modificaciones en cuanto a su tipo tributario en el Impuesto sobre Sociedades.

#### **4ª Etapa. Desde la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, hasta la aprobación de la reforma fiscal para 2007**

La promulgación de la vigente Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (la LIIC) se articula como el referente fundamental del régimen fiscal actualmente aplicable a las IIC.

Como expresa su exposición de motivos, el objetivo de la LIIC es establecer un régimen jurídico que satisfaga las necesidades de un sector que se encuentra en una fase de madurez, tras el éxito de la Ley 46/1984, habiéndose alcanzado un volumen de patrimonio correspondiente a las instituciones gestionadas en España en torno al 30 por 100 del Producto Interior Bruto. Además, la LIIC persigue un afán codificador y ordenador de una normativa muy enmendada, y la transposición de dos recientes directivas comunitarias.

En materia del IS, y, concretamente, en cuanto a la particularidad de que las SICAV tributen al tipo del 1 por 100, la LIIC tuvo que afrontar la posibilidad de que estas entidades no coticen en Bolsa de valores. En consecuencia, se eliminó este requisito de la normativa fiscal para evitar que fuese un condicionante que respondiese a razones exclusivamente fiscales, y se introdujo un requisito sustitutivo, cual es que *“el número de accionistas requerido sea como mínimo el previsto en el apartado cuarto del artículo noveno de dicha Ley”*. Es decir, número no inferior a cien, o al que pudiera determinarse reglamentariamente.

De esta forma, la normativa fiscal vigente continúa ofreciendo el acceso al tipo del 1 por 100 a las SICAV y a los fondos adecuadamente constituidos, que tengan un número de accionistas no inferior a 100, o incluso inferior para aquellos casos en los que la normativa de IIC exigiese un número inferior, sin más requisitos o condicionantes que afecten a la condición o calidad de los accionistas, o a otras consideraciones relativas a la idiosincrasia de la entidad.

A todo ello se añade el hecho de que la LIIC y su Reglamento de desarrollo<sup>7</sup> (el RIIC) regulan nuevas fórmulas de inversión colectiva cuya puesta en práctica, en algunos casos, ha determinado cambios en la normativa fiscal. A título de ejemplo, baste citar el caso de los fondos de inversión cotizados (ETF), las IIC de inversión libre y la posibilidad de que existan clases de participaciones o series de acciones dentro de una misma IIC (conocidas como IIC por compartimentos). Y lo mismo cabe afirmar en el campo de las actividades de gestión de IIC, que ya pueden llevarse a cabo en España por sociedades gestoras autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea en régimen de libre prestación de servicios.

Ante estas nuevas realidades, el RIIC ha modificado los reglamentos del IRPF, del IS y del IRNR para acotar la obligación de retener en los fondos de inversión cotizados, o en los casos de sociedades de inversión de capital variable cuyas acciones no coticen en bolsa, así como para adaptar la situación de las IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC o en un único fondo de inversión.

<sup>7</sup> Aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Paralelamente, el RIIC regula las implicaciones fiscales derivadas de la comercialización en el exterior de IIC españolas a través de comercializadores extranjeros, y la utilización de cuentas globales en cuanto a la acreditación de la identidad y residencia de los inversores finales, cuestión ésta que es desarrollada posteriormente por la Orden EHA/1674/2006, de 24 de mayo.

También el RIIC ha incorporado una Disposición Adicional única al Reglamento del Impuesto sobre Sociedades a los efectos de determinar la forma de computar el coeficiente del 50 por ciento mínimo de inversión en viviendas y en residencias estudiantiles y de la tercera edad para que las IIC inmobiliarias tributen al tipo del 1 por ciento en el IS.

Toda la evolución normativa que se acaba de exponer acerca del régimen fiscal aplicable a las IIC desemboca en el presente año 2007, en el que se produce la entrada en vigor de una importante reforma fiscal operada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (en adelante, Ley del IRPF), norma completada por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, reguladora del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, Reglamento del IRPF).

Esta Ley, que determina una tributación homogénea para las “rentas del ahorro” en el IRPF, apenas introduce cambios sustanciales en el régimen fiscal aplicable a las IIC y a las rentas que obtengan sus accionistas o partícipes.

En este sentido, la renta derivada de las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones en IIC, con excepción de las producidas en transmisiones *mortis causa*, serán calificadas como ganancias o pérdidas patrimoniales, que se integrarán en la base imponible del ahorro con independencia de su plazo de generación, tributando al tipo único del 18 por ciento, y sometidas al deber de retención particular de las IIC.

La reforma por lo tanto da un tratamiento homogéneo a estas rentas con relación a otras ganancias y pérdidas patrimoniales, siendo de destacar que ya no existe un diferente planteamiento fiscal para las ganancias o pérdidas generadas a plazo superior a un año (excepto para los contribuyentes que se ven afectados por la problemática particular del límite conjunto IRPF-IP, señalada en el apartado 4.6).

El legislador de 2007 se ha mostrado continuista en la materia relativa a la fiscalidad de las inversiones en IIC, y el esquema de diferimiento tributario por la mecánica de “traspasos” permanece sin variaciones de relevancia.

En cuanto a las distribuciones que pudieran realizar las IIC, continúan calificándose como rendimientos del capital mobiliario derivados de las participación en fondos propios, si bien cuentan con un nuevo tratamiento fiscal aplicable a esta tipología de rentas, consistente en que se integran en la base imponible del ahorro y tributan al tipo único del 18 por ciento, sin ninguna deducción por doble imposición. Como se verá, han quedado privadas del beneficio fiscal de la exención de 1.500 euros anuales.

En los epígrafes que siguen a continuación se expone el régimen fiscal aplicable a las IIC tras la reforma fiscal operada por la Ley del IRPF. Al objeto de facilitar al lector la comprensión del mismo, la sistemática seguida aborda, en primer término, el régimen fiscal aplicable a las propias IIC, tanto en lo relativo a su imposición personal como en el ámbito de la imposición indirecta. Posteriormente se expone el régimen fiscal aplicable a las rentas que obtengan los accionistas o participes de las IIC.

## 4.2 RÉGIMEN FISCAL DE LAS IIC

El presente epígrafe centra su exposición en el régimen fiscal aplicable en el ámbito de la imposición personal de las IIC y, en particular, en el régimen especial de tributación de este tipo de entidades en el IS.

También se analizan otras cuestiones de interés que afectan a otros impuestos, como es el IVA y el Impuesto sobre Actividades Económicas.

### 4.2.1 Impuesto sobre Sociedades (IS)

#### 4.2.1.1 Consideración de las IIC como sujetos pasivos del IS

Las sociedades y fondos de inversión tienen la consideración de sujetos pasivos del IS por así preverlo la Ley.

En el caso de las sociedades de inversión, su sujeción al Impuesto deriva de lo dispuesto en la letra a) del apartado 1 del artículo 7 del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, (en lo sucesivo, Ley del IS), que somete a tributación a las personas jurídicas, excepto las sociedades civiles. Teniendo en cuenta que las sociedades de inversión tienen personalidad jurídica y carácter mercantil y, además, deben adoptar la forma jurídica de sociedad anónima, su condición de sujeto pasivo del IS es clara.

Por su parte, los fondos de inversión adquieren la condición de sujeto pasivo del IS por así preverlo expresamente la letra b) del artículo 7.1 de la Ley del IS ya que, al no tener personalidad jurídica propia y constituirse como una unidad económica o patrimonio separado susceptible de imposición, el artículo 35.4 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria obliga a que la condición de sujeto pasivo se prevea expresamente en la Ley, como de hecho hace el precepto indicado.

Por tanto, todas las IIC residentes en territorio español, en los términos del artículo 8 de la Ley del IS, cualquiera que sea la forma jurídica que revistan, sociedad o fondo, y cualquiera que sea su carácter o su política de inversión, quedan plenamente sujetas al IS, debiendo tributar por la totalidad de la renta obtenida durante el período impositivo (renta mundial), con independencia de su fuente de procedencia.

#### 4.2.1.2 Régimen general versus régimen especial de tributación

La vigente Ley del IS prevé un régimen especial de tributación para las IIC cuya razón de ser ha de encontrarse, entre otras razones, en el objetivo de neutralidad fiscal para la inversión colectiva, de modo que el inversor no se vea sometido a un gravamen previo en sede del vehículo jurídico (IIC) utilizado para canalizar sus inversiones.

Bajo este planteamiento, heredado de las disposiciones normativas que se han expuesto en el epígrafe anterior, la aplicación conjunta de los artículos 28 y 57 de la Ley del IS determina, para las IIC que cumplan determinados requisitos, un régimen de tributación específico cuya principal característica es la aplicación de un tipo de gravamen del 1 por 100.

Lo contrario (tributación por el régimen general) llevaría a la tributación en sede de la IIC al tipo general de gravamen en el IS y a una eliminación sólo parcial de la doble imposición interna de dividendos, circunstancias que desincentivarían el desarrollo de estas instituciones como instrumentos de intermediación en los mercados financieros, destinados fundamentalmente a canalizar el ahorro del pequeño inversor y a permitirle la entrada en determinados mercados e inversiones a los que no accedería sin la participación de las IIC<sup>8</sup>.

Sin perjuicio del análisis pormenorizado que en la presente obra se realiza de este régimen especial, al que remitimos al lector, parece obvio que el desarrollo y crecimiento de las IIC depende, en gran medida, del establecimiento de un régimen tributario especial.

#### 4.2.1.3 Base imponible y tipo de gravamen

##### **Base imponible**

La cuantificación de la base imponible del IS se rige por la normativa de contenido general, es decir, no existe ninguna medida específica para las sociedades y fondos de inversión en la regulación de este elemento del tributo.

Teniendo en cuenta que las IIC de carácter financiero tienen por objeto social la inversión en instrumentos financieros, la base imponible vendrá determinada por los ingresos y gastos que procedan de dichas inversiones financieras, lo que, en la terminología propia del IRPF, nos pone en presencia de rendimientos del capital mobiliario y ganancias y pérdidas patrimoniales. No obstante, la categorización de las rentas que forman la base imponible de las IIC carece de interés, ya que toda la renta tributa en el IS de forma uniforme al ser un impuesto sintético. En este sentido, la base imponible coincidirá con el resultado contable, excepto en ciertos casos en los que se prevé de forma concreta la realización de ajustes extracontables<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup>El artículo 57.1 de la Ley del IS, según redacción dada por la Disposición Final tercera de la LIIC, establecía con relación a las IIC que "...en ningún caso les resultará de aplicación el régimen de las sociedades patrimoniales".

<sup>9</sup>Según el artículo 10.3 de la Ley del IS, "en el régimen de estimación directa la base imponible se calculará corrigiendo, mediante la aplicación de los preceptos establecidos en la presente Ley, el resultado contable determinado de acuerdo con las normas previstas en el Código de Comercio, en las demás leyes relativas a dicha determinación y en las disposiciones que se dicten en desarrollo de las citadas normas".

Los criterios de valoración previstos para la cartera de instrumentos financieros no difieren de los generales. Deben contabilizarse por su precio de adquisición, excluyéndose el importe del “cupón corrido” y los intereses por aplazamiento del pago, de igual forma que se prevé en el Plan General de Contabilidad. A su vez, el importe de los derechos de suscripción preferente se entiende incluido en el precio de adquisición.

Una de las cuestiones que merece un comentario específico es el de la tributación de las minusvalías y plusvalías latentes derivadas de las correcciones del valor de los instrumentos financieros de las SICAV y FI, puesto que al ser IIC de capital variable, deben realizar diariamente tales correcciones a efectos de calcular el valor de suscripción y de recompra de las acciones o participaciones representativas de su capital.

A diferencia de la anterior normativa sobre IIC, la LIIC no destina ningún precepto a regular la forma de calcular el valor del activo de las sociedades y fondos de inversión. Por su parte, el RIIC establece algunos criterios sobre el cálculo del valor liquidativo de las sociedades y fondos de inversión colectiva de carácter financiero y no financiero (artículos 48, 51 y 57), siendo, tanto la Circular 7/1990<sup>10</sup>, de 27 de diciembre como la Circular 4/1994<sup>11</sup>, de 14 de diciembre de la CNMV, todavía vigentes tras la aprobación del RIIC, las que contienen la regulación sustancial. No obstante, el RIIC habilita expresamente a la CNMV para establecer reglas específicas para el cálculo del valor liquidativo en Sociedades y Fondos.

Así, el artículo 48, y el 51 por remisión al mismo, establece que en el caso de IIC de carácter financiero, *“el valor del patrimonio del fondo será el resultante de deducir las cuentas acreedoras de la suma de todos sus activos, valorados con sujeción a las normas contenidas en este reglamento y en las disposiciones que lo desarrollan. Todos los gastos de funcionamiento deberán provisionarse diariamente para la determinación del valor liquidativo.”*

*Los valores admitidos a negociación en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación se valorarán a los precios de mercado del día a que se refiera el cálculo del valor liquidativo.*

*Los valores no cotizados adquiridos se valorarán conforme a su valor efectivo, de acuerdo a criterios de máxima prudencia y aplicando métodos valorativos generalmente admitidos en la práctica. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV dictará las disposiciones necesarias para establecer el tratamiento contable y desarrollar los métodos de valoración aplicables a cada tipo de valores no cotizados.”*

En el caso de SICAVS, el artículo 51 precisa que *“las amortizaciones de los bienes muebles o inmuebles que formen parte del activo, los impuestos que graven el bene-*

<sup>10</sup> Sobre normas contables y estados financieros reservados de IIC.

<sup>11</sup> Sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en tasaciones de inmuebles de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

*ficio social y todos los gastos de funcionamiento deberán provisionarse diariamente para la determinación exacta del valor del patrimonio de la sociedad.*

*A los efectos del párrafo anterior, deberá formularse, antes del comienzo de cada ejercicio, una previsión de los gastos que puedan devengarse en él. Esta previsión deberá hacerse pública en el primer mes del ejercicio, a través de su inclusión en el informe trimestral. Estarán excluidas de este deber las SICAV que hayan delegado en una SGIC todas sus funciones de gestión, administración y representación”.*

Con relación a las minusvalías latentes, según la Circular 7/1990, por éstas deberán dotarse provisiones con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, por lo que deberían incluirse dentro de la base imponible del IS por la totalidad de su importe, dado que en la Ley del IS no se prevén ajustes extracontables que excluyan dichas minusvalías en la base imponible del IS. Sólo en el caso residual de valores no cotizados podría existir conflicto con lo establecido en el artículo 12.3 de la Ley del IS.

Por lo que se refiere a las plusvalías tácitas, al tener que imputarse según lo previsto en la Circular 7/1990 en cuentas fuera de balance, tales variaciones de valor no pueden incluirse dentro del resultado contable ni, en consecuencia, en la base imponible del IS, ya que según el artículo 15.1 de la Ley del IS únicamente se integran en la base imponible el importe de las revalorizaciones contables cuando se lleven a cabo en virtud de normas legales o reglamentarias que obliguen a incluir su importe en el resultado contable. En consecuencia, a este respecto no existen diferencias en cuanto al régimen general del IS.

Por lo que se refiere a las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria, no deben valorar su activo diariamente, puesto que las sociedades no están obligadas a poner en circulación acciones y recomprarlas cuando lo solicite el accionista (tal y como se verá más adelante), y a los fondos sólo se les exige que admitan a los partícipes que suscriban participaciones o soliciten el reembolso una vez al año, debiendo fijar el valor liquidativo, al menos, una vez al mes (letras a) y b) del artículo 39 de la LIIC).

En cuanto a la tasación de los bienes inmuebles, el artículo 57 del RIIC establece que deberá ser realizada por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario y que “*los criterios de valoración de los bienes inmuebles y derechos reales que integren el patrimonio de las IIC inmobiliarias serán, en general, los previstos en el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y en la normativa de desarrollo, con las adaptaciones y modificaciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda*”.

Los inmuebles que adquieran estas entidades se contabilizan al precio de adquisición, pero, a diferencia del régimen general, todos aquellos gastos necesarios que afectan a la operación en vez de incorporarse al precio de adquisición se destinan a una cuenta denominada “*gastos a distribuir en varios ejercicios*”, periodifi-

cándose su importe mensual y linealmente en el plazo de cuatro años contados desde la fecha de adquisición del inmueble, según la referida Circular 4/1994 de la CNMV.

Esta forma de computar los gastos necesarios supone una ventaja respecto al régimen general, dado que el período de amortización de los bienes inmuebles es superior a cuatro años, por lo que se produce un diferimiento de impuestos con relación al régimen general.

Mensualmente deben establecer el valor estimado de realización de los bienes inmuebles atendiendo a la última tasación de los mismos. En el caso de los fondos de inversión, pueden sumar o restar a este valor una oscilación del 3 por 100, pero sin que en ningún caso supere al valor de mercado establecido en la tasación.

Las plusvalías y minusvalías latentes correspondientes a cada inmueble se determinan por comparación entre el valor estimado de cada inmueble y su valor contable más, en su caso, las inversiones adicionales, complementarias o de rehabilitación certificadas por los tasadores.

Por las minusvalías latentes se dotan las correspondientes provisiones, debiendo realizar los respectivos ajustes contables en la cuenta de provisiones del inmueble en concreto. Éstas serán deducibles en la medida en que se soporten por la adecuada tasación. En cuanto a las plusvalías latentes, éstas se anotan en cuentas fuera de balance con el fin de calcular el valor liquidativo de la acción o participación, por lo que no afectan al resultado contable ni al cálculo de la base imponible del IS.

Con el fin de calcular el valor liquidativo, la suma de los importes reconocidos en las cuentas “minusvalías pendientes de desdotar” y “plusvalías pendientes de reconocer” correspondientes al inmueble, ambas fuera de balance, se distribuye proporcionalmente mes a mes durante el número de meses que reste hasta la realización de la próxima tasación.

### **Tipo de gravamen**

Las IIC pueden estar sujetas a dos tipos de gravamen distinto, en función de su naturaleza (financiera o no financiera) y del cumplimiento de determinados requisitos.

Como ya se ha indicado, la Ley del IS contempla un tipo específico de gravamen del 1 por 100 (apartado 5 del artículo 28) para las IIC que cumplan determinados requisitos.

A continuación se desarrolla en detalle el contenido de dichos requisitos, en función de que se trate de sociedades y fondos de carácter financiero o no financiero, refiriéndonos, respecto a estos últimos, exclusivamente a las IIC inmobiliarias.

#### **4.2.1.4 IIC a las que resulta aplicable el régimen especial de tributación en el IS**

##### **4.2.1.4.1 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV) y fondos de inversión de carácter financiero**

De acuerdo con el artículo 28.5 de la Ley del IS, en redacción dada por la LIIC con efectos para los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2004, tributarán al tipo del 1 por 100:

*"a) Las sociedades de inversión de capital variable reguladas por la LIIC, de 4 de noviembre, de IIC, siempre que el número de accionistas requerido sea, como mínimo, el previsto en su artículo 9.4.*

*b) Los fondos de inversión de carácter financiero previstos en la citada Ley, siempre que el número de partícipes requerido sea, como mínimo, el previsto en su artículo 5.4".*

El precepto transcrita ha suprimido, como requisito necesario para la aplicación de dicho tipo de gravamen, la cotización en Bolsa de valores de las acciones representativas del capital de las sociedades de inversión mobiliaria, puesto que, a diferencia de lo que establecía la antigua Ley 46/1984, la LIIC ya no exige la cotización en Bolsa de las sociedades de inversión.

Por tanto, la norma reguladora del IS exige en la actualidad dos requisitos:

- Que la IIC tenga la consideración de sociedad o fondo de carácter financiero, con arreglo a lo dispuesto en la LIIC;
- Que la IIC tenga el número mínimo de partícipes exigido en los artículos 5.4 y 9.4 de la LIIC, esto es, un mínimo de 100 partícipes o accionistas, sin perjuicio de que reglamentariamente se pueda establecer un umbral distinto.

En la actualidad, los artículos 3 y 6 del RIIC, en relación con las sociedades y fondos por compartimentos, exigen un mínimo de 20 socios o partícipes en cada compartimento, debiendo, en todo caso, respetar el mínimo total de 100 socios o partícipes en el conjunto de la IIC.

Adicionalmente, los preceptos reglamentarios previamente señalados flexibilizan el número mínimo de partícipes/socios tratándose de fondos o sociedades de inversión libre, en cuyo caso es suficiente un mínimo de 25, en tanto que permiten la existencia de fondos principales participados íntegramente por los fondos subordinados.

##### **4.2.1.4.2 IIC de naturaleza inmobiliaria**

En relación con las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria, la LIIC otorgó una nueva redacción al artículo 28.5.c) de la Ley del IS, estableciendo, para aquellos períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2004, su tributa-

ción al 1 por 100, siempre que, junto a los dos requisitos previamente analizados para las IIC de carácter financiero, concurrieran los siguientes:

- Tener por objeto exclusivo la inversión en cualquier tipo de inmueble de naturaleza urbana para su arrendamiento y, además, las viviendas, las residencias estudiantiles y las residencias de la tercera edad, en los términos que reglamentariamente se establezcan, representar al menos, conjuntamente, el 50 por 100 del total del activo.
- No enajenar los bienes inmuebles que integren el activo de las IIC hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo, que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la CNMV.

En cuanto a los dos primeros requisitos, los generales a todas la IIC, nos remitimos a los comentarios efectuados en el apartado anterior, puesto que los mismos son igualmente requeridos a las IIC de carácter inmobiliario, sin perjuicio de señalar que la exigencia de un número mínimo de socios o partícipes constituye una novedad introducida por la LIIC.

#### **Objeto social**

En lo que se refiere a su objeto social, si bien el artículo 35 de la LIIC define las IIC de naturaleza inmobiliaria como “*aquellas IIC de carácter no financiero que tengan como objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento*”, el artículo 28 de la Ley del IS exige que “*el objeto social consista exclusivamente en la inversión en cualquier tipo de bien inmueble de naturaleza urbana para su arrendamiento*”.

A efectos del cómputo del coeficiente mínimo del 50 por ciento de la inversión conjunta de su activo total en viviendas, residencias de la tercera edad y estudiantiles respecto del total activo que deben cumplir tanto las sociedades como los fondos de inversión inmobiliaria para disfrutar del tipo de gravamen del 1 por 100, la Disposición Adicional única del Reglamento del IS<sup>12</sup> establece que “*se tendrán en cuenta las inversiones previstas en el artículo 56.1.a) (esto es, la inversión en inmuebles finalizados) y b) (esto es, la inversión en inmuebles en fase de construcción) del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y siempre que, además, en los casos previstos en el párrafo b) del artículo 56.1 mencionado se cumplan las siguientes reglas:*

- a) Que los bienes inmuebles en construcción tengan entidad registral mediante la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad.*
- b) Que se trate de viviendas, residencias estudiantiles y de la tercera edad”.*

No obstante, el apartado tercero de dicha Disposición Adicional establece que, para la determinación del porcentaje de inversión en bienes inmuebles, el cómputo del coeficiente de inversión del 50 por ciento se debe realizar en la misma

<sup>12</sup>Aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio.

forma prevista en el artículo 60 del Reglamento de la LIIC, en virtud del cual “*el porcentaje vendrá referido al valor que resulte de los bienes, derechos y valores al final de cada mes, de conformidad con las reglas de valoración que a los efectos establezca el Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV. Para comprobar si se cumple el porcentaje, el cálculo se realizará al final de cada año, como media de los saldos al final de cada mes del ejercicio, sin que se considere en dichos saldos, a los efectos del citado porcentaje, si la sociedad gestora así lo decide, las aportaciones realizadas por los partícipes en los 24 meses precedentes a cada una de las fechas consideradas en su cálculo*”.

El apartado segundo de dicha Disposición Adicional define el concepto de residencia estudiantil, considerando como tal “*los inmuebles diseñados o adaptados específicamente para acoger a estudiantes, que estén reconocidos oficialmente como tales*”. A su vez, define el concepto de residencias de la tercera edad como “*los inmuebles diseñados o adaptados específicamente para acoger a personas de la tercera edad, que hayan sido autorizadas como tales*”.

El apartado cuarto de la mencionada Disposición Adicional establece que “*el tipo de gravamen previsto en el artículo 28.5 de la Ley del Impuesto resultará provisionalmente aplicable a los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria de nueva creación y estará condicionado a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, alcancen el porcentaje de inversión requerido en dicho artículo. Si no llegara a cumplirse tal condición, la tributación por el Impuesto sobre Sociedades de los ejercicios transcurridos se girará al tipo general vigente en estos, con devengo del interés de demora*”.

Por último, la referida Disposición Adicional establece que el coeficiente de inversión mínima del 50% en viviendas, residencias estudiantiles y de la tercera edad debe cumplirse para cada uno de los compartimentos, en el caso de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria por compartimentos.

### **Mantenimiento de las inversiones**

Respecto del período mínimo de mantenimiento de la inversión realizada por las IIC de naturaleza inmobiliaria que tributen de acuerdo al régimen especial, el artículo 56.5 del RIIC exige un plazo de tres años desde su adquisición y respecto de todos los inmuebles que integren el activo de la IIC inmobiliaria, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la CNMV.

Ante un incumplimiento de dicho período mínimo de mantenimiento, el artículo 28.5.c) 2º párrafo de la Ley del IS exige no sólo tributar por la renta derivada de dicha transmisión al tipo de gravamen general, sino también por las rentas derivadas del arrendamiento del inmueble transmitido durante cada uno de los períodos en que la IIC tributó al 1 por 100, sin perjuicio de los intereses de demora, recargos y sanciones que, en su caso, resulten procedentes.

Finalmente, interesa destacar que el artículo 28.5.d) de la Ley del IS prevé que la aplicación del tipo de gravamen del 1 por 100 se extienda a las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria que, además de reunir todos los requisitos anteriormente expuestos, desarrolleen la actividad de promoción exclusivamente de viviendas para destinarlas a su arrendamiento y cumplan las siguientes condiciones:

- Las inversiones afectas a esta actividad no podrán superar el 20 por 100 del total del activo;
- Las actividades de promoción y de arrendamiento deberán ser objeto de contabilización separada por cada inmueble adquirido o promovido;
- Los inmuebles derivados de la actividad de promoción deberán permanecer arrendados u ofrecidos en arrendamiento por la sociedad o fondo de inversión inmobiliaria durante un período mínimo de siete años, a contar desde la finalización de la construcción.

El incumplimiento de los períodos de mantenimiento legalmente establecidos (tres años en el caso de adquisición y siete en el caso de promoción), implica que la renta derivada de dicha transmisión deba tributar al tipo general de gravamen del impuesto. Adicionalmente, la entidad deberá ingresar, junto con la cuota del período impositivo en que se transmite el inmueble, los importes resultantes de aplicar a las rentas correspondientes al inmueble, en cada uno de los períodos en que tributó al 1 por 100, la diferencia entre el tipo de gravamen general vigente en cada período y el 1 por 100, sin perjuicio de los intereses de demora, recargos y sanciones que, en su caso, resulten procedentes.

Las IIC inmobiliarias que vayan a desarrollar la actividad de promoción de viviendas para su arrendamiento, estarán obligadas a comunicar dicha circunstancia a la Administración Tributaria en el período impositivo en que se inicie la citada actividad.

#### **4.2.1.4.3 Medidas para evitar la doble imposición, deducciones en la cuota y pagos a cuenta**

El artículo 57.1 de la Ley del IS dispone que las sociedades y fondos de inversión no podrán aplicar deducción alguna en la cuota ni la exención de rentas en la base imponible para evitar la doble imposición internacional.

Esta exclusión se aplica a las sociedades y fondos de inversión que tributan por el IS al 1 por 100, de forma que las IIC que no cumplen los requisitos para disfrutar de esta tributación especial, podrán aplicar las deducciones de la cuota correspondientes y la referida exención. En el caso de las IIC la atenuación de la doble imposición se produce, en gran medida, con la aplicación del tipo de gravamen reducido.

Esta imposibilidad de aplicar deducciones en la cuota no afecta a los pagos fraccionados ni a las retenciones e ingresos a cuenta que soporten los ingresos obtenidos por las sociedades y fondos de inversión. En este sentido, el artículo

57.2 de la Ley del IS dispone que la Administración Tributaria devolverá de oficio el exceso de los pagos fraccionados anticipados al Tesoro y también las retenciones e ingresos a cuenta practicados en exceso sobre los ingresos. De esta forma se trata de evitar que las IIC soporten una carga tributaria superior al 1%, al obtener la devolución de las retenciones y pagos fraccionados practicados en exceso, teniendo en cuenta que están obligadas a presentar los correspondientes pagos fraccionados y que, a su vez, los rendimientos obtenidos por dichas IIC están, con carácter general y de acuerdo con la normativa general de los impuestos personales, sujetos a retención.

Las dificultades operativas que planteaba esta situación a las IIC fueron en parte salvadas por el establecimiento de la exclusión de retención para los activos negociados en mercados organizados, contemplada en el artículo 59, letras q) y s) del Reglamento del IS que, al referirse a los sujetos pasivos del IS, resulta aplicable a las IIC.

#### **4.2.1.5 Consideraciones acerca del régimen especial de tributación de las IIC**

Como ha quedado expuesto con anterioridad, las IIC disfrutan de un régimen especial de tributación en el IS. El objetivo del presente apartado es reflexionar acerca de la razón de ser de dicho régimen especial, por lo que de cara a facilitar su exposición teórica, consideramos necesario, en primer lugar, hacer algunas consideraciones sobre lo que significa en el IS un régimen especial de tributación, y su diferenciación con otros regímenes especiales regulados en la normativa del Impuesto, para concluir situando en su adecuado contexto el régimen especial de las IIC, a través del estudio del espíritu y finalidad del mismo.

##### **4.2.1.5.1 Significado y clasificación de los regímenes tributarios especiales en el IS. Régimen especial de tributación de las IIC**

La vigente Ley del IS es un texto amplio que comprende dos ámbitos de regulación claramente diferenciados:

- (i) El primero de ellos es el que podríamos denominar “*régimen general*” del Impuesto, aplicable a todos aquellos sujetos pasivos que no pueden invocar la especialidad de un régimen propio, o incluso a los que siendo acreedores de un “*régimen especial*” les resulta aplicable a modo de norma supletoria, en todo lo no previsto por el régimen especial en cuestión.
- (ii) El segundo ámbito de regulación es el integrado por el Título VII del Texto Refundido, precisamente denominado “*Regímenes tributarios especiales*”.

Una lectura detallada del citado Título VII permite concluir que el mismo se sustenta en dos ideas principales:

- (i) A estos regímenes especiales les resulta de aplicación como normativa supletoria el régimen general del Impuesto, al que deberá acudirse para todo lo no previsto por ellos.

(ii) Los distintos regímenes tributarios especiales regulados dentro del Título VII son clasificados por el legislador en función de dos criterios expresamente contemplados en el artículo 47 del citado cuerpo normativo:

- Regímenes especiales por razón de la naturaleza de los sujetos pasivos afectados (de *condición subjetiva*).
- Regímenes especiales por razón de la naturaleza de los hechos, actos u operaciones de que se trate (de *condición objetiva*)<sup>13</sup>.

A su vez, es preciso distinguir, dentro del ámbito señalado como de condición subjetiva, dos bloques bien diferenciados, en función de si el régimen especial depende de su actividad o de la forma jurídica del sujeto pasivo:

(i) Así, son regímenes especiales de *condición subjetiva* aplicables a cualquier entidad, dependientes de las características de su actividad, operaciones u objeto social, a título de ejemplo, los siguientes:

- Entidades en consolidación fiscal
- Entidades mineras
- Entidades dedicadas a la investigación y explotación de hidrocarburos
- Entidades de reducida dimensión
- Entidades de tenencia de valores extranjeros
- Entidades navieras
- Entidades de la Zona Especial Canaria

(ii) Por otro lado, son regímenes especiales de *condición subjetiva* subordinados completamente a la forma jurídica del sujeto pasivo, los siguientes:

- Agrupaciones de interés económico españolas
- Agrupaciones europeas de interés económico
- Uniones temporales de empresa
- Sociedades y fondos de capital riesgo
- Sociedades de desarrollo industrial y regional
- IIC
- Fundaciones, instituciones y asociaciones sin ánimo de lucro
- Colegios profesionales
- Asociaciones empresariales
- Cámaras oficiales
- Sindicatos de trabajadores
- Partidos políticos

<sup>13</sup>Dentro de esta categoría de la clasificación se engloban, entre otros, (i) operaciones de fusión, escisión, aportación de activos y canje de valores, (ii) operaciones en transparencia fiscal internacional y, (iii) contratos de arrendamiento financiero.

- Fondos de promoción de empleo
- Mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades de la Seguridad Social
- Fondos de pensiones
- Cooperativas
- Uniones, federaciones y confederaciones de cooperativas
- Comunidades titulares de montes vecinales en mano común

En definitiva, en el IS existe un buen número de regímenes especiales de naturaleza puramente *subjetiva*, del que pueden ser acreedores todas las sociedades, entidades o sujetos pasivos del Impuesto que reúnan unas condiciones que se refieren, única y exclusivamente, a su forma jurídica, reconocida institucionalmente por medio de una actuación administrativa o de una norma mercantil.

Por el contrario, otros regímenes especiales, regulados por la normativa del Impuesto, se reconocen a los sujetos pasivos del IS en virtud de la actividad, condiciones patrimoniales, tamaño y volumen, operativa, objeto social, etc., y su invocación no alude a la simple condición subjetiva de la entidad, sino a aspectos concretos de la operativa del sujeto pasivo.

Con el ánimo de profundizar en la razón de ser del régimen de las IIC que, tal y como se ha mencionado es un régimen de naturaleza subjetiva, interesa detenernos en el amplio capítulo de los sujetos pasivos que tienen reservado un régimen especial en el IS debido, exclusivamente, a su configuración subjetiva-mercantil, para tratar de entender la forma en la que el legislador les otorga el régimen especial, que no es homogénea en todos los casos.

En efecto, en este capítulo de entidades que tienen reservado un régimen especial puramente subjetivo, dependiente y ligado a su configuración jurídico-mercantil, se distinguen con nitidez dos grupos:

(i) Entidades cuyo régimen especial requiere, además de la calificación subjetiva propia y configuradora del régimen, la realización de determinadas actividades. A sensu contrario, este tipo de entidades pierden su estatus fiscal especial si operan de forma que se contravengan los requisitos exigidos por la norma. Son ejemplos los siguientes:

- Agrupaciones de interés económico españolas, agrupaciones europeas de interés económico y uniones temporales de empresas. Su régimen especial se condiciona a la realización de actividades adecuadas a su objeto social y a no poseer determinadas participaciones en sociedades, según lo establecido en su normativa sectorial.
- Entidades reguladas en la Ley 49/2002, de 23 de diciembre (con anterioridad, Ley 30/1994, de 24 de noviembre): Fundaciones y entidades sin fines lucrativos. La aplicación de su régimen especial se condiciona a severos requisitos exigidos por su normativa propia.

- Cooperativas reguladas por la Ley 27/1999 General de Cooperativas, la Ley 13/1989 de Cooperativas de Crédito, u otras leyes de reconocimiento y ámbito autonómico. La aplicación del régimen especial de las cooperativas fiscalmente protegidas se califica por el estricto cumplimiento de un gran número de requisitos operativos, cuya vulneración implica la pérdida de la condición de cooperativa protegida.
- (ii) Un segundo conjunto de entidades con regímenes especiales subjetivos lo componen las entidades que pueden invocar el régimen especial del IS de forma autónoma, por el mero hecho de ser entidades que responden a una tipología reconocida administrativamente, y sin estar condicionadas por las operaciones que realicen. En este capítulo, tendríamos:
- Sociedades y fondos de capital riesgo, que tributan en el IS beneficiándose de una exención del 99 por 100 de determinadas rentas y un favorable tratamiento de los dividendos que perciben, con el único requisito de estar constituidos bajo lo preceptuado en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre.
  - Fondos de pensiones, que tributan al tipo del 0 por 100 sin más requisitos que estar constituidos como tales según su propia normativa (Ley 8/1987, de 8 de junio, y Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre).
  - Fundaciones, instituciones y asociaciones sin ánimo de lucro no reguladas en la Ley 49/2002, de 23 de diciembre, Uniones, federaciones y confederaciones de cooperativas, Colegios profesionales, Asociaciones empresariales, Cámaras Oficiales, Sindicatos de trabajadores, Partidos políticos, Fondos de promoción de empleo, o Mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales de la Seguridad Social. El régimen especial previsto en la Ley del IS para esta amplia tipología de entidades consiste en una exención reservada a su operativa típica que no determine una actividad económica, y a la aplicación de un tipo reducido del 25 por 100 para todas las operaciones o rentas no exentas, sólo condicionada a la calificación administrativa o mercantil de la entidad, de acuerdo a su normativa sectorial aplicable.

Una vez concluida esta introducción sobre el significado y características de los regímenes especiales del IS, a continuación se expone el régimen reservado a las IIC con la finalidad de situarlo en su adecuado contexto.

El régimen especial propiamente dicho se regula en el Capítulo V del Título VII de la Ley del IS (artículos 57 a 60), donde se distingue con nitidez la regulación propia de las IIC en el IS, de la que se determina para los socios o partícipes que son sujetos pasivos de este impuesto. A su vez, el artículo 28 de la Ley del IS regula un aspecto esencial del régimen fiscal especial, cual es la aplicación de un tipo de gravamen del 1 por 100.

Y dentro del capítulo de las IIC reguladas por la LIIC, a efectos de la aplicación del tipo reducido de gravamen del 1 por 100, es posible distinguir instituciones que no apliquen este tipo especial frente a otras que lo aplicarán, de acuerdo a las siguientes reglas:

- (a) Los fondos de inversión de carácter financiero previstos en la citada ley pueden aplicarlo siempre que el número de partícipes requerido sea, como mínimo, el previsto en su artículo 5.4.
- (b) Las sociedades de inversión de capital variable reguladas en la citada ley pueden aplicarlo siempre que el número de accionistas requerido sea, como mínimo, el previsto en su artículo 9.4.
- (c) Las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria aplicarán el tipo del 1 por 100 bajo el cumplimiento de una batería de requisitos que aluden a su objeto social, composición de su activo y condiciones de permanencia de sus inversiones.

Como puede apreciarse, el legislador fiscal ha previsto para las IIC reguladas por la LIIC un régimen especial de consideración subjetiva, si bien se exigen algunos requisitos adicionales para su aplicación, para cuya concreción y observancia la normativa del IS se remite de forma expresa a lo previsto en la normativa sectorial que regula este tipo de entidades.

#### 4.2.1.5.2 Justificación del régimen tributario especial de las IIC. Espíritu y finalidad del régimen

##### **Consideraciones previas**

Veamos a continuación, como forma de entender mejor el régimen especial que nos ocupa, cuál es su verdadero espíritu y finalidad, causa de legitimación de su existencia. En particular, trataremos de concretar si existen razones de justicia tributaria que fundamenten la configuración para las sociedades y fondos de inversión de un régimen especial distinto al de otras entidades con su misma o similar naturaleza jurídica.

Este análisis lo haremos tomando como referencia la estructura jurídica de nuestro sistema tributario y, en particular, los diferentes principios que configuran en dicho sistema.

Así, el artículo 31.1 de la Constitución Española (en lo sucesivo, CE) establece los principios tributarios esenciales, de tal forma que atendiendo al citado precepto, nuestro sistema fiscal debe basarse en los principios de capacidad económica, generalidad, igualdad, progresividad y no confiscatoriedad. En virtud de los citados principios, todas las personas deben tributar conforme a su capacidad económica, atendiendo a criterios de progresividad, sin que se produzcan discriminaciones entre sujetos con una misma capacidad económica y sin que su aportación a las arcas públicas tenga carácter confiscatorio.

Pues bien, a continuación intentaremos discernir si con base en tales principios está justificada la concesión de un estatus fiscal especial para las IIC, para concluir analizando la función económica y social que cumplen este tipo de instituciones.

Como ya se ha mencionado, el denominado régimen especial de las IIC no es más que un conjunto de normas, medidas e instrumentos de naturaleza tributaria que regula, tanto las particularidades tributarias que afectan a la fiscalidad de la institución, como las que afectan a sus socios o partícipes. En este punto, hemos explicado anteriormente que, en algunos casos, estas medidas de naturaleza tributaria han sido adoptadas por el legislador atendiendo a la propia naturaleza de estas instituciones, mientras que en otros son medidas de política fiscal decididas por el legislador con alguna finalidad concreta.

Si bien estas medidas incumben a diversas figuras impositivas: IS, IRPF, IVA e ITP y AJD, las cuales serán objeto de análisis pormenorizado en los siguientes apartados de esta obra, vamos a circunscribir nuestro enfoque al régimen especial del IS y, más concretamente, a la aplicación del tipo reducido de gravamen del 1 por 100 (artículo 28 de la Ley del IS).

### ***Principio de justicia tributaria: igualdad y progresividad***

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley del IS, son sujetos pasivos del Impuesto, entre otros, las personas jurídicas (a excepción de las sociedades civiles) y los fondos de inversión regulados en la LIIC.

Por tanto, todas las IIC, residentes en territorio español, en los términos del artículo 8 de la Ley del IS, cualquiera que sea la forma jurídica que revistan, sociedad o fondo<sup>14</sup> y cualquiera que sea su carácter o política de inversión, quedan plenamente sujetas al IS, debiendo tributar por la totalidad de la renta mundial obtenida durante el período impositivo, cualquiera que fuera su fuente u origen.

En este punto, hemos de resaltar que existe doctrina científica autorizada que sostiene que un encuadramiento de las sociedades y fondos de carácter financiero dentro de nuestro sistema tributario atendiendo, exclusivamente, a la naturaleza jurídica de las mismas, podría lesionar el principio de progresividad y el de igualdad y suponer un serio obstáculo para su efectivo desarrollo. En otras palabras, la exigencia del IS según la normativa general y el sistema de eliminación de la doble imposición de dividendos que prevé nuestro sistema tributario, y que no consigue evitar este efecto indeseable en todos los casos, son factores que negarían a los partícipes o accionistas de dichas IIC el grado de justicia mínimo que debe respetarse.

En efecto, teniendo en cuenta que los mecanismos que prevé el sistema tributario español para corregir la doble imposición económica interna no la elimina plenamente, tanto en el IS como en el IRPF, la tributación de las IIC de acuerdo con el régimen general del IS daría lugar a supuestos de doble imposición lo cual supon-

<sup>14</sup>En el caso de los fondos de inversión, a pesar de no tener personalidad jurídica, son patrimonios separados aptos para ser centros de imputación jurídica, además de que poseen las características esenciales de esa personalidad; por tanto, reúnen las cualidades para ser sujetos tributarios, y así los ha considerado la Ley del IS.

dría un grave desincentivo para el desarrollo de tales instrumentos de intermediación en los mercados financieros, destinados fundamentalmente a canalizar el ahorro del pequeño inversor y a permitirle la entrada en determinados mercados e inversiones que, de otro modo, le estarían vedados.

Podemos concluir por tanto que, el desarrollo y crecimiento de estas instituciones depende, en gran medida, del establecimiento de un régimen tributario especial que permita eliminar esa doble imposición. En la actualidad, el régimen fiscal especial contenido en la Ley del IS otorga el tipo de tributación al 1% y reconoce el derecho a la devolución del exceso de retenciones soportadas sobre la cuota diferencial.

### **Principio de neutralidad impositiva**

Al hilo de lo comentado y, precisamente en relación con el tipo del 1%, cuya razón se ha justificado en el apartado anterior, frecuentemente se utilizan los términos de “beneficio o ventaja fiscal” para referirse al régimen especial de las IIC, expresión que suscita todo tipo de polémicas.

Sin embargo, tal y como se desarrollará a continuación, para fundamentar la razón de ser del régimen especial de las IIC en el IS, el término que resulta realmente aplicable con toda objetividad es el de “objetivo de neutralidad fiscal”<sup>15</sup>.

Visto de forma estática y, tal y como se ha comentado, a priori la tributación de una sociedad al tipo del 1 por 100 podría suponer un beneficio frente a las que tributan al 35 por 100. No obstante, un análisis detallado de la cuestión nos lleva a concluir que dicha diferencia de tributación no es un beneficio, porque se priva a estas entidades y a sus socios o partícipes del derecho a deducciones en la cuota o de la exención de rentas en la base imponible para evitar la doble imposición internacional (artículo 57 de la Ley del IS). De hecho, es posible demostrar empíricamente casos en los que el régimen determina un perjuicio fiscal, cuando las carteras de estas entidades se materializan en valores de renta variable o en valores extranjeros.

Al analizar la evolución normativa histórica del régimen encontramos que, desde el año 1984, no se encuentra en el régimen especial del impuesto una sola deducción, exención o bonificación, pero sí multitud de especialidades tributarias que persiguen un único fin: la neutralidad en el tratamiento tributario aplicable a los inversores que optan por estos vehículos colectivos<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup>Aunque de forma expresa dicho principio no está mencionado en nuestra Constitución, se considera que en las economías de mercado que imperan en los sistemas de capitalismo mixto es un principio al que debe aspirarse. No obstante, algunas de las exigencias básicas de este principio pueden entenderse amparadas en los principios de generalidad e igualdad previstos en el artículo 31 CE, debido a la interconexión existente entre estos principios y el de neutralidad. Por otro lado, las últimas reformas tributarias del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto sobre Sociedades han situado al principio de neutralidad impositiva como el eje principal de las mismas, al mismo tiempo que es abundante la doctrina que considera la neutralidad impositiva como uno de los principios básicos del sistema tributario.

<sup>16</sup>La última y quizás más llamativa manifestación es la eliminación del denominado “peaje fiscal” en 2003, medida de neutralidad financiera en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

En paralelo a las razones que justifican la actividad de fomento administrativo de las IIC que se ha producido en estos años, se ha comprobado casi empíricamente la necesidad de contar con un régimen fiscal de neutralidad que las ampare. La aplicación de este principio a la inversión colectiva implica la ausencia de justificación de las intervenciones fiscales legislativas que puedan influir en el comportamiento de un sujeto inversor en el momento de decidir si la inversión de su ahorro desea realizarla de forma individual o colectiva, salvo que con tales intervenciones pretendan corregirse inefficiencias en la competencia perfecta que debe imperar en el mercado.

En efecto, un régimen de neutralidad significa, ni más ni menos, un planteamiento que no es un beneficio tributario, sino un mecanismo de naturaleza estrictamente técnica que elimine obstáculos para los inversores que acuden a estas instituciones si los comparamos con quienes acometen su inversión a título individual de forma directa colocando sus ahorros en acciones, activos financieros o depósitos. De ahí que la característica esencial de un régimen de neutralidad fiscal es que se elimine la tributación subyacente que podría otorgarse al vehículo bajo el IS, teniendo presente que en las actuales concepciones tributaristas es una realidad no rebatida que el IS ha de configurarse como un impuesto a cuenta del IRPF.

Esta función de mera intermediación de la IIC es la causa de la aplicación del tipo reducido del 1 por 100 a las IIC. Dentro de la doctrina española, son muchos los autores que han entendido que la función de intermediación de las IIC es un aspecto clave a tener en cuenta por el legislador fiscal en la configuración de un régimen tributario justo para estas entidades y, que han reivindicado, en orden a esta función, un régimen basado en la neutralidad entre el inversor individual y el colectivo<sup>17</sup>.

Finalmente, afirma la citada doctrina que la libertad para decidir si la inversión o gestión del ahorro se realiza a través de IIC o de forma directa es una decisión que debe regirse por criterios económicos y no fiscales.

La lógica de este enfoque es obvia. De hecho, aunque podría ser cuestionable si el actual régimen especial de las IIC es el mejor, es incuestionable que la aplicación del régimen general del IS es inviable porque sería profundamente injusto y desproporcionado.

En definitiva, el régimen especial aplicable a las IIC en el IS es un régimen técnico de neutralidad tributaria, que resulta consustancial y necesario para la viabilidad de este tipo de instituciones. Sólo puede calificarse como beneficio fiscal por parte de quienes piensen incorrectamente que la neutralidad tributaria es un beneficio en nuestro sistema tributario.

<sup>17</sup>En definitiva, se reivindica por la doctrina tributarista el establecimiento de un régimen especial que permita la "transparencia" a fin de conseguir que el ahorrador que acude a la inversión colectiva no resulte ni más ni menos gravado que el inversor individual. Los beneficios del intermediario son transmitidos al accionista o participante como si el intermediario no existiese.

Frecuentemente se suscitan debates acerca de si el régimen actual es el idóneo para conseguir este objetivo de neutralidad, y llegados a este punto, como en casi todos los que afectan al Derecho tributario, hay opiniones de todo tipo, a favor y en contra del esquema tributario al 1 por 100, y hay quienes proponen otros modelos teóricos, los cuales a su vez también podrán ser objetados y matizados. El régimen actual no es el único que podría aplicarse a estas instituciones, pero es el resultado de una larga evolución histórica donde se han aplicado diferentes modelos, y el presente lleva en vigor más de trece años con un evidente éxito cuando se analiza el desarrollo de las IIC en España.

### **Justificación económica y social**

Terminaremos este desarrollo tratando de exponer la “*ratio legis*” que inspira y justifica la existencia del tipo tributario del 1 por 100 para las IIC en el IS, para buscar la justificación a este régimen de neutralidad fiscal.

Existe abundantísima literatura jurídica, desde hace ya varias décadas, que insiste en las importantes funciones desempeñadas por las IIC en el mercado de capitales, al permitir la gestión colegiada del ahorro, en un marco de elevada especialización, profesionalización e intervención administrativa. Son instituciones que incentivan el ahorro y lo canalizan hacia soluciones, hacia mercados y hacia instrumentos que, de otra forma, estarían vedados a los particulares y reservados a los grandes patrimonios que pueden disponer de fórmulas individuales de ahorro.

Innegablemente puede afirmarse que estas instituciones cumplen una función social, y ello es reconocido por las exposiciones de motivos de las sucesivas leyes que las han regulado. Así, destacamos la correspondiente a la LIIC, que dice: *“Al igual que en el resto de sistemas financieros desarrollados, la inversión colectiva es el canal natural para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales. Su doble condición de fórmula de financiación desintermediada y de instrumento de ahorro privilegiado de los inversores minoristas la convierten en un sector de atención prioritaria para la política financiera española. En efecto, el buen funcionamiento de la inversión colectiva tiene implicaciones directas para los dos objetivos fundamentales de la política financiera: la eficacia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión y en la gestión de riesgos y la protección a los inversores menos informados”*.

Esta función social y económica que nuestro legislador lleva fomentando más de cincuenta años se deduce directamente de la naturaleza intrínseca de estas instituciones, de la que podríamos destacar cuatro notas que nos parecen fundamentales:

- (i) El carácter abierto de la institución, que permite entrar y salir a los inversores que elijan este vehículo para canalizar sus ahorros. Es lo que se puede identificar con captación pública de recursos, que no debe confundirse con que exista una actividad promocional o publicitaria activa, sino que significa que la institución cumple la normativa regulatoria y no vulnera su carácter abierto, que permite invertir a cualquiera que lo decida, comprando o

suscribiendo las acciones o participaciones de la institución, y que permite igualmente la desinversión a través de la venta o reembolso de las mismas, garantizando la ley la existencia de contrapartidas adecuadas.

- (ii) La especialización en la gestión y custodia de las inversiones, a través de entidades que se dedican a ello profesionalmente como son la Entidad Gestora y la Entidad Depositaria, y en un marco regulatorio de alta intervención normativa, regulatoria y de supervisión encargadas a la CNMV, que tutela la transparencia, información, registro contable, aptitud y diversificación de los activos, operaciones prohibidas, etc. La máxima plasmación del control administrativo se encuentra en el régimen de autorización operativa previa aplicado por la CNMV para estas instituciones, la constante supervisión de las instituciones a lo largo de su vida y la posibilidad de que la autorización sea revocada.
- (iii) La obtención de rendimientos a través de una fórmula colectiva de distribución completamente solidaria y paritaria. Todos ganan o pierden por igual, y ésta es una característica esencial de estas instituciones.
- (iv) La permanente información a socios y partícipes, así como la publicación del valor liquidativo de las participaciones y acciones de las IIC.

Resulta por tanto sencillo concluir acerca del espíritu y finalidad que inspiran la existencia del régimen especial de las IIC en el IS, que no son otros sino fomentar un vehículo abierto que permita la gestión colectiva y profesionalizada del ahorro de los españoles en un marco de elevada supervisión administrativa<sup>18</sup>.

Por último, debemos apuntar otra razón que sirve de fundamento y origen a la existencia de este régimen fiscal, íntimamente unido con la función social y económica de las instituciones, anteriormente considerada. Nos referimos a la protección del ahorro nacional y a la necesidad de evitar la deslocalización del ahorro financiero favorecida por la normalización del principio de libre circulación de capitales y moneda única (impulsado en materia de IIC por sus propias directivas) y alimentada por la falta de armonización fiscal en el ámbito de la Unión Europea o, incluso, por la competencia que existe entre los sistemas tributarios de nuestro entorno para atraer capitales internacionales.

Es evidente que nuestro legislador no ha sido ajeno a esta realidad en los últimos años, y que debe aludirse a la misma cuando se enjuicia la razón de ser del marco tributario de las IIC. De hecho, no es casualidad que la tributación al tipo reducido del 1 por 100 se inaugurase en 1991, y que en 1992 entrase en vigor en España la normativa liberalizadora de los movimientos de capitales y de las transacciones

<sup>18</sup>La contestación a consulta no vinculante de fecha 26 de diciembre de 1996, de la DGT, decía literalmente: "Por lo tanto, las premisas que fundamentan la aplicación a los partícipes de IIC del régimen fiscal específico otorgado por esta normativa son la gestión profesionalizada de tales instituciones y el establecimiento del rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos. No obstante, tales premisas, que constituyen conceptos jurídicos indeterminados, tienen su plasmación concreta en el conjunto de requisitos legales, financieros, mercantiles e, incluso, de control, exigidos por la normativa reguladora de las IIC."

económicas con el exterior, lo cual tuvo lugar anticipando incluso el calendario de Maastricht, en un año.

Nunca debe olvidarse que ésta es una razón que subyace como sustrato a cualquier reflexión normativa sobre las IIC en España, en la cual la materia tributaria ocupa un papel preferente. Probablemente por esto se justifique la labor de fomento de estas instituciones por parte de la CNMV, facilitando la creación y el volumen de estas entidades y tratando de remover todo tipo de obstáculos.

#### 4.2.1.5.3 Efectos tributarios del reconocimiento administrativo de las IIC

La Disposición Adicional tercera de la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad, establece lo siguiente:

*“Cuando la Administración Tributaria comunique la existencia de circunstancias o hechos distintos de los que motivaron la inscripción en los Registros previstos en el artículo 16 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/ 2003, de los que pueda apreciarse la concurrencia de alguno de los supuestos previstos en el citado artículo 13, la CNMV se pronunciará sobre la improcedencia de incoar expediente de revocación o suspensión o dictará acuerdo declarando o no la suspensión o revocación en el plazo de seis meses desde que la comunicación haya tenido entrada en cualquiera de los registros de la Comisión.*

*El transcurso de dicho plazo sin que se haya producido pronunciamiento o acuerdo de la CNMV habilitará a la Administración tributaria para dictar el acto de liquidación que procediera, si bien las calificaciones que lo motiven sólo tendrán efectos tributarios.*

*Cuando la Comisión dicte, con posterioridad al acto de liquidación, pronunciamiento en el que se declare la improcedencia de la incoación del expediente o acuerdo en el que no se declare la suspensión o revocación, resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 219 de la Ley 58/2003, General Tributaria”.*

De lo anterior se desprende que, en la actualidad, la Administración Tributaria, pese a tener potestad para comprobar o averiguar que no se cumplen los requisitos establecidos en la LIIC, no podrá dictar la correspondiente liquidación, en tanto no inste a la CNMV a iniciar el oportuno procedimiento de comprobación con el fin de determinar la vigencia, suspensión o revocación de la autorización inicialmente concedida a la entidad para operar como IIC.

Únicamente si en el plazo de seis meses no hubiera recibido respuesta formal de la CNMV, la Administración Tributaria podrá dictar el correspondiente acto de liquidación. Ahora bien, si con posterioridad a haber dictado acto de liquidación, la CNMV dictase acuerdo en el que mantuviese la vigencia de la autorización inicialmente concedida a la IIC, la norma prevé la aplicación del artículo 219 LGT, es decir, la revocación de la liquidación por parte de la Administración Tributaria. Es importante señalar que, en todo caso, la revocación es voluntaria para la Administración y deberá practicarse dentro del plazo de prescripción.

Por último, cabe interpretar, de acuerdo con la intención del legislador de unir sendos pronunciamientos o resoluciones administrativas, que, en caso de que en el plazo de seis meses la CNMV dictase resolución manteniendo la vigencia de la autorización inicialmente concedida, la Administración Tributaria no podría dictar el correspondiente acto administrativo en el que determinase la exclusión del régimen fiscal especial aun cuando la redacción de la Disposición Adicional tercera nada dice al respecto.

Ha de tenerse en cuenta que la petición dirigida a la CNMV de inicio del correspondiente procedimiento de suspensión o revocación por parte de la Administración Tributaria se establece con carácter preceptivo, con el fin de evitar que ello pueda poner en peligro la liquidación tributaria y la recepción por ésta del pronunciamiento o acuerdo de la Comisión, o el plazo máximo de seis meses con que cuenta la CNMV para dictar resolución de no recibirse aquéllos en término.

En cualquier caso, la citada Disposición Adicional tercera aclara que en los supuestos de revocación o suspensión de la autorización inicialmente concedida por la CNMV, no resultará de aplicación el régimen especial de tributación previsto en la Ley del IS, con efectos desde el período impositivo en el que se hubieran producido las circunstancias determinantes de la suspensión o revocación acordada por la CNMV, siempre que se respete el plazo de prescripción. La salida del régimen especial de la IIC determinará la aplicación de lo dispuesto en el artículo 26.1.d) de la Ley del IS<sup>19</sup>.

A su vez, el precepto mencionado obliga a la CNMV a comunicar a la Administración Tributaria todos los acuerdos de suspensión o revocación acordados con el fin de que los órganos competentes puedan dictar las liquidaciones tributarias pertinentes. Dichas regularizaciones deberían ir acompañadas de las correspondientes regularizaciones en sede de los socios o partícipes, con el fin de evitar supuestos de doble imposición indebidos.

En definitiva, el fundamento de la Disposición Adicional tercera de la Ley 23/2005 reside en las técnicas de instrumentalidad, coordinación, coherencia en el funcionamiento de las Administraciones Públicas, vinculación a los actos propios, autonomía o independencia funcional e, incluso, principios entroncados con la seguridad jurídica (singularmente el principio de confianza legítima) que presiden el Derecho Administrativo general.

#### 4.2.1.5.4 Consecuencias derivadas de la pérdida del régimen tributario especial de las IIC

El artículo 26 de la Ley del IS, tras redacción dada por la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, establece la conclusión del período impositivo para los sujetos pasivos de este impuesto, “cuando se produzca la transformación de la forma jurídica de

<sup>19</sup>Este precepto establece que concluye el período impositivo cuando se produzca la transformación de la forma jurídica de la entidad y ello determine la modificación de su tipo de gravamen o la aplicación de un régimen tributario especial.

*la entidad y ello determine la modificación de su tipo de gravamen o la aplicación de un régimen tributario especial”.*

Lo anterior no afecta a los casos en los que una entidad se extinguiese, sino a supuestos en los que la personalidad jurídica se mantiene, y lo que cambia es la forma jurídica de la entidad. Aunque no sería exactamente una transformación de “forma jurídica”, pensamos que la norma se aplicaría cuando una SICAV o una SII fuese transformada en una sociedad anónima ordinaria, o viceversa<sup>20</sup>.

En ambos casos se muda de un tipo impositivo a otro bien diferente, y ante ello la norma establece que se concluye período impositivo al producirse esta transformación, con objeto de que las rentas a caballo de ambas circunstancias temporales tributen a sus respectivos tipos.

Cuestión clave en estos casos es la de corte de operaciones, esto es la determinación temporal del devengo de las rentas. A estos efectos, cabe distinguir una doble casuística:

- Tratándose de ingresos y gastos que vuelcan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, el devengo de estas rentas se regulará atendiendo a la normativa general del impuesto (artículo 19 de la Ley del IS).
- En el caso de transmisión de elementos patrimoniales que existían antes de la transformación, cuando dicha transmisión se produce tras la transformación, parecería ilógico someter la renta derivada de la transmisión al tipo aplicable en la fecha del devengo del impuesto, que recordemos es el último día del período impositivo en el que tiene lugar la transmisión. La solución dada por el legislador es otra, consistente en la linealización de la renta durante todo el tiempo de tenencia del bien, de modo que se tribute proporcionalmente, aplicando a una parte de la renta el tipo de gravamen y el régimen tributario que hubiera correspondido en caso de no haberse producido la transformación.

Este criterio *prorrata temporis* cede cuando hay prueba en contrario, y resulta posible asignar valores en fechas concretas de forma objetiva, o al menos razonable.

Por ejemplo, si una sociedad anónima adquirió una participación superior al 5% en una compañía cotizada el 1 de enero de 2002, por importe de 1.000 u.m., se transforma en SICAV el 1 de enero de 2004, cuando las acciones cotizaban a 2.000 u.m. y se vende la participación el 1 de enero de 2006, a valor en Bolsa de 5.000 u.m., la renta de 4.000 u.m. tributaría en 2006 de la siguiente forma: 1.000 u.m. tributarían al tipo del 35%, con deducción por doble imposición (art. 30.5 de la Ley del IS); y 3.000 u.m. tributarían al 1%, sin deducción por doble imposición.

La solución otorgada por el legislador es bien diferente a los casos en que exista extinción de la sociedad, ya que en ellos se tributaría por parte de la entidad por las rentas no materializadas, algo que no ocurre cuando se trata de una transforma-

---

<sup>20</sup>En el mismo sentido se pronuncia la contestación a consulta tributaria de fecha 21-12-2000, número 2394-00.

ción. Asimismo la diferencia entre ambas situaciones se extiende a los socios o participes, que en el caso de mera transformación no manifiestan ganancias ni pérdidas patrimoniales, a diferencia de un caso de extinción.

Una regla muy similar se encuentra en el artículo 84.1 de la Ley del IS, al tratar el problema análogo que acontece al producirse una fusión, escisión, canje de valores o aportación no dineraria especial entre una entidad, la transmitente, y otra, la adquirente, que tributan a tipos de gravamen o régimen tributarios diferentes, como consecuencia de su distinta forma jurídica. La solución dada por el legislador es coincidente con la apuntada para el caso de transformación.

#### 4.2.1.6 Las IIC por compartimentos

Las IIC por compartimentos tienen su origen en Irlanda y Luxemburgo y, sobre todo, las sociedades de inversión por compartimentos (SICAV), que se configuran como subfondos<sup>21</sup> dentro de una misma sociedad de inversión. Estos subfondos estaban diferenciados del resto dentro de una misma sociedad de inversión en la medida en que cada uno tenía una política de inversión distinta, cumplía los requisitos de diversificación de un fondo de inversión individual y los gastos estaban totalmente individualizados en cada compartimento. En Luxemburgo se planteó si a efectos de quiebra constituían cada uno un patrimonio separado, y el órgano de supervisión regulatorio contestó que efectivamente lo eran.

La comercialización de estos subfondos en España no planteó dificultades, ya que se identificaban individualmente, y comenzaron a ofrecerse mediante la exigencia de una inversión mínima de 450.000 euros. En aquel momento, se planteó cual era el tratamiento fiscal que debía otorgarse a estas estructuras. Las primeras contestaciones a consultas tributarias de la DGT se decantaron por otorgarles el tratamiento correspondiente a la transparencia fiscal internacional dado que, a pesar de no tener el control de la sociedad, se tenía el control a nivel del subfondo. Con posterioridad, en la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, y a los efectos del cómputo de los 500 accionistas de la sociedad y el porcentaje máximo de participación del 5 por 100 durante los doce meses anteriores para la aplicación del régimen de diferimiento por traspasos entre IIC, se estableció que estos requisitos debían computarse a nivel del subfondo.

En la actualidad, a raíz de la nueva regulación de las IIC que expresamente habilita la constitución de IIC por compartimentos, se han vuelto a plantear estas cuestiones. En particular, en el informe<sup>22</sup> de fecha 18 de julio de 2006 evacuado por el Subdirector General de Tributación de Operaciones Financieras, a petición de la Dirección General de Entidades de la CNMV, se planteó la cuestión relativa a la forma de proceder a la determinación de la base imponible en el IS de las IIC por compartimentos y, en concreto, si ésta estaría constituida por la agregación de los

<sup>21</sup>Aproximadamente cada subfondo suponía el 0,05% del capital de la sociedad de inversión y tenía un código ISIN distinto del resto.

<sup>22</sup>Publicado en la Web oficial de la CNMV.

resultados contables de cada compartimento o si, por el contrario, debía partirse de un resultado contable único derivado de una contabilidad conjunta para toda la institución.

La DGT contestó que la consideración de sujeto pasivo del IS, en el caso de IIC por compartimentos, recae sobre la IIC y no sobre cada compartimento, dado que el artículo 10.3 de la Ley del IS establece que “*en el método de estimación directa, la base imponible se calculará, corrigiendo, mediante la aplicación de los preceptos establecidos en esta Ley, el resultado contable determinado de acuerdo con las normas previstas en el Código de Comercio, en las demás leyes relativas a dicha determinación y en las disposiciones que se dicten en desarrollo de las citadas normas*”. Consecuentemente, estableció que la cuestión radicaba sobre determinar cuál debería ser el resultado contable que sirva de punto de partida para la determinación de la base imponible de estas instituciones.

En este sentido, la DGT partió del proyecto de modificación de la Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros, en la que se recogía una nueva redacción de la norma 2ª de la referida Circular, en cuyo punto 2 se señalaba: “*2. Las sociedades y fondos de inversión por compartimentos llevarán en su contabilidad cuentas separadas que diferencien los activos y pasivos, e ingresos y gastos imputables a cada compartimento, sin perjuicio de la unicidad de las cuentas del fondo o la sociedad de inversión*”.

A su vez señaló que los artículos 31 y 32 del RIIC prevén una contabilidad separada de ingresos y gastos por compartimentos y la necesidad de realizar auditoría de cuentas a nivel de compartimento, para lo cual el proyecto de modificación de la referida Circular establece también la diferenciación de activos y pasivos a nivel de cada compartimento.

No obstante, la DGT señaló que la citada norma en proyecto disponía “*...sin perjuicio de la unicidad de las cuentas del fondo o la sociedad de inversión*”. Por tanto, a juicio de la DGT, de la citada normativa parecía desprenderse que, aunque exista la diferenciación a nivel de compartimentos, la unicidad de cuentas exige la existencia de unas cuentas únicas a nivel del fondo o de la sociedad de inversión y, en concreto, una única cuenta de pérdidas y ganancias.

En consecuencia, según la DGT, esa cuenta única de pérdidas y ganancias de la IIC es la que debe servir de punto de partida en la determinación de la base imponible de las IIC por compartimentos.

Por otra parte, y teniendo en cuenta las obligaciones de diferenciación de resultados exigidas por la propia regulación sustantiva de las IIC, a la DGT le parecía lógico que esa cuenta única estuviese constituida por agregación de las diferentes cuentas de resultados de cada compartimento del fondo o sociedad de inversión, si bien, deberían ser objeto de eliminación, en caso de existir, los resultados por operaciones realizadas entre los distintos compartimentos que constituyan la IIC, siempre que no se hubiesen realizado frente a terceros, de acuerdo con los

criterios sobre consolidación contable establecidos en el Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre. Todo ello sin perjuicio de que sobre el resultado contable debieran realizarse los ajustes correspondientes para determinar la base imponible, cuando la norma fiscal estableciese algún criterio diferente al contable.

De las consideraciones anteriores se desprende también que, a efectos de responsabilidad tributaria derivada de las obligaciones dimanantes del IS, corresponde igualmente la misma a la propia IIC y no a cada compartimento.

Actualmente, la principal problemática se plantea desde el punto de vista del incumplimiento de los requisitos regulatorios exigidos a las IIC por compartimentos y en relación con la responsabilidad patrimonial de dicha IIC. En nuestra opinión, dado que sólo hay un sujeto pasivo del IS, en el caso de que se produzca un incumplimiento por parte de un compartimento, entendemos que significaría un incumplimiento de toda la IIC. Por lo que se refiere al pago del IS, cada compartimento responde internamente de la cuota que le corresponda, que, será, asimismo, calculada conforme a sus relaciones internas. No obstante, la Hacienda Pública podrá dirigirse contra toda la IIC por el impago del IS.

A nuestro entender, en España la figura del compartimento como elemento separado debería venir acompañada de una regulación fiscal especial, seguramente precedida de una regulación mercantil específica, dado que con la regulación actual en ningún caso se puede afirmar que los compartimentos sean estancos.

## **4.2.2 Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA)**

Tres son las cuestiones que guardan mayor interés en relación con la tributación de las IIC en el ámbito del Impuesto sobre el Valor Añadido (en lo sucesivo, IVA).

La primera de ellas consiste en la consideración o no de las mismas como sujetos pasivos del IVA; la segunda y la tercera se centran en el análisis del alcance y los requisitos que han de cumplirse para que los servicios de gestión y depósito de IIC, así como los servicios de intermediación en su comercialización, queden exentos de tributación por el IVA.

Las dos últimas han dado lugar a numerosos pronunciamientos de la doctrina administrativa de la DGT (en adelante, DGT) y también abundante Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE), lo cual demuestra la variada casuística que plantean estas dos exenciones, motivo que justifica su análisis detallado en las próximas páginas.

### **4.2.2.1 Consideración de las IIC como sujetos pasivos del IVA**

La consideración o no de las IIC como sujetos pasivos del IVA resulta determinante para saber si las contraprestaciones que obtengan por las operaciones que realicen quedarán o no sujetas a tributación por IVA.

De conformidad con lo previsto por el artículo 5 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido (en adelante, Ley del IVA), tendrán la consideración de empresarios o profesionales, a efectos de este impuesto, las personas físicas o jurídicas que realicen actividades empresariales o profesionales y, en todo caso, las siguientes:

- Las sociedades mercantiles.
- Quienes realicen una o varias entregas de bienes o prestaciones de servicios que supongan la explotación de un bien corporal o incorporeal con el fin de obtener ingresos continuados en el tiempo. En particular, los arrendadores de bienes.
- Quienes efectúen la urbanización de terrenos o la promoción, construcción o rehabilitación de edificaciones destinadas, en todos los casos, a su venta, adjudicación o cesión por cualquier título, aunque sea ocasionalmente.
- Quienes realicen a título ocasional las entregas de medios de transportes nuevos exentas del impuesto

Tienen la consideración de actividades empresariales y profesionales las que cumplen la ordenación por cuenta propia de medios materiales y humanos o uno de ellos, con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios.

Trasladando estas previsiones que contiene la Ley del IVA al caso específico de las IIC, las mismas tendrán la consideración de sujetos pasivos del impuesto en la medida en que cumplan con un doble requisito:

- Disponer de una estructura organizativa de medios materiales y humanos, o uno sólo de dichos factores de producción, para la realización de su actividad.
- Realizar su actividad con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios en el mercado.

Sin embargo, la posibilidad de que las IIC adopten diferentes tipologías, obliga a analizar por separado las IIC de naturaleza financiera y las IIC de naturaleza inmobiliaria.

#### 4.2.2.1.1 IIC de naturaleza financiera

En el caso de los fondos de inversión, la inexistencia de personalidad jurídica distinta de la de sus partícipes los convierte en una de las entidades a que se refiere el artículo 35.4 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria. De acuerdo con este precepto *“tendrán la consideración de obligados tributarios, en las leyes en que así se establezca, las herencias yacentes, comunidades de bienes y demás entidades que, carentes de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o un patrimonio separado susceptibles de imposición”*.

Parece, por tanto, que los fondos de inversión podrían tener, al menos desde un punto de vista teórico, la consideración de sujetos pasivos del IVA en la medida en

que se articulan como patrimonios separados susceptibles de imposición independiente de la de sus partícipes. Sin embargo, ha de indicarse que la propia Ley del IVA no contiene precepto alguno que de forma expresa someta a este tipo de entidades sin personalidad jurídica a dicho impuesto, lo cual, como se habrá podido apreciar, es una condición necesaria que exige la Ley General Tributaria, y que en este caso no se cumple.

A todo ello se añade el hecho de que los fondos de inversión se deben valer de una sociedad gestora de IIC para poder actuar en el mundo jurídico, lo cual determina que las actividades empresariales del fondo (que harían de éste un sujeto pasivo del Impuesto) sean más teóricas que reales, motivo por el que se postula la no sujeción de los fondos de inversión al IVA. Dicha condición de sujeto pasivo del IVA debería recaer en las sociedades gestoras, que son quienes vendrían a realizar las actividades empresariales del fondo de inversión, en nombre y por cuenta de éste.

La doctrina administrativa de la DGT se ha manifestado al respecto en las contestaciones a consultas tributarias de 26-09-1994 (nº 1057-94) y 13-11-2000 (nº 1788-00), en las que, con ocasión de la sujeción de las IIC inmobiliarias al Impuesto sobre Actividades Económicas, alcanzó la conclusión de que las actividades realizadas por los fondos de inversión no reunían las características suficientes para tener la consideración de actividades económicas.

Por tanto, parecen existir suficientes argumentos para que los fondos de inversión de naturaleza financiera no tengan la consideración de sujetos pasivos a efectos del IVA.

Cuestión aparentemente distinta podría plantear el caso de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), ya que las mismas tienen la forma jurídica de sociedad mercantil, lo cual excluiría cualquier debate doctrinal sobre si las mismas realizan o no una actividad empresarial que resulte determinante de su condición de sujeto pasivo del IVA.

La consideración de las SICAV como sujetos pasivos del IVA determinará para éstas la obligación de repercutir el Impuesto en aquellas operaciones que realicen y que queden sujetas a tributación por el mismo, si bien esta situación se producirá pocas veces en la práctica, ya que la mayoría de las operaciones que realiza una SICAV se identificarán con las transmisiones de valores que, como es conocido, son entregas de bienes exentas de tributación por disposición de la letra l) del artículo 20.Uno.18º de la Ley del IVA. Cabrá apreciar esta obligación de repercusión del Impuesto cuando la SICAV sea la destinataria de determinados servicios sujetos al IVA cuando, además, los mismos sean prestados por profesionales o empresarios establecidos en otros Estados miembros de la Unión Europea (por aplicación de la regla especial de inversión del sujeto pasivo en los servicios a que se refieren los apartados Uno.5º y Dos del artículo 70 de la Ley del IVA).

No obstante, la DGT ha puesto de manifiesto que las actividades que forman parte de su objeto social, esto es, la adquisición de valores con el ánimo de percibir

ingresos fruto de la propiedad de los mismos, incluyendo, en su caso, la eventual compra y venta de los citados valores, ha de asimilarse a una gestión pasiva de activos, esto es, de carácter no especulativo. Esta doctrina se contiene en la contestación a la consulta tributaria antes citada de la DGT de 13-11-2000 (nº 1788-00), en la que se afirma expresamente que “*(...) la compra-venta de valores mobiliarios para sí mismo, bien por personas físicas, bien por personas jurídicas o entidades carentes de personalidad jurídica, no constituye actividad económica (ni empresarial ni profesional), de suerte tal que por dicha compra-venta no procede tributación alguna por el Impuesto sobre Actividades Económicas.*”, y sobre todo en la contestación de la DGT, de fecha 6-02-1992, a la consulta formulada por INVERCO, en la que se señala que “*en la medida en que las sociedades y fondos de inversiónmobiliaria se limitan a la compra-venta de valores mobiliarios, o a la constitución de patrimonios integrados por dichos valores, no procede respecto de dichas sociedades y fondos tributación alguna por el Impuesto sobre Actividades Económicas*”.

#### 4.2.2.1.2 IIC de naturaleza inmobiliaria

La consideración de las IIC inmobiliarias como sujetos pasivos del IVA ofrece menos dudas que los casos anteriores.

A este respecto, ha de recordarse que el apartado 1 del artículo 56 del RIIC dispone que el objeto social principal de este tipo de instituciones consiste en “*la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento*”. Ello, unido al hecho de que el párrafo segundo del artículo 5.Uno.c) de la Ley del IVA disponga que los arrendadores de bienes tienen, en todo caso, la consideración de sujetos pasivos del IVA, hace que las IIC inmobiliarias tengan dicha condición.

Además de ello, no cabe duda de que las actividades de estas instituciones cumplen con el elemento intencional que las convierte en actividades económicas, dado que compran y venden bienes inmuebles para destinarlos al mercado de alquiler. En esta misma línea, las citadas contestaciones de la DGT de 26-09-1994 (nº 1057-94) y 13-11-2000 (nº 1788-00) consideran a las IIC inmobiliarias como sujetos pasivos del IVA.

#### 4.2.2.2 Servicios de gestión y depósito de IIC

La letra n) del artículo 20.Uno.18º de la Ley del IVA declara exentos de tributación los servicios de “gestión” y “depósito” de determinadas entidades de tipología diversa en las que el elemento común es la canalización de inversiones colectivas, y entre las que se encuentran las IIC.

El precepto es transposición parcial del apartado 6 del artículo 13.B.d) de la Sexta Directiva de IVA (Directiva 77/388/CEE del Consejo, de 17 de mayo de 1977), que obliga a los Estados miembros a declarar exentos de IVA los servicios de “*(...) gestión de fondos comunes de inversión definidos como tales por los Estados miembros*”.

#### 4.2.2.2.1 Servicios de gestión

En relación con los servicios de gestión de las IIC, su exención ha sido confirmada por la DGT en varias contestaciones a consultas tributarias, como las de 24 y 31 de julio de 1987, en las que se declaran exentos los servicios de gestión prestados, entre otras, por las entidades gestoras autorizadas de los fondos de inversión mobiliaria, o la de 24 de septiembre de 1996, nº 144/1996, en la que se consideran exentos los servicios de gestión de IIC, ya recaiga el servicio de gestión sobre fondos de inversión o sobre sociedades de inversión.

Las principales dudas que ha planteado la exención de los servicios de gestión de IIC es la relativa a si la misma podía alcanzar a determinados supuestos cuya exposición se realiza a continuación.

En primer lugar, los servicios de gestión de los activos que integren el patrimonio social de una institución de inversión colectiva, respecto de los cuales la contestación de la DGT de 24-09-1996 (nº 144/1996), ya admitió la exención cuando los mismos fuesen prestados por una Sociedad de Valores. Actualmente esta cuestión debe entenderse superada porque la normativa comunitaria y la propia LIIC y su Reglamento de desarrollo incluyen como servicios de “gestión” los consistentes en la “gestión de los activos” de una institución de inversión colectiva.

En segundo lugar, los servicios de gestión de IIC cuando los mismos son prestados por una entidad tercera, previa delegación por parte de la propia institución o su sociedad gestora. La DGT ha venido considerando en las contestaciones de 7-07-2003 (nº 0929-03) y de 17-12-2003 (nº 2338-03) que la exención resultará aplicable siempre que concurren dos requisitos: por una parte, que los mencionados servicios se correspondan con alguna de las funciones de gestión de la inversión, comercialización y administración, en este último caso con el contenido descrito en el Anexo II de la Directiva 85/611/CEE en la redacción dada al mismo por la Directiva 2001/107/CE y, por otra, que los mencionados servicios se refieran a una institución de inversión colectiva.

Este criterio, evacuado bajo la vigencia de la anterior normativa reguladora de las IIC en España ha sido refrendado y matizado por las contestaciones vinculantes de 12-01-2006 nº V0039-06, y de 30-11-2006, nº V2415-06, ya bajo el imperio de la vigente LIIC y su Reglamento de desarrollo. En ambas contestaciones, además, se aporta un criterio interpretativo sobre el alcance de la exención cuando son objeto de delegación las funciones de administración de la IIC. Concretamente, interesa la segunda de las citadas contestaciones, en la que se afirma que la función que se considera exenta del impuesto en virtud del artículo 20.Uno.18º.n) de la Ley del IVA es la función de administración en su conjunto (como ocurre con la función de gestión de activos y la función de comercialización), pero no las distintas actividades que ésta pueda englobar. Por tanto, si se delega el conjunto de la administración de una IIC, la prestación de este servicio estará exenta. Por el contrario, si lo que se delega son sólo alguna o algunas de las actividades incluidas dentro del concepto de administración, la prestación de dichos servicios

estará exenta o no, atendiendo a la naturaleza de los mismos, considerados individualmente.

Por tanto, parece que el “*outsourcing*” de uno o varios de los servicios que integran la función de administración, entre los que se encuentran, por ejemplo, los servicios de teneduría del libro registro de accionistas o participes, servicios de contabilidad de la institución, cálculo de los valores liquidativos, etc., podría determinar la afloración de costes fiscales por IVA para las entidades destinatarias del servicio (normalmente las sociedades gestoras de las instituciones o las SICAV autogestionadas).

A todo ello cabe añadir la reciente Sentencia del TJCE de 4-05-2006, Asunto C-169/04, *Abbey National*, en la que el Alto Tribunal afirma, entre otras cuestiones, que “*(...) el artículo 13, parte B, letra d), número 6, de la Sexta Directiva debe interpretarse en el sentido de que se hallan comprendidos en el concepto de «gestión de fondos comunes de inversión» a que se refiere la citada disposición, los servicios de gestión administrativa y contable de los fondos prestados por un gestor tercero si forman un todo distinto, considerado globalmente, y son específicos y esenciales para la gestión de tales fondos*”.

#### 4.2.2.2 Servicios de depósito

La aplicación de la exención en el IVA a los servicios de depósito de las IIC, fondos de pensiones y entidades similares no ha planteado dudas interpretativas a la luz del tenor literal de la letra n) del artículo 20.Uno.18º de la Ley del IVA, como así también lo corroboran las contestaciones de la DGT de 24-09-1996 (nº 0144-96) y de 15-6-1993 (nº 0470-92).

Sin embargo, la citada Sentencia del TJCE de 4-05-2006, Asunto C-169/04, *Abbey Nacional*, parece sembrar dudas sobre ello, ya que el Alto Tribunal ha concluido que las funciones de depositario de IIC a que se refieren el artículo 7, apartados 1 y 3, y el artículo 14, apartados 1 y 3, de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) no forman parte del concepto de "gestión de IIC" a que se refiere el artículo 13.B.d).6. de la Sexta Directiva de IVA.

Este pronunciamiento del TJCE pondría a la Ley del IVA español y a la interpretación administrativa que la DGT hace de la misma en clara contradicción con la interpretación del TJCE sobre los preceptos de la Sexta Directiva de IVA, según la cual sólo se prevé la exención para los servicios de "gestión" de IIC, servicios entre los que no cabría incluir, atendiendo a la interpretación del TJCE, las funciones de depósito.

#### 4.2.2.3 Servicios de mediación en la comercialización de IIC

Atendiendo a la Jurisprudencia del TJCE (Sentencia del TJCE de 13-12-2001, Asunto C-235/00, CSC Financial Services), seguida por la DGT en sus últimas contestacio-

nes a consultas tributarias, la exención de los servicios de mediación en operaciones financieras se condiciona a la concurrencia de dos requisitos:

- 1º. Que el prestador del servicio de mediación realice una función de aproximación y puesta en contacto de las partes que vaya más allá del mero suministro de información y la simple recepción de solicitudes.
- 2º. Que las partes contratantes tengan conocimiento de la existencia del mediador y de la labor que el mismo realiza.

Éstos y no otros son los requisitos cuya concurrencia ha de producirse. No influyen, por tanto, en la aplicabilidad de la exención, las circunstancias subjetivas del empresario o profesional que preste los servicios de mediación o la forma en que se cuantifiquen y remuneren los servicios prestados.

De conformidad con el criterio expuesto, quedarán exentos de tributación por IVA los servicios de mediación en la colocación de participaciones en fondos de inversión, como así lo aseveran las contestaciones de la DGT de 17-12-2003 (nº 2338-03), de 10-11-1995 (nº 197-95) y de 21-05-1996 (nº 346-96).

Asimismo quedarán exentos del IVA los servicios de mediación en la venta de IIC, planes de pensiones y productos financieros similares prestados por "subcomercializadores". En estos casos, la doctrina administrativa de la DGT fue inicialmente contraria a la exención (contestación de la DGT de 13-03-2006, nº V0437-06) por considerar que cuando una entidad tercera atrae a clientes hacia una entidad financiera para una posterior contratación con una entidad distinta de la financiera (por ejemplo la sociedad gestora de un fondo de inversión), entonces las operaciones de aproximación no pueden calificarse como de mediación en el sentido del artículo 20.Uno.18º.m) de la Ley del IVA al faltar el requisito del conocimiento por las partes contratantes (los clientes y las sociedades gestoras) del mediador y de su labor, por lo que las operaciones se calificarían como sujetas y no exentas de IVA. Sin embargo el criterio se ha rectificado recientemente en las contestaciones de 12-07-2006 (nº V1484-06) y de 18-07-2006 (nº V1547-06, V1548-06 y V1549-06) a la vista de lo establecido por la Sentencia del TJCE de 5 de junio de 1997 (asunto C-2/95, Sparekassernes Datacenter) al afirmarse que "*(...) el hecho de que sea la entidad financiera (entidad B) la que resulte mediadora entre el cliente y la entidad gestora (entidad C), pero la mediación propiamente dicha o, al menos una parte de la misma, sea realizada por un tercero (la entidad A y, en el presente caso, la entidad consultante) no obsta para que la calificación del servicio sea el de mediación y, por tanto, exento*".

Además, ha de señalarse que recientemente la DGT ha evacuado una nueva contestación, de fecha 29 de marzo de 2007 (nº V0641-07), que sustituye y anula la citada contestación anterior de 13-03-2006 (nº V0437-06), confirmando el carácter exento de estos servicios de intermediación prestados por subcomercializadores.

#### **4.2.3 Impuesto sobre Actividades Económicas (IAE)**

La tributación de las IIC por el Impuesto sobre Actividades Económicas (en lo sucesivo, IAE) es una materia que presenta características propias, aunque guarda una relación directa con lo que se ha expuesto anteriormente en el ámbito del IVA sobre si las IIC realizan o no una actividad “económica”.

Como primera aproximación a la cuestión, ha de señalarse que tanto el artículo 79.1 del texto refundido de la Ley de Haciendas Locales, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 de marzo como la Regla tercera de la Instrucción de las Tarifas del IAE, aprobadas por el Real Decreto Legislativo 1175/1990, de 28 de septiembre, consideran, al igual que hace la Ley del IVA, que una actividad es económica cuando la misma suponga la ordenación por cuenta propia de medios materiales y humanos o uno de ellos, con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios en el mercado.

Adicionalmente a lo expuesto, la Sección Primera de las Tarifas del Impuesto contempla un epígrafe específico, el 819.9, bajo la rúbrica “Otras entidades financieras n.c.o.p”, que comprende a las sociedades y fondos de inversiónmobiliaria, lo cual indica que el legislador presume que algunas IIC pueden tener la consideración de sujetos pasivos y, por tanto, realizan actividades económicas.

No obstante lo anterior, la doctrina de la DGT, plasmada en las contestaciones a consultas tributarias de 26-09-1994 (nº 1057-94), de 13-10-2000 (nº 1788-00) y de 06-02-2002 (presentada por INVERCO), viene a considerar que las IIC de naturaleza financiera (tanto si tienen forma societaria como si no) no realizan actividades económicas a efectos de tributación por el IAE por cuanto que “*(...) la compra-venta de valores mobiliarios para sí mismo, bien por personas físicas, bien por personas jurídicas o entidades carentes de personalidad jurídica, no constituye actividad económica (ni empresarial ni profesional), de suerte tal que por dicha compra-venta no procede tributación alguna por el Impuesto sobre Actividades Económicas*”. Lo cual conlleva que las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva sí tengan la consideración de sujetos pasivos del IAE, debiendo tributar por el epígrafe 819.9 “Otras entidades financieras n.c.o.p”, de las Tarifas del Impuesto, y que también las IIC de naturaleza no financiera (en particular, los fondos de inversión inmobiliarios) deban tener esta consideración, por cuanto que su actividad de arrendamiento de bienes inmuebles “*(...) constituye una actividad sujeta al IAE por suponer la ordenación por cuenta propia de medios de producción y/o recursos humanos con el fin de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios (...)*”. Dicha tributación deberá producirse por el “*(...) Grupo 861 de la Sección 1ª de las Tarifas, que se subdivide en dos epígrafes, el 861.1, que incluye el alquiler de viviendas y el 861.2 que comprende el alquiler de locales industriales y otros alquileres n.c.o.p.*”

## 4.3 RÉGIMEN FISCAL DE LAS RENTAS OBTENIDAS POR LOS SOCIOS O PARTÍCIPES DE LAS IIC

### 4.3.1 Introducción y ámbito de aplicación de la normativa

A continuación se describe el régimen fiscal aplicable a las rentas obtenidas por los inversores en IIC, ya sean éstos residentes fiscales en España o en el extranjero.

La sistemática que se sigue a tal efecto analiza, en primer lugar, la tributación de los accionistas o partícipes de IIC que sean sujetos pasivos del IS o del IRNR que operen en España mediante un establecimiento permanente. En segundo lugar, se analiza la tributación del accionista o partícipe en el ámbito del IRPF y del Impuesto sobre el Patrimonio (en adelante, IP) y, por último, se analiza la tributación para los sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (en lo sucesivo, IRNR) que obtengan rentas de IIC sin mediación de establecimiento permanente en España.

Con carácter previo a la descripción del citado régimen fiscal es necesario hacer una reflexión sobre el ámbito de aplicación de las normas del IS y del IRPF que regulan el régimen fiscal aplicable a las rentas derivadas de las inversiones en IIC, así como su encaje con el marco normativo regulador de las IIC.

En efecto, tanto el artículo 94 de la Ley del IRPF como el artículo 57 de la Ley del IS establecen un régimen fiscal especial para las rentas procedentes de *“las instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley de instituciones de inversión colectiva”*

Por su parte, el segundo apartado del artículo 95 de la Ley del IRPF y el artículo 58 de la Ley del IS establecen que el régimen previsto para las anteriores IIC será también de aplicación a los socios o partícipes de IIC reguladas por la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, distintas de las previstas en el artículo 95 de la Ley del IRPF y el artículo 59 de la Ley del IS respectivamente (paraísos fiscales), constituidas y domiciliadas en algún Estado Miembro de la Unión Europea e inscritas en el registro especial de la CNMV a efectos de su comercialización por entidades residentes en España.

La redacción del precepto mencionado ha planteado un debate doctrinal, si bien probablemente haya quedado en un plano más teórico que práctico, acerca de su ámbito de aplicación. Es decir, se plantea la duda de qué IIC deben entenderse reguladas por la LIIC.

En efecto, la LIIC, introdujo importantes novedades respecto a su antecesora, la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, tales como la determinación del ámbito de aplicación de la Ley o la tipología de IIC reguladas por la misma.

Entre otras cuestiones, la vigente LIIC incorpora expresamente dentro de su ámbito de aplicación a las IIC autorizadas en otro Estado Miembro de acuerdo con la Directiva 85/611/CEE y comercializadas en España, así como aquellas que estén

igualmente autorizadas pero no sometidas a la mencionada Directiva o autorizadas en terceros Estados, en ambos casos, cuando se comercialicen en España, siempre y cuando se trate de IIC de tipo abierto<sup>23</sup>.

De esta forma se plantea si la redacción actual de los artículos 94 de la Ley del IRPF y los artículos 57 a 58 de la Ley del IS permiten interpretar que una IIC no armonizada conforme a la Directiva pero comercializada en España, esto es, autorizada su comercialización por parte de la CNMV<sup>24</sup> e inscrita en su correspondiente registro, puede considerarse a efectos de interpretación de tales artículos como “regulada en la LIIC”.

Aunque esta cuestión ha sido objeto de controversia doctrinal en los últimos años, podrían existir argumentos para defender que la literalidad de las normas respecto al ámbito de aplicación debería dar lugar a la aplicación del régimen a cualquier IIC no armonizada registrada, si bien la intención del legislador parece ser diferenciar por un lado las IIC españolas de las extranjeras, y respecto a estas últimas, únicamente aplicar este régimen a aquellas que cumplan unos determinados requisitos.

De este modo, parece evidente que el régimen fiscal, tanto del IS como del IRPF, se extiende únicamente a las IIC que cumplen los siguientes requisitos:

- Que la institución se encuentre regulada por la Directiva 85/611/CEE.

La mencionada Directiva se aplica a los organismos que tengan por objeto exclusivo la inversión colectiva de los capitales obtenidos del público en valores mobiliarios y/o en otros activos financieros líquidos expresamente enumerados en su artículo 19 y cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de riesgos, de manera que sus participaciones sean recompradas o reembolsadas a petición de los tenedores directa o indirectamente a cargo de los activos de tales organismos (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios).

- Que la institución se encuentre constituida y domiciliada en algún Estado Miembro de la UE.

Por tanto, no cabría incluir en el ámbito de aplicación del precepto a las instituciones constituidas en otros países distintos, aunque sea en aquellos con los que España tenga suscrito un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información.

- Que la institución no se encuentre constituida en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal.
- Que la institución se encuentre inscrita en el registro especial de la CNMV a efectos de su comercialización por entidades residentes en España.

---

<sup>23</sup>La comercialización de IIC de tipo cerrado está regulada en el artículo 30 bis de la Ley del Mercado de Valores, por lo que se excluyen del ámbito de la LIIC.

<sup>24</sup>En la actualidad la práctica totalidad de las IIC no armonizadas registradas en CNMV se corresponde con IIC inmobiliarias alemanas.

Ahora bien, el hecho de exigir estos requisitos a las IIC extranjeras para asimilarse fiscalmente a las españolas, plantea la duda acerca del régimen tributario aplicable a aquellas IIC extranjeras constituidas y domiciliadas en países ajenos a la UE, no inscritas en la CNMV, o incluso no sometidas a la Directiva 85/611/CEE, cuestión que es analizada con mayor profundidad en líneas posteriores.

En efecto, nada se establece en la Ley respecto de las IIC que, constituidas en Estados Miembros de la UE y aún armonizadas, no se encuentren inscritas en la CNMV ni respecto de entidades inscritas que no se encuentren armonizadas por el tipo de inversión que acometen, ni mucho menos existe referencia alguna a entidades constituidas en jurisdicciones distintas de la UE o en la UE sin armonización, cuando estas jurisdicciones no se califican como paraísos fiscales.

Por último, en el mismo sentido de ratificar la aplicación restrictiva del régimen del primer apartado del artículo 94 a las IIC extranjeras que cumplan los requisitos establecidos en dicho precepto, interesa considerar que la doctrina de la DGT ha manifestado al respecto que “*(...) sobre la base de la igualdad de tratamiento que en dicho artículo 95 (artículo 94 de la actual Ley del IRPF) se establece para las IIC españolas y para las instituciones de otros Estados de la Unión Europea sometidas a la Directiva 85/611/CE y comercializadas en España, no resulta posible, ya que sería discriminatorio, efectuar distinta lectura del cumplimiento de las mismas para las instituciones españolas y para las citadas instituciones comunitarias, para las que específicamente se establece que tales condiciones se entienden referidas, en el caso de instituciones estructuradas por comportamientos o subfondos, al comportamiento o subfondo comercializado*”.

En conclusión, si bien no cabe duda de que el régimen descrito en el apartado 1 del artículo 94 de la Ley del IRPF así como en el artículo 56 de la Ley del IS es aplicable, además de a las IIC reguladas en la LIIC, a las IIC extranjeras que cumplan los requisitos contenidos en el apartado 2 de dicho precepto, éste no es aplicable, en la práctica, a aquellas IIC que no cumplan dichos requisitos.

#### **4.3.2 Impuesto sobre Sociedades e Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente**

La determinación del régimen fiscal aplicable a las rentas obtenidas por los socios o partícipes sujetos pasivos del IS o del IRNR que obtengan sus rentas a través de establecimiento permanente en España procedentes de IIC y, entre ellas, las derivadas de la transmisión o reembolso de IIC o, en su caso, de la participación en beneficios distribuidos por éstas, se contiene, con carácter general, en los artículos 58 y siguientes de la Ley del IS.

##### **4.3.2.1 Integración de rentas en la base imponible**

A la hora de integrar en la base imponible del IS las rentas derivadas de la inversión en IIC habrá de atenderse a las características de la misma, dado que la Ley del IS,

tal y como se ha mencionado en el apartado anterior, prevé regímenes tributarios diferentes para las inversiones en:

- IIC reguladas en la LIIC.
- IIC reguladas por la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, distintas de las constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales, constituidas y domiciliadas en algún Estado Miembro de la Unión Europea e inscritas en el registro especial de la CNMV a efectos de su comercialización por entidades residentes en España.
- IIC constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales.

Se observa, en consecuencia, que la normativa del IS no contempla de un modo específico la tributación de las rentas procedentes de acciones o participaciones en IIC que, no habiendo sido constituidas en territorios o países calificados como paraísos fiscales, no se encuentren en el ámbito de aplicación de la LIIC ni de la Directiva 85/611/CEE.

A continuación se analiza cada uno de los regímenes tributarios contemplados en la normativa del IS.

#### **4.3.2.2 IIC reguladas en la LIIC y en la Directiva 85/611/CEE**

En primer lugar, la Ley del IS regula el tratamiento fiscal de aquellas rentas procedentes de IIC a las que sea de aplicación la LIIC y la Directiva 85/611/CEE, diferentes de las constituidas en paraísos fiscales, e inscritas en el registro de CNMV para su comercialización.

Así, de acuerdo con lo previsto en el artículo 58 de la Ley del IS, los sujetos pasivos integrarán en la base imponible los siguientes conceptos:

- a) La renta, positiva o negativa, obtenida como consecuencia de la transmisión de las acciones o participaciones o del reembolso de estas últimas.
- b) Los beneficios distribuidos por la IIC.

Aisladamente considerado, el artículo 58 de la Ley del IS parece conllevar una quiebra del principio de reconocimiento del resultado contable que proclama el artículo 10.1 de la Ley del IS, y dar lugar, por tanto, a una regla especial de aplicación para las inversiones en IIC, que únicamente determinará integración de rentas en la base imponible en el momento de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones o en el de reparto de resultados.

No obstante lo anterior, el artículo 58 debe analizarse conjuntamente con el artículo 59 de la Ley del IS, cuyo origen se encuentra en la aprobación de la Ley 43/1995 de 27 de Diciembre del Impuesto sobre Sociedades, y que expresamente declara que “*se integrarán en la base imponible el importe de las rentas contabili-*

*zadas o que deban contabilizarse por el sujeto pasivo derivadas de las acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva”*

Esta última norma, incluida en nuestro ordenamiento previamente al artículo 58, pretende aclarar que las inversiones en IIC están sometidas, como cualquier otra inversión, al principio de devengo contable, y que por lo tanto será la normativa contable la que determine la imputación temporal de sus rentas, bajo el sometimiento a las reglas generales de reconocimiento contable de los ingresos contempladas en el artículo 19 de la Ley del IS. Lo anterior obligaría a anticipar la tributación a quienes contabilizasen la revalorización de sus inversiones en IIC previamente a la fecha de transmisión o reembolso, y además determinaría la tributación de las rentas positivas en el período en que se hubiesen tenido que reconocer contablemente, aunque tales apuntes no se hayan producido.

El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas dictó la Resolución de 27 de julio de 1992, sobre criterios de contabilización de las participaciones en los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), que obligaba al reconocimiento contable de los ingresos según los valores liquidativos a la fecha de cierre de cada período impositivo (*método market to market*). Esta quiebra al principio de precio de adquisición, que arrastra a la imputación fiscal de las rentas de conformidad a la que ha de tener lugar contablemente, se aplicaba a estos fondos altamente líquidos y poco sujetos a la evolución de los precios de los activos financieros.

Existe una consulta tributaria, de fecha 09-12-2004 (número 2052-04) que distingüía a estos efectos los FIM de los FIAMM, otorgando a los primeros el tratamiento contable de los valores negociables, esto es el principio de precio de adquisición, de modo que las plusvalías no se reconocen hasta que se produzca su distribución o la transmisión del FIM.

#### **4.3.2.3 IIC constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales**

Los socios y partícipes de la IIC constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales aplicarán un régimen fiscal diferente y penalizador, que ocasionará que, de manera global, la rentabilidad financiero-fiscal de su inversión se vea minorada. Este régimen es prácticamente idéntico para sujetos pasivos del IS y para contribuyentes del IRPF, por lo que nos remitimos parcialmente a lo expuesto en el posterior apartado 4.3.3.12.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 60 de la Ley del IS, los contribuyentes que participen en IIC constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales habrán de integrar en la base imponible del IS la diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación al día del cierre del período impositivo y su valor de adquisición.

El legislador introduce una presunción “iuris tantum” de rentabilidad de la inversión al señalar que “*(...) se presumirá, salvo prueba en contrario, que la diferen-*

*cia a que se refiere el apartado 1 es el 15 por 100 del valor de adquisición de la acción o participación (...)"<sup>25</sup>.*

Como puede observarse, para evitar que la inversión española se canalice hacia territorios que no ofrecen suficiente información y que se caracterizan por el mantenimiento de una presión fiscal mínima o inexistente, se establece un sistema que rompe uno de los principales atractivos, desde el punto de vista fiscal, de las IIC, consistente en el diferimiento de la tributación por las rentas que se obtengan como consecuencia de la realización de las inversiones, bien hasta el momento de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones, bien hasta el reparto de los beneficios obtenidos por las entidades.

- Por una parte, se introduce una presunción de rentabilidad anual de un 15 por 100, de modo que el contribuyente ostentaría la carga de probar que la IIC ha obtenido una rentabilidad menor a ese 15 por 100, con las dificultades que ello conlleva.
- Por otro lado, únicamente se permite la integración de rentabilidades positivas, pero no cabría, en su caso, el reflejo de una minoración en el valor liquidativo de la entidad.

En relación con este último aspecto, aun cuando contablemente se produjese el registro de la depreciación de la cartera, la normativa del IS considera como un gasto fiscalmente no deducible la depreciación de acciones o participaciones en entidades residentes en países o territorios calificados como paraísos fiscales, de modo que para la determinación de la base imponible del IS habría que efectuar un ajuste positivo al resultado contable de la entidad y no se reflejaría la pérdida de valor de la inversión en la IIC.

Con la finalidad de evitar que este esquema provoque una sobreimposición en el momento de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones, el legislador introduce dos normas específicas: por un lado, la cantidad integrada en la base imponible se considerará mayor valor de adquisición y, por otro, los beneficios distribuidos por la IIC no se integrarán en la base imponible y minorarán el valor de adquisición de la participación<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> La Disposición Transitoria Duodécima de la Ley del IS establece el régimen transitorio para las participaciones que ostentase el contribuyente a la entrada en vigor de la misma.

En concreto, dispone que "a los efectos de calcular el exceso del valor liquidativo a que hace referencia el artículo 60 de esta Ley se tomará como valor de adquisición el valor liquidativo el primer día del primer del período impositivo al que sea de aplicación la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, respecto de las participaciones y acciones que en aquél hubiera poseído el sujeto pasivo. La diferencia entre dicho valor y el valor efectivo de adquisición no se tomará como valor de adquisición a los efectos de la determinación de las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones".

*Los dividendos y participaciones en beneficios distribuidos por las IIC que procedan de beneficios obtenidos con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, se integrarán en la base imponible de los socios o partícipes de los mismos. A estos efectos se entenderá que las primeras reservas distribuidas han sido dotadas con los primeros beneficios ganados".*

<sup>26</sup> Ahora bien, la participación en los beneficios de la entidad no dará derecho a la aplicación de deducción alguna para eliminar la doble imposición, tanto jurídica, como económica. Ello responde a que, al no tributar en sede del inversor, la aplicación de la deducción junto con el hecho de que la presión fiscal en los citados territorios es mínima o inexistente, provocaría un supuesto claro de desimposición.

De este modo, la entidad titular de las acciones o participaciones de la IIC efectuará, en el momento de la imputación, un ajuste positivo en su resultado contable, al objeto de determinar la base imponible del IS. Paralelamente, en el momento de transmisión o reembolso de las acciones o participaciones realizaría un ajuste negativo al resultado contable por la transmisión o reembolso, con el objeto de reflejar el mayor valor de adquisición fiscal que ha supuesto la imputación en cada período impositivo de la revalorización de su participación.

Por último, cabe recordar que, tanto en relación con las rentas generadas en el momento de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones como con las procedentes de la participación en los beneficios de la entidad, existiría una obligación de efectuar retención a cuenta.

Para la determinación de los sujetos obligados a retener se seguirá el régimen general, por lo que tratándose de IIC extranjeras, los sujetos obligados a retener e ingresar a cuenta serían las entidades comercializadoras o los intermediarios facultados para la comercialización de las acciones o participaciones de aquéllas y, subsidiariamente, la entidad o entidades encargadas de la colocación o distribución de los valores entre los potenciales suscriptores, cuando efectúen el reembolso.

Sin embargo, en los supuestos de inversión en IIC constituidas en paraísos fiscales, es muy remota la posibilidad de que exista un comercializador de las mismas o una entidad encargada de su colocación y distribución, de modo que, como indica el Reglamento del IS, la obligación de efectuar el pago a cuenta recaería en el propio socio o partícipe.

En este sentido, aun cuando se efectúen imputaciones de renta como consecuencia de la revalorización de la inversión, la determinación de la base de cálculo de la retención o ingreso a cuenta se efectuará, al igual que en los supuestos ya analizados, por la diferencia entre el valor de transmisión y el valor de adquisición de las mismas, como expresamente ha señalado la DGT en su contestación a consulta tributaria vinculante de 17 de febrero de 2000.

#### **4.3.2.4 IIC no reguladas en la LIIC ni en la Directiva 85/611/CEE, no constituidas en países o territorios calificados como paraísos fiscales**

Tal y como se ha descrito en la introducción, la Ley del IS no contempla, de manera expresa, el régimen fiscal aplicable a las IIC que no hubiesen sido constituidas en territorios o países calificados como paraísos fiscales, ni dentro del ámbito de aplicación de la LIIC o de la Directiva 85/611/CEE.

Atendiendo al articulado de la Ley del IS, las rentas procedentes de este tipo de IIC podrían subsumirse en el (i) régimen especial de atribución de rentas o (ii) en el régimen general aplicable a las rentas derivadas de la tenencia o transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en los fondos propios de cualquier tipo de entidad. Una exposición detallada de la compleja situación de este tipo de entidades se analiza en un apartado posterior.

#### 4.3.2.5 Exclusión del derecho a la deducción por doble imposición

La normativa del IS establece, con carácter general, un esquema de eliminación, bajo ciertas condiciones y con ciertos límites, de la doble imposición económica y jurídica, de modo que los socios de las distintas entidades no vuelvan a tributar (ya sea en el momento de transmisión de las acciones o participaciones o en el momento de cobro de dividendos) por las rentas generadas en la IIC en que invierten.

Este sistema se articula, con carácter general, mediante la aplicación por parte del inversor de una serie de deducciones que se calculan en función de los impuestos satisfechos por la entidad participada.

Sin embargo, este esquema se configura bajo el cumplimiento de determinados requisitos, encaminados a que un mecanismo para evitar la doble imposición no se convierta en una fuente de escenarios de “sobreimposición” o, inclusive, “desimposición”.

Por ello, con respecto a las rentas generadas en el momento de la transmisión de valores representativos del capital o de los fondos propios de entidades, sólo cabe la aplicación del presente sistema en aquellos supuestos en los que se participe en entidades residentes en territorio español que efectivamente soporten un determinado nivel de tributación en su imposición personal<sup>27 28</sup>. No siendo el caso de las IIC, no cabe aplicar deducción por doble imposición en la transmisión de sus acciones o participaciones.

En relación con las rentas obtenidas como consecuencia de la distribución de beneficios de la IIC, la letra b) del apartado 2 del artículo 58 de la Ley del IS expresamente dispone que “(...) estos beneficios no darán derecho a deducción por doble imposición (...)”.

#### 4.3.2.6 Consideraciones acerca de las IIC como elementos patrimoniales susceptibles de incorporarse al ámbito de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios

Por la intensa actividad doctrinal que ha generado, se dedica a continuación un apartado específico al régimen de reinversión de beneficios extraordinarios en el IS cuando el objeto de la reinversión recae sobre acciones o participaciones de una IIC.

---

<sup>27</sup>En concreto, para eliminar la doble imposición económica, el apartado 5 del artículo 30 de la Ley del IS establece que, bajo el cumplimiento de determinadas condiciones, “(...) cuando entre las rentas del sujeto pasivo se computen las derivadas de la transmisión de valores representativos del capital o de los fondos propios de entidades residentes en territorio español que tributen al tipo general de gravamen (...) se deducirá de la cuota íntegra el resultado de aplicar el tipo de gravamen al incremento neto de los beneficios no distribuidos, incluso los que hubieran sido incorporados al capital social que correspondan a la participación transmitida, generados por la entidad participada durante el tiempo de tenencia de dicha participación o al importe de las rentas computadas si éste fuere menor (...).”

<sup>28</sup>Todo ello debe entenderse al margen de la eliminación de la doble imposición jurídica según lo dispuesto en la Ley del IS y en los convenios para evitar la doble imposición suscritos por España.

En particular se reflexiona sobre la interpretación que ha adoptado la DGT sobre este extremo.

La Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social introdujo, con efectos para los períodos impositivos que se iniciasen a partir de 1 de enero de 2002, el régimen de deducción por reinversión de beneficios extraordinarios, que vino a sustituir al derogado régimen de diferimiento por reinversión. La finalidad de este beneficio fiscal y de los que le han precedido, no era otra que la de favorecer el crecimiento económico, otorgando un tratamiento fiscal beneficioso a aquellas transmisiones de activos en las que, con el importe conseguido, se volvieran a adquirir otros activos por parte de las empresas que, de una u otra forma, incrementan o mantienen su capacidad productiva.

De acuerdo con este régimen, actualmente regulado en el artículo 42 de la Ley del IS<sup>29</sup>, se establece una deducción en la cuota, sobre las rentas derivadas de la transmisión de determinados elementos patrimoniales, siempre y cuando se proceda a la reinversión del importe total obtenido en elementos del inmovilizado material o inmaterial, así como en participaciones cualificadas en los fondos propios de entidades, bajo el cumplimiento de determinadas condiciones y requisitos, tales como el plazo para adquirir los bienes y el período de mantenimiento de la nueva inversión<sup>30</sup>.

En concreto, la Ley del IS exige:

- (a) Que los *elementos transmitidos* (i) formen parte del inmovilizado material o inmaterial afectos a actividades económicas que hubiesen estado en funcionamiento al menos un año antes de la transmisión, o que se trate de (ii) valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de toda clase de entidades que otorguen una participación no inferior al 5 por 100 sobre su capital social, siempre y cuando, en ambos casos, se hubieran poseído, al menos, con un año de antelación a la fecha de transmisión, siempre que no se trate de operaciones de disolución o liquidación de esas entidades.
- (b) Respecto de los *elementos adquiridos*, el Ley del IS considera como aptos para la reinversión los mismos elementos que los mencionados para la transmisión, si bien con la particularidad de exigir, en el caso de la reinversión en elementos del inmovilizado material o inmaterial, que estos elementos entren en funcionamiento dentro del plazo de reinversión fijado en la normativa y, respecto a los valores, que supongan al menos un 5 por 100 del capital o de los fondos propios de la entidad y que no sean representativos de entidades residentes en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales.

<sup>29</sup> Que ha sido modificado por la vigente Ley del IRPF.

<sup>30</sup> La base de la deducción es proporcional al importe reinvertido, de tal forma que si no se reinvierte el importe total obtenido por la venta de los citados elementos patrimoniales, la deducción a practicar es proporcional.

- (c) El período para realizar la reinversión es, con carácter general, el comprendido entre el año anterior a la fecha de puesta a disposición del elemento patrimonial transmitido y los tres años posteriores.
- (d) Además, se exige el mantenimiento en el patrimonio del sujeto pasivo de los elementos patrimoniales objeto de reinversión por un período de cinco años para bienes inmuebles y de tres años para bienes muebles, con excepción de los supuestos en los que el período de amortización fuese inferior.

Si bien la redacción del artículo 42 de la Ley del IS vigente hasta el pasado 31 de diciembre de 2006 permitía de forma expresa la posibilidad de que la reinversión se materializase en la adquisición de acciones o participaciones en otra sociedad, con el único requisito de que se adquiriese, al menos, un 5 por 100 de participación en el capital o en los fondos propios de la misma, la nueva redacción de la norma restringe la aplicación de este beneficio fiscal en los supuestos de transmisión o adquisición de determinados valores tales como:

- a) Aquellos que no otorguen una participación en el capital o en los fondos propios.
- b) Sean representativos de la participación en el capital social o fondos propios de entidades no residentes en territorio español cuyas rentas no puedan acogerse a la exención establecida en el artículo 21 de la Ley del IS.
- c) Sean representativos de IIC de carácter financiero.
- d) Sean representativos de entidades que tengan como actividad principal la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario en los términos previstos en la Ley del IP.
- e) Sean representativos de entidades donde más de la mitad de su activo esté integrado por elementos patrimoniales que no tengan la consideración de inmovilizado material, inmaterial o valores que no otorguen una participación mínima de un 5 por 100 sobre el capital o fondos propios de entidades.

Estas exclusiones vienen a elevar a rango de ley la interpretación doctrinal que la DGT ha perfilado durante los últimos años.

En base a esta doctrina, relativa al tratamiento que, en el ámbito de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios, debía concedérsele a la adquisición de acciones o participaciones de sociedades de entidades, la DGT fue evolucionando desde una posición muy permisiva (principalmente en lo que respecta al tipo de entidad que se adquiría, al no establecerse inicialmente exigencia alguna respecto de su actividad), hasta una interpretación completamente distinta a la anteriormente mantenida, añadiendo paulatinamente nuevos requisitos, basados en una interpretación finalista y de *lege ferenda* del beneficio fiscal. En síntesis, a juicio de la DGT, en un principio, la reinversión en valores de otra sociedad sería válida a efectos de la deducción por reinversión, si bien siempre debiendo responder a una finalidad económica que no estuviera orientada únicamente a conseguir un ahorro fiscal.

En lo que se interesa al análisis realizado en esta obra, cabe añadir que la DGT, a través de sus contestaciones a consultas tributarias, ha manifestado su postura sobre la validez de determinados activos a los efectos del referido artículo 42 de la Ley del IS y, en particular, en relación con la validez de la materialización de la reinversión en participaciones de sociedades de inversión inmobiliaria (en lo sucesivo SII), SICAV y fondos de inversión.

La reinversión en acciones de SII ha sido objeto de análisis por la DGT en distintos pronunciamientos (concretamente, en las contestaciones a consultas tributarias nº V0855-06, de 5 de mayo de 2006 y V1876-06, de 21 de septiembre de 2006).

El criterio interpretativo adoptado por la DGT se basa en dar el mismo tratamiento fiscal a la inversión indirecta a través de una sociedad que el que se le hubiera dado a la inversión directa en el activo de la sociedad participada. Así, este Organismo entiende que el cumplimiento de los requisitos de la reinversión habrá de centrarse en *“el análisis de la naturaleza de los activos en los que invierte la SII su patrimonio”*, añadiendo que *“de realizarse la inversión directamente en bienes inmuebles afectos a una actividad económica, en el sentido que establece el artículo 25.2 del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, la misma cumpliría los requisitos legales para considerar materializada la reinversión”*.

Es por ello que las acciones de una SII tendrán la calificación de activo apto para la reinversión a los efectos de la aplicación de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios siempre que, además de que se adquiera el porcentaje mínimo de participación en el capital del 5 por 100, la SII invierta su patrimonio en bienes inmuebles afectos a la actividad económica de arrendamiento, en el sentido otorgado a la misma por la Ley de IRPF.

A tales efectos, el artículo 27.2 de la Ley de IRPF establece que la actividad de arrendamiento de inmuebles tendrá la calificación de actividad económica *“únicamente cuando concurran las siguientes circunstancias:*

- *Que en el desarrollo de la actividad se cuente, al menos con un local exclusivamente destinado a llevar a cabo la gestión de la actividad.*
- *Que para la ordenación de aquélla se utilice, al menos, una persona empleada con contrato laboral y a jornada completa<sup>31</sup>.*

Cabe concluir que en los supuestos en los que una SII invierta su activo subyacente en elementos en los que, de haberse realizado la reinversión en los mismos de

<sup>31</sup> Sólo se entenderá cumplido si el contrato es calificado como laboral por la normativa laboral vigente, cuestión ajena al ámbito tributario. A estos efectos, tal y como ha establecido la contestación de la DGT de 11-12-2000 (nº 2279-00), “en todo caso, en la medida en que, a pesar de estar incluido en el Régimen Especial de Autónomos, el administrador de la consultante tenga un contrato laboral y a jornada completa percibiendo su remuneración por la prestación a la entidad de servicios propios de su objeto social y, por tanto, distintos de los derivados de su mera pertenencia al Órgano de Administración, el requisito de la letra b) anterior se entenderá cumplido, considerándose que el arrendamiento y compraventa de inmuebles se realiza como actividad económica, siempre que simultáneamente se cumpla el primero de los requisitos anteriormente mencionados.”

manera directa, hubieren sido válidos a efectos de la reinversión, la adquisición de al menos el 5 por 100 de su capital o fondos propios será un activo apto para materializar la reinversión.

Se considerará que el activo subyacente de la SII es un elemento válido a efectos de la reinversión cuando se trate de bienes inmuebles afectos a una actividad de arrendamiento, que pueda considerarse como actividad económica a los efectos de lo dispuesto la Ley de IRPF. En este sentido, se exigirá que la SII cuente con un local exclusivamente destinado a llevar a cabo la gestión de la actividad y con, al menos, una persona empleada con contrato laboral y a jornada completa que se dedique a la ordenación de la misma.

Cabe añadir que la DGT no concluye de manera expresa sobre qué parte del valor ha de considerarse reinvertido. En este sentido, es posible que la reinversión deba entenderse materializada únicamente en la parte del precio de adquisición de la participación que proporcionalmente sea imputable a los bienes inmuebles afectos a la actividad económica de arrendamiento desarrollada por la SII (o cualquier otro elemento válido a efectos de la reinversión) en caso de concurrir con otros activos que no cumplan los requisitos de reinversión.

Por lo que se refiere a las SICAV, el criterio de la DGT no ha sido siempre uniforme, por lo que procedemos a continuación a plasmar su evolución interpretativa, que podemos distinguir en tres fases:

- 1) Con fecha 1 de octubre de 2004 la DGT, en su contestación a consulta tributaria número 1840-04, admite la posibilidad de materializar la reinversión en una participación en una SICAV, siempre y cuando ésta representase al menos un 5 por 100 de su capital social.
- 2) La DGT cambia de criterio, o si se quiere, lo matiza, al emitir, el 30 de marzo de 2005, la contestación a consulta vinculante número V0523-05, en la que niega la posibilidad de reinversión en una participación en una SICAV, argumentando que al ser la SICAV un instrumento de ahorro de inversores minoristas, donde se gestiona el riesgo de la inversión, la misma puede estar más cercana a la cesión a terceros de capitales propios que a la participación en los fondos propios de una entidad. Como argumento adicional considera la DGT que al consistir la actividad de la SICAV objeto de consulta en la gestión de fondos de inversión, los cuales están excluidos como elementos patrimoniales aptos a efectos de reinversión, tampoco las acciones de la misma podrán ser objeto de reinversión.
- 3) La doctrina más reciente (contestaciones a consultas tributarias vinculantes, emitidas el pasado 5 de mayo de 2006, números V0852-06 y V0856-06) considera que la validez de la SICAV a efectos de la reinversión no será una alternativa viable en la práctica, ya que vendrá determinada por el subyacente en que invierta la citada entidad. En este sentido la DGT dispone que, dado que el patrimonio de las SICAV ha de estar invertido en determinados elementos financieros, será *“la naturaleza de estos activos lo que debe servir para considerar válida o*

*no la inversión en la adquisición de participaciones en el capital de una SICAV como materialización de la reinversión a los efectos establecidos en el citado artículo 42 del TRLIS”.*

En este sentido y a partir del pasado 1 de enero de 2007, la materialización de la inversión a efectos de la aplicación de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios en ningún caso podrá realizarse en acciones de una SICAV, por cuanto la Ley del IS excluye expresamente de la aplicación de este beneficio fiscal a los valores representativos de IIC de carácter financiero.

En lo que respecta a los fondos de inversión financieros, la DGT ha venido sosteniendo, y así se plasma en la nueva regulación del artículo 42 de la Ley del IS, que no son activos aptos en los que materializar la reinversión, por cuanto éstos no representan participación alguna en el capital social o fondos propios de entidades. Los fondos de inversión de naturaleza inmobiliaria podrían encajar en la nueva redacción de la norma aplicable desde 2007, si bien sería conveniente contar con el refrendo de la DGT.

### **4.3.3 Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)**

#### **4.3.3.1 Introducción**

La Ley del IRPF regula en sus artículos 94 y 95 el régimen fiscal aplicable a las rentas obtenidas por los accionistas o partícipes de IIC.

Concretamente, mientras que el artículo 94 de dicha Ley regula el régimen fiscal general aplicable a los socios de IIC, con independencia de su lugar de constitución, del régimen regulatorio aplicable y de su régimen de comercialización en España, el artículo 95 regula el régimen especial aplicable a los socios de las IIC constituidas en territorios calificados como paraíso fiscal.

A continuación se analiza el tratamiento tributario de las rentas a que se refiere el artículo 94, así como el régimen de diferimiento por traspasos que aparece igualmente regulado en dicho precepto.

Asimismo, trataremos algunos supuestos especiales que tienen incidencia en el régimen fiscal de los socios o partícipes de IIC, tales como la aplicabilidad de la deducción por rentas obtenidas en Ceuta y Melilla a las IIC, el usufructo de las acciones o participaciones de las IIC o las IIC denominadas en divisas.

#### **4.3.3.2 Tratamiento fiscal de las rentas procedentes de la transmisión y el reembolso de acciones o participaciones de IIC**

##### ***Cuantificación de la ganancia o pérdida patrimonial***

El artículo 94 de la Ley del IRPF califica como ganancias o pérdidas patrimoniales, respectivamente, las rentas positivas o negativas que procedan de la transmisión o el reembolso de acciones o participaciones en IIC.

Si la renta obtenida es una ganancia patrimonial, ésta no podrá ser objeto de correcciones por actualización, en la medida en que el artículo 35.2 de la Ley del IRPF, al igual que la normativa anterior, únicamente contempla la corrección del efecto de la depreciación monetaria para las ganancias patrimoniales que procedan de la transmisión de bienes inmuebles.

De acuerdo con la nueva regulación del IRPF la ganancia o pérdida patrimonial obtenida se integrará en la nueva Base Imponible del Ahorro con independencia del período de tenencia de las acciones o participaciones de la IIC.

Según establece el artículo 94 anteriormente citado, el cálculo de dicha ganancia o pérdida patrimonial deberá realizarse *“de conformidad con las normas de esta Ley”*. Por tanto, es necesario acudir a los artículos 33 y siguientes de la Ley del IRPF para cuantificar el importe a integrar en la base imponible del ahorro.

En este sentido, la Ley del IRPF incluye como novedad una regla específica de cálculo (en la letra c) del artículo 37.1) para las ganancias o pérdidas obtenidas por la transmisión o el reembolso a título oneroso de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de IIC.

La renta obtenida por el inversor como consecuencia de la transmisión o el reembolso de participaciones de fondos de inversión o por la transmisión de acciones representativas del capital de sociedades de inversión recibe la calificación fiscal de ganancia o pérdida patrimonial, y la misma se determina, con carácter general, por la diferencia entre su valor de adquisición más, en su caso, el importe de los gastos y comisiones satisfechos, y su valor de transmisión, que se ha de minorar en los gastos y comisiones inherentes a la operación, siempre que hayan sido satisfechos por el inversor.

El valor de adquisición no plantea mayores dificultades conceptuales, es el valor de suscripción de los fondos de inversión o de adquisición de las sociedades de inversión, adicionado en los gastos y comisiones inherentes a tales procesos. En particular, tratándose de adquisiciones lucrativas inter-vivos o mortis-causa, este valor será el determinado por la aplicación de las normas del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, incrementado en la cuota de este impuesto satisfecha por el heredero o donatario por dicha adquisición.

El valor de transmisión vendrá determinado por el valor liquidativo aplicable en la fecha en que dicha transmisión o reembolso se produzca o, en su defecto, por el último valor liquidativo publicado. Si no existiera valor liquidativo, se tomará el valor teórico resultante del balance correspondiente al último ejercicio cerrado con anterioridad a la fecha del devengo del Impuesto.

En supuestos distintos del reembolso de participaciones, el valor de transmisión así calculado no podrá ser inferior al mayor de los dos siguientes:

- El precio efectivamente pactado en la transmisión.

- El valor de cotización en mercados secundarios oficiales de valores definidos en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros y, en particular, en sistemas organizados de negociación de valores autorizados conforme a lo previsto en el artículo 31.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la fecha de la transmisión.

En el caso de transmisiones de participaciones en los fondos de inversión cotizados, el valor de transmisión coincidirá con su valor de cotización.

En la determinación de la renta sujeta a gravamen por el IRPF, el inversor persona física que reembolse o transmita acciones o participaciones en una IIC ha de tener presentes dos reglas fundamentales.

La primera de ellas se encuentra en el párrafo a) del primer apartado del artículo 94 de la Ley del IRPF, y establece que para el cálculo de la ganancia o pérdida patrimonial, y cuando existan valores homogéneos en el patrimonio del contribuyente, “*se considerará que los transmitidos por el contribuyente son aquéllos que adquirió en primer lugar*”. En definitiva, se mantiene el criterio “FIFO”, ya contenido en la anterior norma de IRPF y confirmado por la DGT en varias contestaciones a consultas.

A efectos de definir lo que deba entenderse por “valores homogéneos”, resulta una importante novedad el nuevo Reglamento del IRPF, aprobado por Real Decreto 439/2007 de 30 de marzo, que ya no se remite a la normativa reguladora de los mercados de valores, sino que incluye expresamente una definición de “valor homogéneo”. Actualmente el artículo 8 de dicho texto precisa que “*se considerarán valores o participaciones homogéneos procedentes de un mismo emisor aquéllos que formen parte de una misma operación financiera o respondan a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, sean de igual naturaleza o régimen de transmisión, y atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones*”. Posteriormente, en el segundo párrafo del mismo artículo se aclara que “*la homogeneidad de un conjunto de valores no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario; fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria. En particular, la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones*”.

La cuestión acerca de si unas participaciones en un fondo de inversión son valores homogéneos con las de otro fondo, o si unas acciones en una SICAV son valores homogéneos con las de otra SICAV, o si las acciones o participaciones de una clase o serie son valores homogéneos con otras acciones o participaciones en la misma IIC pero de distinta clase o serie, es de gran relevancia, ya que determina directamente la forma de computar la ganancia o pérdida patrimonial. En este punto, será

preciso analizar con detalle los futuros pronunciamientos de la DGT ante la nueva normativa.

No obstante, atendiendo a las particularidades tributarias de las IIC, como son el sometimiento a las obligaciones de retención, o el funcionamiento de la mecánica de traspasos, parece poco realista considerar que puedan tratarse como valores homogéneos a las acciones o participaciones de diferentes IIC, o incluso de diferentes series o clases de acciones o participaciones. En esta línea, la contestación a la consulta vinculante de fecha 20-10-2006 (V2067-06) reconoce que no son valores homogéneos diferentes fondos de inversión, aunque estén gestionados por la misma entidad gestora, dado que representan patrimonios distintos, dotados de un reglamento y de una política de inversión propia e independiente, por lo que las diferentes participaciones no responden a “una unidad de propósito”.

Recordemos en esta materia que la consideración de valores homogéneos queda desvirtuada, de conformidad a la doctrina administrativa, cuando concurren en ellos diferentes condiciones de titularidad. Así por ejemplo, unas participaciones en un mismo fondo de inversión por parte de un matrimonio, cuando unas son gananciales y otras privativas de uno de los cónyuges, no se consideran valores homogéneos.

La segunda de las reglas específicas hace referencia a la denominada “norma antiaplicación”, regulada en el artículo 31.5.f) de la Ley del IRPF. De acuerdo con ella, no se podrán integrar en la base imponible las pérdidas patrimoniales que procedan de transmisiones de valores o participaciones admitidos a negociación en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores definidos en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, cuando el contribuyente hubiera adquirido valores homogéneos dentro de los dos meses anteriores o posteriores a dichas transmisiones, o dentro del plazo de un año si se trata de valores no admitidos a negociación en los citados mercados.

El principal problema que plantea la “norma antiaplicación” en el campo de las IIC es si a las operaciones realizadas con las mismas les resulta aplicable o no el plazo de dos meses previsto para las operaciones con valores o participaciones admitidos a cotización en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores definidos en la Directiva 2004/39/CE.

La asimilación de los fondos de inversión al concepto de valor admitido a negociación, determinante de la aplicación de la citada regla de los dos meses, encuentra su apoyo en el apartado 9 del artículo 4 del RIIC, según el cual, para aquellos fondos que garanticen el reembolso de sus participaciones, el cumplimiento de la obligación de información del valor liquidativo determinará que las participaciones tengan la consideración de valores admitidos a negociación, “*a los efectos de aquellas disposiciones que regulen regímenes específicos de inversión*”. La contestación a la consulta vinculante de fecha 20-10-2006 (V2067-06) reconoce abiertamente esta cualidad.

A la misma derivada se llegaría en el caso de las SICAV, tanto a las que negocian en el Mercado Alternativo Bursátil (mercado organizado no oficial) como a las que no lo hacen, gracias a lo que dispone el artículo 6.7 del RIIC.

A ello se añade el hecho de que las propias IIC se consideran “valores cotizados” a efectos de las normas sobre aptitud de activos, de modo que este criterio debiera también ser válido a efectos fiscales.

***Aplicación de los coeficientes de abatimiento a las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales adquiridos antes de 31 de diciembre de 1994***

La nueva Ley del IRPF introduce una importante novedad en relación con los coeficientes de abatimiento aplicables a las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales no afectos a actividades económicas adquiridos antes de 31 de diciembre de 1994 y transmitidos a partir del día 20 de enero de 2006<sup>32</sup>.

La eliminación de los coeficientes de abatimiento se ha realizado por la Ley del IRPF tratando de evitar el “efecto anuncio” de la norma, puesto que la nueva regulación de esta materia resulta aplicable a las transmisiones realizadas a partir de la fecha en que se hizo público el Anteproyecto de Ley (20 de enero de 2006) y no a partir de la fecha de entrada en vigor de la Ley (1 de enero de 2007).

Concretamente, la actual Ley del IRPF establece, en su Disposición Transitoria novena, un régimen transitorio para la eliminación de los denominados “coeficientes de abatimiento”, que pretende su paulatina desaparición. Dicho régimen determina que a las ganancias patrimoniales generadas con posterioridad a 20 de enero de 2006 no les serán de aplicación los coeficientes de abatimiento previstos para elementos adquiridos con anterioridad a 31 de diciembre de 1994, lo que provoca a la hora de calcular una ganancia patrimonial procedente de una IIC adquirida con anterioridad a 31 de diciembre de 1994, que deban diferenciarse las ganancias obtenidas con anterioridad y posterioridad a la fecha señalada.

La norma establece dos reglas diferenciadas para las transmisiones de elementos patrimoniales efectuadas a partir de 20 de enero de 2006, la segunda de las cuales se refiere específicamente a las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de valores admitidos a negociación en los mercados regulados en la Directiva 2004/39/CE y de determinadas acciones o participaciones en IIC (las reguladas por la LIIC y las acogidas a la Directiva 85/611/CEE y registradas para su comercialización en España).

Según dicha regla, para aplicar los porcentajes reductores se deberá distinguir entre dos supuestos:

<sup>32</sup> Disposición Transitoria novena y apartado 2 de la Disposición Final primera de la Ley del IRPF. De acuerdo con estas normas todavía está vigente el régimen que permite aplicar un coeficiente reductor a las ganancias procedentes de activos adquiridos con anterioridad a 31 de diciembre de 1994.

- (i) Si el valor de transmisión fuera igual o superior al que corresponda a las acciones o participaciones a efectos del IP del año 2005 (en el caso de acciones y participaciones de IIC será el valor liquidativo a dicha fecha), la parte de la ganancia que se considera generada hasta el 20 de enero de 2006 se calculará tomando como valor de transmisión el que corresponda a los valores a efectos del IP del año 2005, aplicándose a la misma los coeficientes de abatimiento según su período de permanencia hasta 31 de diciembre de 1996. El resto de la ganancia patrimonial tributará sin reducción alguna.
- (ii) Si el valor de transmisión fuera inferior al valor a efectos del IP correspondiente al año 2005, la totalidad de la ganancia patrimonial obtenida se reducirá por aplicación de los coeficientes de abatimiento según su período de permanencia hasta 31 de diciembre de 1996. De esta forma, se entiende que toda la ganancia patrimonial se ha generado con anterioridad a 20 de enero de 2006.

Trataremos de ilustrar lo anterior con dos ejemplos:

*Ejemplo 1:* El 15 de diciembre de 1991 un contribuyente adquirió 300 participaciones, a 15 euros cada una, de un fondo de inversión mobiliaria de renta variable, ascendiendo el importe de la inversión efectuada a 4.500 euros. El día 21 de mayo de 2007 ha reembolsado todas las participaciones al valor liquidativo del día, fijado en 22 euros por participación. Se sabe que a 31 de diciembre de 2005 el valor liquidativo unitario de las participaciones fue de 20 euros.

La tributación en 2007 será como sigue:

- Valor de adquisición: 4.500 euros.
- Valor a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio 2005: 6.000 euros.
- Valor de reembolso: 6.600 euros.
  
- Ganancia patrimonial objeto de reducción: 1.500 euros.
- Ganancia patrimonial no sujet a reducción: 600 euros.
- Reducción:  $1.500 \times 14,28\% \times 4 \text{ años} = 856,80$  euros.
- Ganancia sujet a tributación: 1.243,20 euros.
- Cuota tributaria (18%) = 223,78 euros.

*Ejemplo 2:* El 15 de diciembre de 1991 un contribuyente adquirió 300 participaciones, a 15 euros cada una, de un fondo de inversión mobiliaria de renta variable, ascendiendo el importe de la inversión efectuada a 4.500 euros. El día 21 de mayo de 2007 ha reembolsado todas las participaciones al valor liquidativo del día, fijado en 22 euros por participación. Se sabe que a 31 de diciembre de 2005 el valor liquidativo unitario de las participaciones fue de 25 euros.

La tributación en 2007 será como sigue:

- Valor de adquisición: 4.500 euros.
- Valor a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio 2005: 7.500 euros.
- Valor de reembolso: 6.600 euros.
  
- Ganancia patrimonial objeto de reducción: 2.100 euros.
- Reducción:  $2.100 \times 14,28\% \times 4 \text{ años} = 1.199,52$  euros.
- Ganancia sujeta a tributación: 900,48 euros.
- Cuota tributaria (18%) = 162,09 euros.

#### **4.3.3.3 Imputación temporal de las ganancias y pérdidas patrimoniales derivadas de acciones y participaciones en IIC**

El artículo 14 de la Ley del IRPF regula las reglas aplicables para la imputación temporal de las rentas sujetas al Impuesto. En concreto, la letra c) del apartado 1 de dicho precepto determina, con carácter general, que *"las ganancias y pérdidas patrimoniales se imputarán al período impositivo en que tenga lugar la alteración patrimonial"*.

La aplicación de esta disposición al supuesto particular de las rentas procedentes de inversiones en acciones y participaciones en IIC requiere distinguir entre los siguientes supuestos:

- *Transmisión de acciones de IIC con forma societaria:* en estos casos, el momento en el cual se entiende producida la transmisión dependerá de la forma en que ésta se realice. Así, si la transmisión tiene lugar en un mercado organizado, habrá que estar a lo establecido en las normas que rijan su funcionamiento. Si la transmisión se realiza mediante cualquier otro procedimiento –por ejemplo, mediante documento público– se estará a lo dispuesto en la legislación civil o mercantil.
- *Transmisión de participaciones en fondos de inversión:* en estos casos, se debe atender a los mismos procedimientos que en el caso anterior.
- *Reembolso de participaciones en fondos de inversión:* en este supuesto, pueden diferenciarse tres posibles momentos teóricos a los que referir la imputación de la ganancia o pérdida patrimonial: la solicitud del reembolso por el partícipe, la realización del reembolso, entendida como anulación de la participación, y el pago del reembolso. Sin embargo, en concordancia con el criterio anterior, debe entenderse que el momento de imputación temporal ha de ser el de realización del reembolso, por ser entonces cuando el partícipe deja de ser titular de las participaciones, y consiguientemente, se anulan éstas. Existe una contestación de la DGT, de fecha 24-05-2001, que se manifiesta en el mismo sentido, situando el devengo de la renta en la fecha en que se realiza de forma efectiva el reembolso, merced a la actuación de la entidad gestora, y ello con independencia de la fecha en que se haya formulado la orden.

#### **4.3.3.4 Régimen de diferimiento de la ganancia patrimonial derivada del traspaso de la inversión entre IIC**

##### **4.3.3.4.1 Aspectos generales y justificación**

Una de las principales características del régimen fiscal aplicable a los socios o partícipes de las IIC y, sin duda, uno de sus principales atractivos, consiste en el régimen de diferimiento previsto en el artículo 94 de la Ley del IRPF, que también aparecía regulado en el anterior Texto Refundido de la Ley de IRPF.

Este régimen fue introducido por la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de No Residentes, y fue posible como consecuencia de la sujeción a retención fiscal de los rendimientos obtenidos por los socios y partícipes de las IIC, que permite su control a efectos fiscales.

Hasta la aprobación de dicha Ley, cuando se transmitía o reembolsaba una acción o participación de una IIC se tributaba por la ganancia o pérdida patrimonial cada vez que se producía una operación de este tipo, con independencia del destino que se diera al importe obtenido. Esto suponía un obstáculo para la movilidad de capital entre IIC que podía afectar de forma negativa a una asignación eficaz de los recursos. Con el fin de evitar este efecto perjudicial para el inversor, se introdujo el régimen de neutralidad con diferimiento de la ganancia patrimonial derivada del traspaso entre IIC.

Mediante dicho régimen se difiere la tributación –no se trata de una exención ni de un supuesto de no sujeción– hasta el momento en el que se obtiene el importe líquido para destinarlo a otra finalidad que no sea la inversión en otra IIC. En definitiva, el inversor puede diferir sine die la tributación de las rentas acumuladas hasta la fecha en que decida recuperar la inversión, siempre que el importe obtenido en la transmisión de acciones de sociedades de inversión o en el reembolso de participaciones en fondos de inversión, se destine, de acuerdo con el procedimiento establecido en el artículo 28 de la LIIC, a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en IIC.

Este régimen enmarcado en el artículo 94 de la Ley del IRPF, en concreto en el segundo párrafo y siguientes del apartado 1. a), establece que *“cuando el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones o acciones en IIC se destine, de acuerdo con el procedimiento que reglamentariamente se establezca, a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en IIC, no procederá computar la ganancia o pérdida patrimonial, y las nuevas acciones o participaciones suscritas conservarán el valor y la fecha de adquisición de las acciones o participaciones transmitidas o reembolsadas”*

#### 4.3.3.4.2 Condiciones de aplicación

La aplicación de este régimen a las IIC en forma societaria, tanto españolas como extranjeras, se concretó en la exigencia de que el número de accionistas de la IIC objeto de transmisión fuese, como mínimo, de 500, y a su vez que el contribuyente no hubiera participado en algún momento dentro de los doce meses anteriores a la fecha de transmisión en más del 5 por 100 del capital de la IIC.

Si bien durante los momentos posteriores a la aprobación de la norma surgieron dudas interpretativas al respecto de si los requisitos debían cumplirse en sede de ambas IIC, de destino y origen, la DGT confirmó la literalidad de la norma, bajo la cual únicamente deben cumplirse tales requisitos en sede de la IIC de origen, de tal forma que se permitirían transacciones en las que la IIC de destino, de naturaleza societaria, tuviese menos de 500 accionistas o el sujeto pasivo hubiera participado en más de un 5 por 100 en el capital de la IIC, siempre y cuando la IIC de origen fuese apta para la aplicación del régimen.

La acreditación del número mínimo de accionistas se realiza con base en el último informe trimestral anterior a la fecha de transmisión o reembolso que la sociedad haya remitido a la CNMV<sup>33</sup>.

En cuanto al límite que afecta al porcentaje de participación del accionista, el contribuyente que desee que le apliquen el régimen de diferimiento debe comunicar documentalmente a las entidades a través de las cuales se realicen las operaciones de traspaso de la inversión, que no ha participado en algún momento dentro de los doce meses anteriores a la fecha de la operación en más del 5 por ciento del capital de la IIC correspondiente.

El último inciso del apartado a) del artículo 94 de la Ley del IRPF, establece la inaplicación del régimen de diferimiento en los casos en que la transmisión o reembolso, o la adquisición o suscripción, tenga por objeto participaciones representativas del patrimonio de los fondos de inversión cotizados en bolsas de valores a que se refiere el artículo 49 del RIIC. De esta forma, se consagra en una norma de rango legal la excepción a la aplicación de este régimen introducida por la Disposición Final primera del RIIC, que a su vez añadía una Disposición Final cuarta al anterior Reglamento de IRPF (aprobado por Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio).

El régimen de diferimiento también resulta aplicable a las IIC extranjeras, siempre y cuando se trate de IIC que tengan derecho a la aplicación del régimen especial del artículo 94 y el traspaso se realice de acuerdo con el procedimiento descrito en el siguiente apartado.

#### 4.3.3.4.3 Procedimiento de traspasos. El protocolo de INVERCO

El procedimiento de traspaso es de carácter formalista y para su aplicación se exige que las operaciones se realicen en un marco procedural muy rígido, basado en el propio artículo 94, que establece que “el régimen de diferimiento previsto en el

<sup>33</sup> La propia LIIC prevé, en el artículo 17.1, la emisión de este informe trimestral.

*segundo párrafo de este párrafo a) no será de aplicación cuando, por cualquier medio, se ponga a disposición del contribuyente el importe derivado del reembolso o transmisión de las acciones o participaciones de IIC”.*

Desde el punto de vista administrativo, el procedimiento se encuentra regulado en el artículo 28 de la LIIC, que vincula el proceso a la solicitud del traspaso por parte del partícipe o accionista a la IIC de destino, de tal forma que toda la operativa se realice entre las entidades de origen y de destino y el partícipe o accionista no pueda interferir ni ser interferido por la entidad de origen, en el proceso.

Si se trata de IIC cotizadas en Bolsa, el propio artículo 28 prohíbe que se ponga a disposición del accionista el importe de la transmisión o reembolso.

En cuanto a la gestión de la información correspondiente a los traspasos, que se construye como pilar del proceso, hay que diferenciar si la IIC de destino es un fondo o una SICAV. En caso de que sea un fondo español, habrá siempre una sociedad gestora del mismo, que será la obligada a practicar la retención en el momento en que, posteriormente, se produzca el reembolso o transmisión. En tal caso, la obligación de custodia recaerá en la referida gestora, y la documentación habrá sido remitida por la gestora de origen –si es un traspaso entre fondos– o habrá sido entregada por el partícipe –si el traspaso procede de una inversión en una SICAV–. Por el contrario, si la entidad de destino es una SICAV, la custodia de la documentación corresponderá al propio accionista, que será, asimismo, el obligado a realizar el ingreso a cuenta cuando venda o transmita las acciones; documentación o información que tendrá ya –si el traspaso procede de otra SICAV– o que le habrá entregado la gestora de origen –si el traspaso proviene de un fondo–.

En el caso de tratarse de IIC extranjeras comercializadas en España bajo el amparo de la Directiva comunitaria, la aplicación del régimen exige (i) que la adquisición, suscripción, transmisión y reembolso de las acciones y participaciones de la IIC se haya realizado a través de las entidades comercializadoras e inscritas en la CNMV, que serán quienes realicen las mismas funciones atribuidas a las gestoras en el caso de los fondos de inversión españoles, y (ii) que en el caso de que la IIC se estructure en compartimentos o subfondos, el número de socios y el porcentaje máximo de participación, señalados anteriormente, se entienda referido a cada compartimento o subfondo comercializado<sup>34</sup>.

Tratándose de entidades extranjeras, es posible que la adquisición o suscripción de las mismas se haya podido realizar previamente a la comercialización en nuestro país de ese fondo o de forma ajena al comercializador, una vez admitida su comercialización. En aquellos casos en los que la adquisición se ha producido previamente a la comercialización, la DGT<sup>35</sup> ha seguido un criterio finalista y, en la medida de que “la adquisición originaria de dichos valores no pudo efectuarse a través de

---

<sup>34</sup> En el momento de redacción de la norma original, el artículo 77 de la Ley 40/1998, no existían en España los llamados compartimentos o subfondos propios de los llamados ‘Fondos Paraguas’, si bien tanto la doctrina fiscal como administrativa consistentemente los había considerado como entes individuales a todos los efectos.

<sup>35</sup> Consulta de 10 de Septiembre de 2003, nº 1232-03.

*“una entidad comercializadora en España inscrita en el registro de la CNMV por no encontrarse aún comercializadas”* permite la aplicación del régimen, siempre y cuando la transmisión se efectúe con el concurso de la entidad comercializadora facultada, la cual debe, en opinión de la DGT, disponer de toda la información necesaria que acredite tanto la titularidad como los datos relativos a la adquisición de las acciones o participaciones por parte del contribuyente.

No obstante lo anterior, la DGT en dicha consulta evita pronunciarse sobre casos en los que la adquisición fuera del circuito del comercializador se haya producido por otros motivos; siguiendo el razonamiento finalista del órgano directivo, se permitiría la aplicación del régimen en aquellos casos en los materialmente no pudo realizarse la adquisición de otro modo, como podría ocurrir en la adquisición por parte de un no residente en España de unas participaciones de una IIC extranjera y posterior cambio de residencia fiscal a nuestro país.

A los efectos de unificar los procesos de traspaso, evitar prácticas contrarias a la política de traspasos y facilitar la comunicación de los datos fiscales de los accionistas o partícipes entre los diferentes operadores, INVERCO estableció a los pocos días de la aprobación de la norma, un protocolo de traspasos destinado a la correcta utilización del procedimiento del SNCE, y estableciendo los casos tasados en los cuales la entidad de origen podría rechazar el traspaso ordenado por la entidad de destino, que es a la que acude el inversor para iniciar el proceso. Este protocolo, establece diferentes procedimientos en función de la tipología de IIC objeto de traspaso y ha sido la base de regulación del artículo 28 de la LIIC antes mencionado.

#### 4.3.3.4.4 Efectos prácticos de los traspasos

Tal y como se ha descrito anteriormente, la reinversión en otras IIC en la transmisión de IIC “aptas” produce un efecto de diferimiento, esto es, la ganancia patrimonial no se computa, manteniendo las nuevas participaciones o acciones la antigüedad de las acciones de las que proceden.

De esta forma en caso de adquirir participaciones en una IIC en la que un sujeto pasivo tenía participaciones previas, si las participaciones adquiridas fruto del traspaso proceden de participaciones a su vez más antiguas que las existentes en esa IIC, a efectos de aplicación del criterio “FIFO” se entenderán transmitidas o reembolsadas las más antiguas, esto es, las procedentes del traspaso.

Ilustremos todo lo anterior con un ejemplo.

A principios del ejercicio 2007, un contribuyente es titular de 800 participaciones en dos fondos de inversión: 350 del Fondo P y 550 del Fondo M.

Las participaciones del Fondo P fueron adquiridas el 26-03-2003 por un importe de 21 euros cada una. Las participaciones en el Fondo M fueron adquiridas como sigue:

- 300 participaciones el 15-10-2005, por 12 euros cada una.
- 250 participaciones el 20-05-2006, por 13,5 euros cada una.

Durante el ejercicio 2007 se han realizado las siguientes operaciones:

- 1) El 25-02-2007 se traspasan las 350 participaciones del Fondo P, cuyo valor es de 25 euros por participación. Por dicho traspaso se reciben 432 nuevas participaciones en el Fondo M.
- 2) Ante una necesidad de liquidez, el 30-05-2007 se han reembolsado la mitad (491) de las participaciones del Fondo M al valor de 18 euros cada una.

Para calcular la carga fiscal que corresponderá en el IRPF por las dos operaciones realizadas en 2007, es preciso considerar que el traspaso de las participaciones del Fondo P en 2007 no tiene efectos tributarios, de modo que las 432 participaciones del Fondo M procedentes de dicho traspaso heredan su fecha de adquisición (16-03-2003) y su valor de adquisición a efectos fiscales (7.350 euros).

Cuando posteriormente se reembolsan 491 participaciones del Fondo M, a un valor unitario de 18 euros, la denominada “regla FIFO” determina que se transmiten las participaciones más antiguas, esto es las 432 procedentes de 2003 y 59 de las 300 suscritas en 2005. Ello produce una ganancia patrimonial en cada lote de 426 y 354 euros, respectivamente.

En materia de traspasos, tanto la doctrina como la propia DGT han ido haciendo frente a los problemas prácticos que genera la propia mecánica de suscripción y reembolso de participaciones de IIC, y, en particular, aquellos casos en los que no es posible hacer la suscripción completa en la IIC de destino debido a la regulación de la misma. Siguiendo con su criterio finalista, tanto la doctrina como la propia DGT han aceptado que en aquellos casos en los que por imposibilidad de realizar la suscripción la reinversión no se materialice, deben distinguirse dos situaciones: si el partícipe o accionista recibe el importe del reembolso o transmisión no reinvertido, se computará como una ganancia o pérdida patrimonial ordinaria; si, por el contrario, el partícipe o accionista no tiene acceso al importe del reembolso que es entregado por la IIC de destino a la de origen que, de forma automática, vuelve a adquirir participaciones en la IIC de origen, desde el punto de vista del IRPF el reembolso o transmisión se tendrá por no hecho por esa parte.

Ésta es la filosofía con la que han de resolverse las dificultades que presenta la reactualización de traspasos entre IIC que tienen limitados los períodos de entrada y de salida (inmobiliarios, IIC de inversión libre, garantizados, etc); en efecto, se pueden ordenar traspasos entre IIC cuyos períodos de liquidez no coincidan, de modo que el efectivo procedente del reembolso de la IIC de origen no pueda ser inmediatamente reinvertido en la IIC de destino. La raíz de esta problemática radica en que la normativa de IIC exige, de una parte, que el pago de los reembolsos se produzca en un plazo máximo de tres días desde la fecha del valor liquidativo aplicable a

la solicitud, y de otra, que a las suscripciones se les aplique el valor liquidativo correspondiente a la fecha en la que el efectivo tome valor en la cuenta de la IIC.

Aunque la situación descrita no es muy frecuente, con el fin de evitar las dificultades planteadas, los accionistas o partícipes han optado por articular dos traspasos: el primero de ellos, de la IIC de origen a una IIC transitoria que no tenga limitaciones en los períodos de entrada o salida, y el segundo, de dicha IIC transitoria a la IIC de destino, que se realizará cuando esta última, de acuerdo con su folleto, admita suscripciones. De este modo, se posibilita la realización de traspasos entre IIC con períodos de liquidez diferentes, sin que en ningún momento el efectivo procedente del traspaso quede a disposición del partícipe o accionista.

En cuanto a la posibilidad de aplicación de este régimen por parte de entidades en atribución de rentas tales como las comunidades de bienes, otra vez el criterio pragmático y finalista que la DGT ha venido emitiendo en materia de traspasos ha iluminado la decisión del órgano director y admite la posibilidad de que en una comunidad de bienes formada por personas físicas y jurídicas, las personas físicas puedan aplicar el régimen de diferimiento por la porción correspondiente a las mismas.

También se ha planteado el tratamiento fiscal que ha de darse a la comisión que, con carácter general, pudiera estar establecida en el folleto de la IIC de origen para cualquier reembolso, incluidos los que procedan de traspasos. Dicha comisión se aplica sobre la cuantía reembolsada, traduciéndose en una menor inversión en la IIC de destino. Por tanto, no tiene ningún efecto fiscal en el ejercicio de realización del traspaso, ni tampoco deberá ser tomada en consideración cuando se produzca la transmisión o reembolso de la IIC de destino, pues el efecto de este gasto ya está implícito en el cálculo de la ganancia patrimonial, conforme a las reglas generales del artículo 37 apartado 1 letra c) de la LIRPF.

Finalmente, cabe citar una reciente contestación de la DGT a la consulta vinculante número V0064-07, en la que dicho Centro directivo se pronuncia sobre la aplicabilidad del régimen de diferimiento previsto en el artículo 94 de la Ley del IRPF a las nuevas modalidades de participaciones o acciones de IIC reguladas en la LIIC<sup>36</sup>.

Concretamente, se consulta sobre cómo se articula dicho régimen de diferimiento en el caso de las sociedades de inversión por compartimentos y fondos de inversión por compartimentos, respectivamente.

La DGT, tras un somero análisis de la redacción del precepto, establece lo siguiente:

*“1º En el caso de reembolso de participaciones de un fondo de inversión o de un compartimento de un fondo de inversión, de los incluidos en el apartado 1 del artículo 95 del TRLIRPF (artículo 94 de la actual Ley del IRPF), cuyo importe se destine a la adquisición o suscripción de acciones o participaciones de otra institución de*

<sup>36</sup>Anteriormente, una contestación a consulta no vinculante a la DGT, de fecha 10-09-2003, ya anticipó esta misma solución.

*inversión colectiva o de un compartimento de otra institución de inversión colectiva, de las contempladas en dicho artículo 95, o de otro compartimento del mismo fondo de inversión, resultará de aplicación el régimen de diferimiento regulado en la letra a) de dicho artículo 95.1 siempre que se siga el procedimiento previsto en el artículo 28 de la LIIC y no se incumpla el requisito de indisponibilidad del importe del reembolso exigido en el último párrafo de dicha letra a).*

*2º En el supuesto de transmisiones de acciones de una sociedad de inversión o de un compartimento de una sociedad de inversión, de las incluidas en el apartado 1 del artículo 95 del TRLIRPF (artículo 94 de la actual Ley del IRPF), cuyo importe se destine a la adquisición o suscripción de acciones o participaciones de otra institución de inversión colectiva o de un compartimento de otra institución de inversión colectiva, de las contempladas en dicho artículo 95, o de otro compartimento de la misma sociedad de inversión, la aplicación del régimen de diferimiento regulado en la letra a) del citado artículo 95.1 del TRLIRPF en estos supuestos requiere, en primer lugar, que se cumplan las condiciones contenidas en el número 2º de dicha letra a) relativas al número mínimo de socios y porcentaje máximo de participación en el capital.”*

En esta materia, cabe pues apreciar que se admiten los traspasos entre compartimentos de IIC, y cuando se trate de sociedades de inversión, las referencias al número de accionistas y al porcentaje máximo de participación han de referirse a cada compartimento o subfondo, en lugar de atender al conjunto de la sociedad.

#### **4.3.3.5 La distribución de resultados por parte de las IIC**

Los rendimientos obtenidos por los contribuyentes del IRPF como consecuencia del reparto de resultados por parte de IIC deben ser incluidos en la categoría de los rendimientos del capital mobiliario derivados de la participación en fondos propios de entidades, de acuerdo con lo establecido en la letra b) del artículo 94.1 de la Ley del IRPF.

Con la actual configuración del impuesto introducida por la nueva Ley de IRPF, debe distinguirse entre la base del ahorro y la base general.

En la base del ahorro se incluyen la mayor parte de los rendimientos del capital mobiliario (incluyendo los rendimientos derivados de la participación en fondos propios de entidades –dividendos y primas de emisión– y de la cesión de capitales a terceros –como cuentas corrientes y operaciones de seguro) y las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales. Por tanto, los resultados distribuidos por las sociedades o fondos de inversión, en tanto rendimientos del capital mobiliario, deberán integrarse en la base del ahorro, que tributa al tipo fijo del 18%.

Otra de las novedades introducidas por la nueva Ley de IRPF ha sido la supresión del sistema de integración de los dividendos consistente en la aplicación de los coeficientes multiplicadores a efectos de su inclusión en la base imponible (con

carácter general al 140%) y de la deducción por doble imposición sobre la cuota líquida (con carácter general 40%).

Sin embargo, la aplicación de este mecanismo corrector de la doble imposición de dividendos se excluía expresamente, en la normativa anterior, en el caso de los resultados distribuidos por las sociedades o fondos de inversión que tributan al 1 por 100, lo cual es lógico si se tiene en cuenta que el mecanismo de multiplicación del rendimiento íntegro percibido y posterior deducción en cuota, únicamente tiene como finalidad eliminar la doble imposición interna que se produce en sede de la sociedad (al tributar por el beneficio obtenido) y en sede del socio (al tributar por el rendimiento percibido).

En consecuencia, la nueva Ley del IRPF se limita a suprimir el inciso mediante el cual se excluía la aplicación del mecanismo de deducción por doble imposición de dividendos a los resultados distribuidos por las IIC, en la medida en que éste ha desaparecido en todo caso.

De la misma forma, se ha eliminado la excepción a la exclusión mencionada, contenida en el último párrafo del artículo 95.1.b) de la Ley del IRPF, que permitía la aplicación de la deducción respecto de aquellos dividendos que procedieran de sociedades de inversiónmobiliaria o inmobiliaria a las que resultara de aplicación el tipo general de gravamen del IS.

Para salvaguardar la progresividad del impuesto, dada la supresión del mecanismo de corrección de la doble imposición de dividendos, la Ley del IRPF, en su artículo 7.y), establece una nueva exención para los dividendos y participaciones en beneficios, si bien con el límite de 1.500 euros anuales. Sin embargo, el segundo párrafo de dicho precepto excluye expresamente la aplicación de esta exención a los dividendos y beneficios distribuidos por las IIC, por lo que dichos resultados no gozarán de este beneficio. Esto supone una restricción que penaliza la distribución de beneficios de las IIC, sin fundamento alguno dado que la exención se aplica incluso en entidades exentas del IS, extranjeras en territorios de baja tributación, etc.

Como se analizará más adelante, los dividendos obtenidos por los accionistas o partícipes de IIC, en tanto rendimientos del capital mobiliario, están sujetos a retención al tipo del 18%.

#### **4.3.3.6 Dedución por rentas obtenidas en Ceuta y Melilla**

El artículo 68.4 de la Ley del IRPF regula la deducción por rentas obtenidas en Ceuta y Melilla, que ya estaba presente en la normativa anterior de IRPF.

El fundamento de esta deducción no es otro que incentivar las rentas relacionadas con dichas Comunidades Autónomas que, por lo demás, se rigen conforme a la normativa de IRPF de aplicación común en España.

El citado precepto establece una deducción del 50 por ciento de la parte de la suma de las cuotas íntegras, estatal y autonómica, que proporcionalmente corresponda

a las rentas computadas para la determinación de las bases liquidables que hubieran sido obtenidas en Ceuta o Melilla. La instrumentación de esta deducción difiere en función de cuál sea la residencia habitual del contribuyente del IRPF, debiendo diferenciarse entre los residentes y no residentes en dichas Comunidades Autónomas.

### **Residentes en Ceuta y Melilla**

Por lo que se refiere al régimen aplicable a los inversores que residen habitualmente en Ceuta y Melilla, el subapartado 1º del apartado 4 del artículo 68 contempla un régimen dual, distinguiendo si la residencia en Ceuta y Melilla es lo que podemos denominar “cualificada” o no.

De esta forma, los contribuyentes que tengan la residencia habitual (no “cualificada”) en Ceuta y Melilla, pueden deducir el 50 por ciento de la parte de la suma de las cuotas íntegras estatal y autonómica que proporcionalmente corresponda a las rentas computadas para la determinación de las bases liquidables que hubieran sido obtenidas en Ceuta o Melilla.

Por lo que respecta al segundo tipo de residencia, a la que hemos denominado “cualificada”, dicha bonificación se extenderá a la totalidad de las rentas obtenidas por residentes en Ceuta y Melilla, cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- Ha de mantenerse la residencia habitual en Ceuta y Melilla por un plazo mínimo de tres años, si bien esta bonificación se aplicará en los períodos impositivos iniciados con posterioridad a dicho plazo.
- Al menos una tercera parte del patrimonio neto, determinado según las reglas del IP, ha de estar situado en estas ciudades.
- Las rentas obtenidas fuera de Ceuta o Melilla, susceptibles de gozar de la deducción, no podrán superar el importe neto de los rendimientos y ganancias o pérdidas patrimoniales obtenidos en estas ciudades.

A efectos de determinar la posible aplicación de esta deducción a las rentas procedentes de IIC obtenidas por personas físicas residentes en Ceuta y Melilla, interesa diferenciar entre uno y otro caso, según se expone a continuación.

En el primer caso, esto es, personas físicas residentes en Ceuta y Melilla por un período inferior a tres años, resulta difícilmente defendible que pudiera aplicarse esta deducción.

Ello se debe a que la aplicación de la misma exige que las rentas obtenidas por el inversor, bien sean rendimientos del capital mobiliario derivados de la participación en fondos propios de la institución de inversión colectiva, bien derivadas de la transmisión de sus acciones o participaciones, se entiendan “obtenidas” en Ceuta o Melilla.

En este sentido, los criterios que determinan si una renta se entiende obtenida en Ceuta o Melilla se regulan en el subapartado 3º del apartado 4 del artículo 68 de la

Ley del IRPF, en el que se establecen reglas de localización diferentes en función de la fuente de renta.

De forma específica, en lo que respecta a las “rentas procedentes de sociedades”, dicho artículo exige que para que una renta de esta naturaleza se considere obtenida en alguna de estas Comunidades Autónomas, es necesario que se trate *“de sociedades que operen efectiva y materialmente en Ceuta o Melilla y con domicilio y objeto social exclusivo en dichos territorios”*.

Aunque apenas existen pronunciamientos administrativos o jurisprudenciales sobre esta cuestión, cabe citar dos contestaciones de la Subdirección General de Operaciones Financieras, de fechas 16 y 25 de junio de 1997, en las que manifestó que el requisito de tener un “objeto social exclusivo” no resultaba cumplido respecto de SICAV domiciliadas o establecidas en Ceuta o Melilla.

Por su parte, la DGT tampoco ha considerado cumplido dicho requisito en el caso de una sociedad con domicilio en Ceuta y con dos sucursales en la península. Por lo tanto, este requerimiento debe interpretarse en el sentido de exigir que toda la operativa de la sociedad se realice desde Ceuta o Melilla.

En cuanto al segundo supuesto, es decir, la posibilidad de aplicar la deducción a personas físicas residentes en Ceuta por un período superior a 3 años, la regla analizada anteriormente se flexibiliza, en la medida en que se permite aplicar la deducción con independencia del lugar en el que se entiendan obtenidas las rentas, siempre que se cumplan los requisitos expuestos.

En este punto y en relación con la imposibilidad de mantener que las rentas generadas por la inversión en una institución de inversión colectiva puedan considerarse “obtenidas” en Ceuta o Melilla, cabe concluir que el único beneficio se hallaría en la posibilidad de argumentar, para este colectivo de inversores con residencia “cualificada” en dichas ciudades, que la inversión efectuada en las acciones o participaciones de la IIC puede localizarse dentro del patrimonio neto que el inversor tenga situado en las mismas.

Ciertamente, dado que las ganancias obtenidas por la transmisión de las acciones o participaciones de la IIC, fuente principal de renta en este tipo de inversiones, se consideran obtenidas fuera de Ceuta o Melilla, no existe diferencia alguna respecto a otra inversión que un mismo contribuyente tenga en una IIC domiciliada en otra sede del territorio nacional, salvo por lo que se refiere a la posibilidad de considerar su participación en la IIC domiciliada en estas ciudades incluida dentro del patrimonio neto del inversor, a efectos de aplicar la deducción del 50 por 100 a las rentas obtenidas fuera de estas Comunidades Autónomas (entre otras las derivadas de una SICAV domiciliada en Ceuta o Melilla).

A los efectos de considerar a una SICAV domiciliada en Ceuta o Melilla como un patrimonio del inversor situado en dichas ciudades, la normativa del IRPF realiza una remisión a la normativa del IP, y concretamente al artículo 33 de su ley reguladora, que hace alusión a la bonificación del 75 por ciento en la cuota de este

impuesto para los bienes o derechos de contenido económico situados o que debieran ejercitarse en Ceuta o Melilla.

La DGT ha precisado mediante consulta vinculante de 22-11-2005 (número V2350-05) que una SICAV con domicilio en Ceuta e inscripción registral en dicha ciudad es apta para esta bonificación. Ello deriva, como se ha comentado, a que los contribuyentes del IRPF con residencia “cualificada” en Ceuta o Melilla puedan mejorar las condiciones de aplicación de la deducción del 50 por ciento en las cuotas del IRPF procedentes de rentas obtenidas fuera de dichas ciudades (entre ellas las derivadas de la propia SICAV), al considerarse el patrimonio invertido en la referida SICAV dentro del tercio que debe estar invertido en las susodichas ciudades.

#### **No residentes en Ceuta y Melilla**

Por último, según hemos comentado anteriormente, el artículo 68.4 regula la posibilidad de aplicar la deducción a los contribuyentes que no tengan su residencia habitual en las Comunidades Autónomas de Ceuta o Melilla, en los siguientes términos: *“Los contribuyentes que no tengan su residencia habitual en Ceuta o Melilla, se deducirán el 50 por ciento de la parte de la suma de las cuotas íntegras estatal y autonómica que proporcionalmente corresponda a las rentas computadas para la determinación de las bases liquidables positivas que hubieran sido obtenidas en Ceuta o Melilla”*.

Además, ante la polémica suscitada por algunas contestaciones a consultas tributarias emitidas por la DGT, la Ley de IRPF ha regulado expresamente la aplicación a las IIC de la deducción por rentas obtenidas en Ceuta y Melilla para dichos contribuyentes no residentes en estas ciudades. De esta forma, el precepto establece que en ningún caso procederá la aplicación de la deducción a las rentas *“procedentes de IIC, salvo cuando la totalidad de sus activos esté invertida en Ceuta o Melilla, en las condiciones que reglamentariamente se determinen”*.

En consecuencia, puede concluirse que la aplicación de la presente deducción a las rentas procedentes de IIC, en estos casos, requiere el cumplimiento de dos requisitos:

- Que la institución de inversión colectiva participada tenga la totalidad de sus activos invertidos en Ceuta y Melilla.

A estos efectos, se podría entender que este requisito lo cumplen las instituciones de naturalezamobiliaria cuyo activo fijo esté formado exclusivamente por valores de renta fija o variable, emitidos por entidades o instituciones (entendiéndose por tales los correspondientes Gobiernos Autonómicos y los Entes Locales) domiciliadas en Ceuta o Melilla y las instituciones de naturaleza inmobiliaria cuyos inmuebles estén situados en dichos territorios.

- Que el no residente obtenga las rentas en dichos territorios. A estos efectos, debemos entender que son obtenidas en Ceuta o Melilla, las siguientes rentas:

- Las ganancias patrimoniales que procedan de bienes muebles o inmuebles situados en Ceuta o Melilla.
- Las rentas procedentes de sociedades que operen efectiva y materialmente en Ceuta o Melilla y con domicilio y objeto social exclusivo en dichos territorios.

#### 4.3.3.7 Usufructo de acciones o participaciones de IIC

La Ley del IRPF, en su artículo 25.1.c), establece que los rendimientos obtenidos por la constitución o cesión, a título oneroso, de derechos o facultades de uso o disfrute, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, sobre los valores o participaciones que representen la participación en los fondos propios de una entidad, tendrán para el nudo propietario o usufructuario, respectivamente, la consideración de rendimientos del capital mobiliario derivados de la participación en fondos propios de entidades.

Por su parte, el usufructo sobre acciones está regulado en los artículos 66 y siguientes de la LSA –y en el artículo 36 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada-. El artículo 67 de la LSA dispone que la cualidad de socio reside en el nudo propietario, pero el usufructuario es quien tiene derecho a los dividendos que se acuerden por la sociedad durante el usufructo, todo ello sin perjuicio de los pactos que puedan establecer las partes en el título constitutivo del usufructo.

Además, de acuerdo con lo establecido en el artículo 68 de la LSA, al finalizar el usufructo, el usufructuario puede exigir del nudo propietario el incremento de valor que hayan experimentado las acciones a consecuencia de los beneficios de explotación generados por la sociedad durante el usufructo, compensación destinada a proteger al usufructuario de acciones de una sociedad cuya política no sea la distribución de los beneficios.

Una vez sentado lo anterior, desde la óptica del artículo 25.1.c) de la Ley del IRPF, el nudo propietario obtendrá, en el momento de constituir el usufructo a título oneroso a favor de un tercero, un rendimiento del capital mobiliario por importe del precio obtenido en el negocio. Esta norma parte de la idea de que el precio satisfecho por el usufructuario al nudo propietario por la adquisición del derecho de usufructo es económicamente equivalente al importe de los dividendos, participaciones en beneficios y reservas expresas repartidas o reconocidas, respectivamente, por la sociedad o entidad participada. Ello es así por cuanto correspondiendo “*ex lege*” al usufructuario dichas partidas durante la vida del usufructo, el valor de dicho derecho –cuando no se apliquen, como en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, reglas forfáitarias– será equivalente al valor actual de los beneficios distribuidos o distribuibles por la sociedad participada en el citado período.

Las reglas expuestas con anterioridad son claramente aplicables a la constitución y cesión inter-vivos del derecho de usufructo sobre acciones de sociedades o fondos

de inversión, si bien en este caso, el negocio de usufructo presenta una serie de particularidades específicas.

En este punto resulta necesario analizar la tributación correspondiente a las rentas percibidas durante la vigencia del usufructo, tanto por el usufructuario, por su mera condición de titular del derecho de usufructo, como por ambos, por las rentas que pudieran percibir como consecuencia de la transmisión de los citados elementos patrimoniales.

Así, en relación con la tributación de las rentas percibidas por el usufructuario de acciones o participaciones de IIC, la DGT ha entendido que, no resultando aplicable el artículo 94 de la Ley del IRPF, reservado para la tributación de los socios o partícipes de IIC, deben aplicarse las normas generales contenidas en el artículo 25 de la Ley del IRPF.

Cabe citar en el sentido expuesto multitud de contestaciones, como por ejemplo la contestación a consulta tributaria de 24 de septiembre de 2001, en la que se afirma que *“la condición de partícipes de los fondos de inversión corresponde exclusivamente al nudo propietario, que es el único que puede pedir el reembolso de las participaciones”*.

*“El usufructuario tendrá derecho a la totalidad del rendimiento que se produzca desde el momento de la constitución del usufructo hasta su extinción. Dicho rendimiento tendrá la consideración, para el usufructuario, de rendimiento del capital mobiliario y, por tanto, con carácter general, estará sujeto a retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas...”*.

Por lo que se refiere a la tributación de las rentas percibidas por el usufructuario de participaciones en fondos de inversión por la mera titularidad de su derecho, tratándose de fondos de carácter acumulativo, no resulta posible, normalmente, disociar la misma de la renta derivada de la transmisión del elemento patrimonial subyacente –las participaciones del fondo de inversión–, ya que la percepción de los “frutos” exige necesariamente el reembolso de las participaciones.

De esta forma, hay casos en los que la transmisión de la nuda propiedad, privada de uno de los más importantes derechos que conlleva (el uso y disfrute), genera una pérdida patrimonial al ser su valor inferior al de la plena propiedad adquirida en su momento.

A pesar de que, como ha quedado establecido, la DGT considera que la transmisión de los bienes y derechos en los que se ha producido un desmembramiento de la titularidad ocasiona una variación en el valor del patrimonio de los contribuyentes, cuya ganancia o pérdida deberá determinarse de acuerdo con las reglas generales y especiales que figuran en los artículos 33 y siguientes de la Ley del IRPF, existe una excepción a este criterio mencionado, la cual únicamente será aplicable en el caso de reembolso de participaciones en fondos de inversión.

En efecto, según la DGT el criterio en estos supuestos sería el siguiente:

- La renta obtenida por el usufructuario de participaciones en fondo de inversión tiene la consideración de rendimientos del capital mobiliario. Esta renta, pagadera por el nudo propietario –el único que tiene la condición de partícipe–, deberá ser integrada por el perceptor, el usufructuario, en la base del ahorro, estando asimismo sujeta a retención cuando recaiga en el nudo propietario la condición de obligado a retener.
- El nudo propietario podrá deducir el rendimiento satisfecho al usufructuario para determinar la variación patrimonial producida como consecuencia del reembolso de las participaciones. De esta forma, la renta generada no coincidirá con la que computa la entidad gestora a efectos de calcular la retención.
- Si el usufructo se extinguiera con anterioridad al reembolso de la participación, el usufructuario deberá integrar en su base imponible un rendimiento del capital mobiliario equivalente al incremento del valor liquidativo de la participación desde el momento de la constitución del derecho real hasta la fecha de su extinción. Ello ocurre igualmente en el caso de fallecimiento del usufructuario, como consecuencia de la calificación de la renta como rendimiento en vez de cómo ganancia patrimonial.

En este caso, al igual que ocurría en el caso del nudo propietario, el usufructuario deberá integrar en su base imponible, en el momento de la extinción del usufructo, una pérdida patrimonial por importe del valor de adquisición del usufructo, en la medida en que no se ha podido deducir a lo largo de la vida del derecho la pérdida de valor de éste.

Por último, es necesario hacer referencia al supuesto en el que se constituye un derecho de usufructo por un acto mortis causa. En estos casos, el titular de este derecho estará obligado a integrar en su base del ahorro un rendimiento del capital mobiliario de cuantía igual a aquél producido desde el momento de la constitución del usufructo –fecha de fallecimiento del causante–, hasta la transmisión de los valores sobre los que recaiga el usufructo. En este sentido, se pronuncia la DGT en la contestación a una consulta de 24 de septiembre de 2001.

#### **4.3.3.8 Régimen fiscal de las aportaciones de bienes inmuebles a las sociedades y fondos de naturaleza inmobiliaria**

##### ***Aportación realizada por un contribuyente del IRPF***

Cuando el sujeto que realiza la aportación no dinera del inmueble (o inmuebles) en la constitución, o ampliación de capital posterior, de una SII, tenga la consideración de contribuyente del IRPF que no sea empresario o profesional, se generará una ganancia o pérdida patrimonial en los términos previstos por el artículo 37.1.d) de la Ley del IRPF, según el cual dicha ganancia o pérdida patrimonial se cuantificará, como regla general, por la diferencia entre dos magnitudes:

- (i) Por una parte, el valor de adquisición del bien inmueble aportado, el cual deberá ser objeto de actualización mediante la aplicación de los coeficientes de corrección monetaria, en los términos que se apruebe anualmente en la Ley de Presupuestos Generales del Estado, atendiendo al año en que se hubiese efectuado la adquisición del inmueble aportado.
- (ii) Por otra, la mayor de las siguientes cantidades:
- El valor nominal de las acciones de la SII recibidas por la aportación o, en su caso, la parte correspondiente del mismo más el importe de las primas de emisión.
  - El valor de cotización de los títulos recibidos en el día en que se formula la aportación o el inmediato anterior.
  - El valor de mercado del bien o derecho aportado.

Teniendo en cuenta que la segunda de las mencionadas cantidades (valor de cotización de los títulos recibidos a cambio) no es frecuente, y que el RIIC obliga a que todas las aportaciones de bienes inmuebles en la constitución de una SII sean objeto de una tasación previa, lo habitual será que resulte aplicable la tercera de las cantidades indicadas, asumiendo, obviamente, que el valor de tasación coincida con el valor de mercado del bien aportado.

Ha de señalarse que el valor de transmisión así calculado se tendrá en cuenta para determinar el valor de adquisición de las acciones de la SII recibidas en la aportación.

Como regla especial, conviene tener presente que si los bienes inmuebles aportados en la constitución de la SII hubieran sido adquiridos por el aportante con anterioridad a 31 de diciembre de 1994, resultaría de aplicación los denominados coeficientes de abatimiento y su régimen transitorio introducido por la Disposición Transitoria novena de la Ley del IRPF<sup>37</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, la ganancia o pérdida patrimonial que haya de tributar se integrará en la base imponible del ahorro, tributando a un tipo fijo del 18%.

#### **Aportación realizada por un sujeto pasivo del IS**

Cuando el sujeto que realiza la aportación no dineraaria del inmueble (o inmuebles) en la constitución de una SII sea una entidad que tenga la consideración de sujeto pasivo del IS, la tributación por este Impuesto dependerá de si la aportación no dineraaria se ha efectuado en el marco del régimen general de tributación del IS o si, por el contrario, la misma se ha acogido al régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado

<sup>37</sup> De acuerdo con este régimen transitorio, para las transmisiones efectuadas a partir del 20 de enero de 2006 de bienes inmuebles adquiridos antes del 31 de diciembre de 1994, únicamente se podrá aplicar el coeficiente de abatimiento del 11,11% a la parte de la ganancia patrimonial obtenida que proporcionalmente corresponda a la ganancia patrimonial generada hasta el día 19 de enero de 2006.

Miembro a otro de la Unión Europea, actualmente regulado en el Capítulo VIII del Título VII de la Ley del IS.

Existe un amplio acervo administrativo que reconoce la aplicación de este régimen especial en casos de aportaciones de inmuebles a una SII (por ejemplo, la contestación vinculante de la DGT nº V0064-00, de 13-07-2000).

#### **4.3.3.9 Algunas particularidades de las operaciones de reestructuración empresarial respecto de IIC**

La LIIC reconoce, bajo el cumplimiento de determinados requisitos y autorizaciones por parte de los organismos competentes, la posibilidad de que las IIC puedan someterse a procesos de reestructuración tales como fusiones y escisiones.

Si bien, como una novedad introducida por la LIIC, las IIC únicamente podrán fusionarse cuando pertenezcan a la misma clase.

Llegados a este punto, procede analizar la aplicabilidad del régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores establecida en el capítulo VIII, título VII de la Ley del IS<sup>38</sup>.

Para ello, debe analizarse en primer lugar la aplicación de este régimen a las IIC sin personalidad jurídica, es decir, a los fondos de inversión. Sobre este extremo hemos de remitirnos al apartado 6, del artículo 83 de la Ley del IS, el cual establece que “*El régimen previsto en este capítulo será igualmente aplicable a las operaciones en las que intervengan sujetos pasivos de este impuesto que no tengan la forma jurídica de sociedad mercantil (...)*”.

Por su parte, el apartado b) del artículo 7 del referido texto normativo dispone que serán sujetos pasivos del IS, cuando tengan su residencia en territorio español “*los fondos de inversión, regulados en la Ley de IIC*”.

De acuerdo con lo expuesto, no habrá inconveniente en aplicar el mencionado régimen de tributación, basado en el diferimiento, a las rentas devengadas con ocasión de procesos de fusión de fondos de inversión, siendo indiferente que la fusión se lleve a cabo por el procedimiento de absorción o por el de creación de una nueva institución, tal y como se establece en la contestación a consulta tributaria de 6 de abril de 1999, presentada a la DGT por la CNMV.

En la mencionada contestación de la DGT se hace referencia a otra anterior, de fecha 24 de julio de 1998, en la cual se admitía la aplicación del régimen fiscal especial establecido en el Capítulo VIII del Título VII de la Ley del IS, en los supuestos de fusión de fondos de inversión, cuando ésta se llevase a cabo por el

<sup>38</sup> En términos generales, la aplicación de este régimen permite diferir la tributación de las rentas que se generan en este tipo de operaciones de reestructuración. En este sentido, “los valores recibidos en virtud de las operaciones de fusión, absorción y escisión, total o parcial, se valoran, a efectos fiscales, por el valor de los entregados, determinado de acuerdo con las normas de este impuesto o del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, según proceda. Esta valoración se aumentará o disminuirá en el importe de la compensación complementaria en dinero entregada o recibida. Los valores recibidos conservarán la fecha de adquisición de los entregados”.

procedimiento de absorción, las políticas de inversión de los fondos fusionados fueran similares y los mismos fueran gestionados por la misma entidad gestora.

Las principales consecuencias que, en el ámbito de la imposición directa, se derivan de la conclusión sentada por la contestación de la DGT a la consulta de 6 de abril de 1999, son, en palabras de ésta, las siguientes:

*“Dicho régimen fiscal (refiriéndose al establecido en el Capítulo VIII del Título VII de la Ley del IS) supone, por un lado, que no se integrarán en la base imponible del fondo o fondos que se disuelvan las rentas que pudieran ponerse de manifiesto en la transmisión de su patrimonio, de acuerdo con lo establecido en el artículo 98 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, y, por otra parte, en cuanto a sus partícipes, según establece el artículo 102 de dicha norma legal, no se integrarán en sus bases imponibles las rentas puestas de manifiesto con ocasión de la atribución a los mismos de las participaciones recibidas a cambio de las participaciones del fondo de inversión disuelto, valorándose aquellas participaciones, a efectos fiscales, por el valor de las entregadas, determinado por las normas del IS o del IRPF, según proceda. A estos efectos, los valores recibidos conservan la misma antigüedad de los entregados como consecuencia de la realización de estas operaciones”.*

El criterio trascrito ha sido nuevamente confirmado por la DGT en su contestación a consulta tributaria vinculante, de fecha 14 de febrero de 2000, formulada por INVERCO.

Por lo que se refiere a las operaciones de fusión en sociedades de inversión colectiva<sup>39</sup>, aplicarán este régimen especial sin especialidad alguna, teniendo en consideración la imposibilidad de llevar a cabo fusiones entre entidades de distinto tipo, esto es, entre entidades de carácter financiero y aquellas que no lo sean. La reciente contestación vinculante V1578-06, de 21-07-2006, reconoce la aplicación del régimen especial de fusiones a la fusión de varias SICAV para crear una nueva por compartimentos, apreciando la existencia de motivos económicos válidos en la reducción de costes directos, registrales, de publicación de anuncios, auditoría, operativos y transaccionales, etc.

Incluso existen contestaciones de la DGT, como por ejemplo la nº 1009-01 de 28-05-2001, y la ya citada V1578-06, de 21-07-2006, que extienden el régimen fiscal a las fusiones de SICAV luxemburguesas inscritas para su comercialización en España, en las cuales sus compartimentos o subfondos se ven afectados por la fusión. Gracias a ello, los socios residentes en España disfrutan de un régimen de neutralidad tributaria por dicha fusión, no generándose rentas fiscales y trasladándose a la inversión post-fusión los valores de adquisición en la pre-fusión.

Bien diferente sería el caso de aportaciones especiales de valores mobiliarios a una SICAV, porque en este punto una reiterada doctrina administrativa (por ejemplo,

---

<sup>39</sup> Cabe traer a colación lo establecido en la contestación a la consulta tributaria nº V0010-00, de 17 de febrero de 2000 que, en relación al régimen fiscal especial al que nos venimos refiriendo, contempla “... las operaciones de fusión de sociedades de inversión (...”).

contestación de la DGT de fecha 01-04-1998, nº 0521-98), considera asimilable el régimen especial de las SICAV con tributación al tipo del 1 por 100, con una exención fiscal. Bajo esta peculiar y criticable aproximación, y teniendo en cuenta la naturaleza de los activos aportados (valores) y el objeto exclusivo de una SICAV, se rechaza la posibilidad de aplicar el régimen especial de neutralidad a dichas aportaciones no dinerarias.

Cabe hacer una mención especial a la imposibilidad de aplicar este régimen especial de escisiones, aportaciones de activos y canje de valores en aquellos supuestos de fusión de subfondos que formen parte de una única IIC por compartimentos. En este sentido se ha pronunciado la DGT en su contestación a la consulta tributaria nº 1788-05, de 16 de septiembre de 2005, basando su inaplicabilidad en el hecho de que tales operaciones “*no tienen el carácter mercantil requerido para su consideración como fusión*”.

Debe añadirse que cuando el proceso de fusión se realiza entre entidades sujetas a distinto régimen fiscal (general o especial) “*la renta derivada de la transmisión de elementos patrimoniales existentes en el momento de la operación, realizada con posterioridad a ésta, se entenderá generada de forma lineal, salvo prueba en contrario, durante todo el tiempo de tenencia del elemento transmitido. La parte de dicha renta generada hasta el momento de realización de la operación será gravada aplicando el tipo de gravamen y el régimen tributario que hubiera correspondido a la entidad transmitente*

”. En este sentido se ha pronunciado la DGT, entre otras, en la ya mencionada contestación a la consulta tributaria nº V0010-00, de 17 de febrero de 2000.

Como último inciso, si bien no ha sido hasta el momento regulado el régimen fiscal de las fusiones transfronterizas entre IIC constituidas y domiciliadas en Estados Miembros de la Unión Europea, entendemos que las mismas deberían ser admitidas bajo un régimen fiscal similar al de las fusiones internas, so pena de incumplimiento de los principios establecidos en el artículo 56 del Tratado de la Unión Europea.

#### **4.3.3.10 IIC garantizadas**

Desde 1995, tras la crisis de los mercados financieros de 1994, se vienen comercializando en España, como instrumento de ahorro o inversión, IIC caracterizadas por incorporar una operativa que garantiza al inversor la recuperación del capital inicialmente aportado y, de forma adicional, una rentabilidad determinada, a tipo fijo o variable, en una fecha futura. A este tipo de IIC se les ha denominado comercialmente como IIC garantizadas, si bien, ni en la LIIC ni en el RIIC encontraremos tal denominación, aunque los folletos informativos de las IIC españolas deben informar al partícipe de este hecho.

Se trata de fondos garantizados, afianzados o asegurados, que desde su aparición, y hasta el momento actual, han contado con un éxito que les ha permitido alcanzar un gran volumen como vehículo de ahorro alternativo, fundamentalmente dirigido a particulares. Puede afirmarse que responden a una demanda latente que exige un

componente de seguridad adicional a la mecánica tradicional de las IIC y que siente la necesidad de acceder de manera sencilla y eficaz a los mercados financieros para contratar posiciones sobre índices bursátiles de imposible o difícil acceso en el mercado minorista y de particulares bajo otras fórmulas.

El tratamiento tributario aplicable a las rentas derivadas de este tipo de inversiones ha sido desde sus inicios un tema poco claro, por lo que para determinar el régimen de tributación aplicable habrá que acudir a las reflexiones realizadas por la doctrina administrativa, emanadas vía contestación a consultas.

Llegados a este punto y previo análisis de las consideraciones de la DGT, es conveniente hacer una distinción de los tipos de IIC con rendimiento mínimo garantizado comercializadas en nuestro país.

Así, podemos distinguir IIC con garantía interna e IIC con garantía externa. Con independencia de la forma que adopte la garantía, se ha extendido la práctica consistente en que tanto unas como otras utilicen instrumentos financieros derivados sobre sus flujos financieros, para asegurar los rendimientos garantizados, si bien esta inmunización de las carteras, por sí sola considerada, no determina que la institución pueda ser denominada como garantizada.

#### 4.3.3.10.1 IIC con garantía «externa»

En estos casos, el rendimiento mínimo ofrecido al comercializar el producto de inversión se garantiza por parte de un tercero, comúnmente la entidad depositaria o una entidad de crédito del mismo grupo financiero al que pertenece la sociedad gestora, a través de la prestación de una garantía personal limitada a favor de determinados partícipes, que son los que suscribirían las participaciones durante un período de tiempo determinado.

De esta manera, llegada una fecha predeterminada, el garante abona al partícipe de la IIC (no a la propia institución) una determinada cantidad, equivalente a la diferencia existente entre el valor liquidativo de su participación en tal fecha y el valor mínimo garantizado. Por el contrario, si las participaciones alcanzaran en la fecha prefijada un valor liquidativo superior al mínimo comprometido, la garantía no operaría y, por tanto, el garante no se vería obligado a satisfacer al partícipe cantidad alguna. Igualmente, si el partícipe abandonara la IIC, por rembolsar sus participaciones antes de la fecha establecida, la garantía o compromiso de remuneración mínima decaería y no sería exigible.

#### 4.3.3.10.2 IIC con garantía «interna»

El segundo de los tipos o clases de IIC que comenzó a comercializarse en España ofreciendo un rendimiento o rentabilidad asegurada es el de las denominadas IIC con garantía interna.

En este caso, son las propias IIC, como entidades diferenciadas e independientes, las que ocupan la posición de beneficiarios de la garantía prestada por un tercero

(una vez más el depositario o una entidad financiera del grupo). Comúnmente, el tercero garantiza el cobro de un flujo determinado de fondos, a pagar por una entidad con la que la IIC ha contratado un *swap* u otro tipo de instrumento financiero derivado.

#### 4.3.3.10.3 Tributación de las rentas derivadas de la aplicación de garantía «externa»

La DGT se ha pronunciado en diversas ocasiones sobre este asunto. Por ejemplo, la contestación a la consulta tributaria nº 1698-03, de 23 de octubre de 2003, delimita el tratamiento tributario aplicable en supuestos en los que existe una garantía personal externa al fondo de inversión, que asegura, bajo ciertas condiciones, una determinada rentabilidad de la inversión en una fecha fija.

La contestación a la consulta tributaria citada hace referencia expresa a los criterios esgrimidos por la DGT en contestaciones a consultas precedentes, concretamente a las de fecha 7 de noviembre de 1995 y 1 de julio de 1996.

En dichas contestaciones la DGT concluye que este tipo de inversiones consisten en “*(...) un negocio complejo compuesto de un negocio principal y de otro accesorio. El resultado de tal conexión es que, para los partícipes garantizados, no existe riesgo de pérdida de la inversión y se aseguran, además, un rendimiento mínimo de la misma (...).*

*(...) Nos encontramos ante un negocio complejo, pero en el que al no existir una modificación apreciable del negocio principal por el accesorio, aquél conserva el régimen fiscal correspondiente y es el negocio accesorio el que debe ser analizado fiscalmente en función de su objeto o finalidad (...).*

*De acuerdo con lo anterior, se aplicará a las participaciones en el fondo de inversión el régimen especial correspondiente (...).*

*En cuanto a la garantía, dado que responde al fin de proporcionar un rendimiento mínimo a las inversiones efectuadas en el fondo de inversión, debe caracterizarse en su integridad, es decir, incluida aquella parte que pudiera compensar al inversor por la eventual pérdida experimentada en su inversión original, como rendimiento de capital mobiliario, puesto que encaja en la definición genérica que de estos rendimientos recoge el artículo 31 de la Ley 18/1991, de 6 de junio (...).*

*En apoyo de la anterior caracterización debe resaltarse, por una parte, que la prestación de la garantía responde a la finalidad de incrementar los capitales invertidos y gestionados por entidades del mismo grupo financiero y, de otra, que estando en presencia de un "rendimiento mínimo garantizado" cuya exigibilidad no depende de la transmisión o reembolso de las participaciones, sino de un valor liquidativo a una fecha dada, difícilmente cabría apreciar una alteración en la composición del patrimonio del sujeto pasivo en el sentido del artículo 44 de la Ley del Impuesto.*

*En consecuencia, resulta aplicable, en relación con la garantía, el artículo 37.2 de la ley del IRPF con lo que la totalidad de la misma tiene la consideración de rendimiento de capital mobiliario, sujeto a la correspondiente retención (...) y, por tanto, el rendimiento formará parte en su totalidad, de la renta regular del correspondiente período impositivo (...)".*

Si bien las referencias normativas realizadas en estas dos contestaciones a consultas se realizan a normativa derogada (concretamente a la Ley 18/1991 del IRPF), la DGT en su contestación nº 1698-03 considera que “*Los criterios reflejados en ambas contestaciones en relación con las rentas derivadas en la modalidad de garantía analizada resultan igualmente trasladables con la actual Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del IRPF y otras normas tributarias*”. En este sentido y si bien la Ley 40/1998 no se encuentra hoy en día en vigor, la actual normativa reguladora del IRPF no ha implicado, respecto a ésta, cambios en la consideración de dichas rentas.

La contestación más reciente en este campo es la vinculante nº V0486-07, de 5 de marzo de 2007, muy interesante porque aborda además la problemática de los fondos de reembolso sistemático, consistentes en articular una secuencia de reembolsos periódicos para obtener una renta económica a favor del partícipe. En este caso, estos fondos tenían una garantía externa ofrecida por la entidad depositaria, que garantizaba la obtención de las rentas durante un período de tiempo.

La DGT admite sin particularidad alguna la tributación de los reembolsos como ganancia patrimonial, dado que la garantía no fue ejercitada, y los reembolsos se materializaron sobre el valor liquidativo del fondo.

En base a lo expuesto, se puede observar cómo la DGT, al calificar la renta derivada de la teórica ejecución de la garantía prestada por el tercero, acude a la que, a su entender, es la fuente de la que se deriva la renta, la participación en el fondo de inversión, si bien caracteriza la misma como un rendimiento de capital mobiliario.

Si bien el criterio de este centro directivo ha de ser aplicado por el contribuyente, entendemos que existirían argumentos para clasificar estas rentas como una ganancia patrimonial. Es este sentido, cabe apuntar que la garantía no deriva ni directa ni indirectamente del valor mobiliario, ya que (i) si la participación se transmite o reembolsa antes de la fecha señalada, la garantía se pierde; (ii) la misma no se atribuye a todos los valores emitidos; (iii) se hace efectiva sin necesidad de transmitir o rembolsar la participación; (iv) no es satisfecha por el emisor de los valores, sino por un tercero ajeno a dicha relación de titularidad.

En definitiva, la efectividad de la garantía depende de una condición subjetiva y de una referencia objetiva. La condición subjetiva es ser partícipe de una IIC por determinado período de tiempo y la condición o referencia objetiva consistente en que las participaciones que proporcionan dicha condición no lleguen a determinado valor liquidativo en una fecha.

Por su parte, las alteraciones patrimoniales continúan siendo una categoría residual de renta dentro de la Ley de IRPF. Esta característica determina que, en ausencia de

calificación expresa de determinado tipo de rentas como rendimientos de capital mobiliario, haya de acudirse a la categoría de las ganancias y pérdidas patrimoniales.

Asimismo, entendemos que la calificación de rendimiento del capital mobiliario incorpora de esta manera una complejidad tributaria injustificada para los partícipes, que ven desdoblada la calificación de las rentas obtenidas por un único producto.

No obstante lo anterior, el razonamiento de la DGT, emitido en un momento en el cual la consideración de “rendimiento de capital mobiliario” de la garantía era claramente perjudicial para el contribuyente, debe valorarse a la luz del nuevo planteamiento que ofrece la aprobación de la Ley del IRPF.

En concreto, hay que destacar que tras la aprobación de la Ley del IRPF prácticamente todas las rentas financieras tienen la consideración de “renta del ahorro” y tributan a un tipo fijo del 18%. Sin embargo, hay una serie de excepciones a este principio entre las cuales se encuentran las ganancias y pérdidas patrimoniales que no se pongan de manifiesto con ocasión de la transmisión del elementos patrimoniales como podría ser un premio no exento, que obliga a incluir dichas rentas en la parte general de la base imponible y tributar conforme a la escala de gravamen.

#### **4.3.3.10.4 Tributación de las rentas derivadas de la aplicación de la garantía «interna»**

Las IIC de carácter financiero que ofrecen rendimientos garantizados sobre la base de una garantía interna se caracterizan por el hecho de que, si la misma debiera hacerse efectiva, lo sería en favor del fondo o la sociedad y no en favor de los partícipes o accionistas de éstas. De esta manera, los fondos provenientes de la garantía vendrían a incorporarse al activo de la IIC, aumentando de esta manera el valor liquidativo de las participaciones o el valor teórico contable y el valor real de las acciones.

Este esquema jurídico es determinante a la hora de calificar las rentas derivadas de la garantía. Y ello, porque ya no se puede entender, al contrario de lo que sucedía con la garantía “externa”, que existan dos fuentes de renta independientes para el partícipe, sino sólo una, la derivada del reembolso o transmisión de las acciones o participaciones (si la IIC es de tipo acumulativo).

Todo ello unido a otros factores –como, por ejemplo, que la transmisión de la acción o participación determinará la transmisión de la garantía– llevan a que, en este caso, la calificación tributaria del esquema jurídico mencionado deba hacerse de forma unitaria, sin distinguir entre la renta derivada de los valores y la derivada de la garantía.

#### **4.3.3.11 IIC denominadas en divisa**

El tratamiento fiscal de las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión o el reembolso de acciones o participaciones de IIC denominadas en divisa ha varia-

do sustancialmente a lo largo de los últimos años y, en particular, desde la aprobación de las normas que permiten la realización de traspasos con diferimiento de la tributación.

Dicha modificación en el tratamiento fiscal obedece, fundamentalmente, a un cambio normativo, unido a un nuevo criterio establecido por la DGT, según será expuesto a continuación.

La cuestión objeto de controversia radica en la ganancia patrimonial que se obtiene fruto de la inversión en una IIC denominada en divisa, esto es, en una moneda distinta al euro. En este caso, cuando se produce el reembolso o transmisión de las acciones o participaciones de la IIC, la ganancia o pérdida patrimonial obtenida tiene un doble componente. Por un lado, la derivada de la diferencia entre el valor de transmisión o de reembolso y el valor de adquisición de las acciones o participaciones. Por otro, la diferencia en el tipo de cambio producida entre la fecha en que se realizó la adquisición de las acciones o participaciones y la fecha en que se realice el reembolso o transmisión de las mismas.

Pues bien, el criterio de la DGT, como se ha comentado anteriormente, ha variado en lo que se refiere al procedimiento de cálculo de dicha ganancia.

Así, en un primer momento, el criterio establecido por la DGT consistía en calcular de forma separada la renta generada por la diferencia entre los valores de transmisión y adquisición y la generada por la diferencia en el tipo de cambio de la divisa. De hecho, esta separación de la ganancia o pérdida resultaba aún más patente en aquellos casos en los que la transmisión o el reembolso se realizaban en la divisa correspondiente y el cambio de la divisa a euros se realizaba en un momento posterior, ya que, en estos supuestos, la DGT entendía que la renta derivada de la diferencia en los tipos de cambio debía imputarse al momento en el que el cambio se producía de forma efectiva.

Este primer criterio se aprecia claramente en la contestación a consulta tributaria vinculante evacuada por la DGT, de fecha 17 de febrero de 2000, en la que se señala, en el caso de la venta de títulos efectuada por los partícipes en IIC, que: *“A los efectos de cuantificar la base de la retención, de acuerdo con lo señalado en el artículo 90 del Reglamento del IRPF, aprobado por el Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero, debe calcularse la ganancia patrimonial generada en la divisa correspondiente y efectuar la conversión de la diferencia resultante en el momento de la formalización de la transmisión o reembolso. Ello sin perjuicio de que el partícipe deba considerar en su autoliquidación, adicionalmente, el resultado derivado de las diferencias que hubiera producido si en el momento de la transmisión o reembolso se efectúa el cambio de las divisas a pesetas. Cuando la transmisión o reembolso se efectúe en divisas, el resultado derivado de las diferencias de cambio se imputará al momento en que ese cambio se realice efectivamente, de acuerdo con lo previsto en el artículo 14.2 e) de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre”*.

Un ejemplo servirá para explicar esta casuística:

- 1/1/01: Conversión de 1.050 euros, obteniendo a cambio 1.000 divisa X (1 divisa X = 1,05 euros).
- 1/1/03: Suscripción de 100 participaciones en el fondo en divisa X, valor unitario de cada participación 10 divisa X. Se invierte por tanto 1.000 divisa X, equivalente en ese momento a 1.100 euros.
- 1/7/03: Reembolso total del fondo al valor unitario de participación de 10,5 divisa X. Se obtienen 1.050 divisa X, que al tipo de cambio de ese momento equivalen a 945 euros (1 divisa X = 0,90 euros).
- 1/1/04: Se convierten 1.050 divisa X por el equivalente de 1.050 euros.

Las rentas computables son las siguientes:

- 1/7/03: 50 divisa X = 45 euros.
- 1/1/04: Se generan dos rentas: (i) 1.000 divisa X se han depreciado 5 céntimos de euro, luego existe una pérdida patrimonial de 50 euros. (ii) 50 divisa X se han apreciado 10 céntimos de euro, luego se genera una ganancia patrimonial de 5 euros.

Con la entrada en vigor de la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, se modifica, con efectos de 1 de enero de 2003, el artículo 77 de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del IRPF y otras normas tributarias. En concreto, se regula, en el ámbito del IRPF, un régimen de diferimiento de la tributación en los supuestos de reembolso o transmisión con reinversión entre diferentes IIC.

Una vez aprobada dicha normativa y, por tanto, vigente el mencionado régimen de diferimiento de la tributación en los traspasos entre IIC, la DGT, con motivo de la contestación a nuevas consultas tributarias que se analizarán a continuación, modifica el criterio descrito anteriormente.

Así, por ejemplo, cabe citar la contestación a la consulta de 5 de septiembre de 2003 en la que dicho Centro directivo precisó el tratamiento que debía otorgarse en los supuestos de reembolsos definitivos de participaciones en fondos de inversión, cuando previamente hubieran existido traspasos entre fondos denominados en distinta moneda, tanto a efectos de determinar la ganancia o pérdida patrimonial obtenida, como la base de retención.

Para llegar a su conclusión, la DGT parte del procedimiento específico que debe seguirse a la hora de aplicar el régimen de diferimiento y que aparece regulado en el artículo 28 de la LIIC.

Concretamente, el apartado 6 de dicho artículo faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para autorizar sistemas estandarizados con las debidas garantías de seguridad para la transmisión de solicitudes de traspasos, para la transferencia de efectivo y para la transmisión de información entre las entidades intervenientes en el procedimiento. Precisamente la aplicación de este procedimiento determina que

cuando la IIC desde la que se efectúa el traspaso esté denominada en divisa, la entidad interveniente en origen deberá convertir a euros el importe de la divisa objeto de traspaso y valorar en euros la información financiera y fiscal relativa a la inversión inicial que se traspasa.

Dado el funcionamiento de este sistema, la DGT establece lo siguiente: “*ello implica que la cuantía objeto de traspaso puede llevar incorporada además de la ganancia o pérdida patrimonial derivada de las diferencias entre los valores de adquisición y transmisión de las participaciones, la diferencia en cambio producida entre la fecha en que se realizó la suscripción de las participaciones y la fecha en que se efectúe el traspaso al nuevo fondo del importe obtenido como consecuencia del reembolso*”.

Y seguidamente: “*Igualmente, en el caso de sucesivas reinversiones en fondos denominados en diferentes divisas, los importes objeto de traspaso llevarán incorporadas las correspondientes diferencias en cambio que se hubieran venido produciendo como consecuencia de las conversiones de divisa a euro o de euro a divisa necesarias para efectuar los traspasos*”.

Por lo tanto, según ha quedado puesto de manifiesto, la DGT modifica el criterio anterior en el sentido de entender, a partir de este momento, que con motivo del traspaso se produce una única ganancia o pérdida patrimonial que consta de dos componentes diferenciados: la evolución de la inversión y la evolución del tipo de cambio de la divisa correspondiente.

Ahora bien, debe puntualizarse que la contestación a la consulta tributaria de fecha 5 de septiembre de 2003 se refiere a un supuesto de reembolso definitivo de participaciones en fondos de inversión, cuando previamente hubieran existido traspasos entre fondos denominados en distinta moneda. Y es para este supuesto concreto, según se ha descrito anteriormente, para el cual la DGT concluye que la base de retención ha de ser la diferencia positiva entre los valores de enajenación definitiva y de adquisición inicial, determinados ambos en euros al tipo de cambio vigente a la fecha de cada operación<sup>40</sup>.

La cuestión en este punto es determinar si dicho criterio puede o debe ser aplicado asimismo en los supuestos de transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones de IIC denominadas en divisa, aun cuando su adquisición no proceda de un traspaso desde otra IIC.

Esta misma cuestión se planteó a la DGT y fue resuelta en la contestación a la consulta tributaria de fecha 22 de marzo de 2004<sup>41</sup>.

En estos supuestos, la DGT mantiene el criterio emitido para el caso de los traspasos entre fondos de inversión, reiterando que será en el momento en el que se pro-

---

<sup>40</sup>Este criterio se opone al anterior según el cual el cálculo de la ganancia o pérdida patrimonial debía hacerse en la divisa correspondiente y su conversión a euros en el momento de la formalización de la transmisión o reembolso.

<sup>41</sup>Consulta número 687/2004.

duzca el reembolso definitivo, cuando se ponga de manifiesto una ganancia o pérdida patrimonial, que debe computarse de forma global, es decir, incluyendo los dos componentes, tanto a efectos de su integración en la base imponible como a efectos de retenciones.

A mayor abundamiento, en opinión de dicho Centro directivo, la regulación del régimen de traspasos contenida en los artículos 95 del Texto Refundido de la Ley de IRPF (artículo 94 de la Ley del IRPF, actualmente en vigor) y 28 de la LIIC, al condicionar su aplicación a que se destine a reinversión todo el importe de la transmisión o reembolso, está incluyendo en dicho importe no sólo la cuantía de la inversión inicial y sus posteriores resultados, positivos o negativos, sino también, tratándose de instituciones denominadas en divisas, las diferencias en el cambio de éstas, positivas o negativas, que se hubieran venido produciendo tanto en relación con la inversión inicial como respecto de los resultados que se hayan incorporado a la misma en los diferentes traspasos, habida cuenta de la necesaria conversión a euros del importe que se traspasa, a pesar de que las instituciones de origen y destino estén denominadas en la misma divisa.

En este sentido, la consulta establece: *“En definitiva, de las consideraciones expuestas se deriva que será en el momento de efectuarse una transmisión o reembolso definitivo, no vinculado a un traspaso, cuando se ponga de manifiesto para el contribuyente una ganancia o pérdida de patrimonio computable y que ésta ha de ser tratada fiscalmente de forma global, en concepto de ganancia o pérdida derivada de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones de IIC, tanto a efectos de su integración en la base imponible como a efectos de retenciones”*.

Igualmente, por lo que se refiere a la confirmación de la extensión del criterio al supuesto de transmisión o reembolso de acciones o participaciones de IIC denominadas en divisas, la DGT manifiesta: *“Teniendo en cuenta lo anterior, la utilización de criterios diferentes para la determinación de la ganancia o pérdida patrimonial y de la base de retención en las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones de IIC denominadas en divisas, dependiendo de que se hayan producido o no traspasos en dichas instituciones, supondría una desigualdad de tratamiento fiscal que no puede considerarse amparada por la norma ni encuentra justificación suficiente en el propio hecho de que se hayan efectuado o no traspasos de la inversión que finalmente se transmita o reembolse”*.

*En consecuencia, la aplicación de la vigente regulación contenida en el artículo 95 del Texto Refundido del IRPF al supuesto de IIC denominadas en divisas, conlleva que el tratamiento señalado en la cuestión cuarta de la contestación de 5 de septiembre de 2003 de este Centro directivo, relativo a la determinación de la ganancia o pérdida patrimonial y, en su caso, de la base de retención o ingreso a cuenta, en el caso de traspasos entre fondos en euros y fondos en divisa o entre fondos denominados en diferentes divisas, se deba aplicar igualmente en el supuesto de transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones de IIC denominadas en divisa aun cuando su adquisición no proceda de un traspaso desde otra institución de inversión colectiva”*.

En conclusión, en este último supuesto, la ganancia o pérdida patrimonial debe estar constituida por la diferencia positiva entre el valor de enajenación de las acciones o participaciones objeto de transmisión o reembolso, determinado en euros al tipo de cambio correspondiente a la fecha de la transmisión o reembolso y el valor de adquisición o suscripción, respectivamente. Con ello se consigue además equiparar la renta gravable con la base de retenciones.

Un ejemplo sobre un supuesto de hecho similar al anterior servirá para explicar esta casuística:

- 1/1/01: Conversión de 1.050 euros, obteniendo a cambio 1.000 divisa X (1 divisa X = 1,05 euros).
- 1/1/03: Suscripción de 100 participaciones en el fondo en divisa X, valor unitario de cada participación 10 divisa X. Se invierte por tanto 1.000 divisa X, equivalente en ese momento a 1.100 euros.
- 1/7/03: Reembolso total del fondo al valor unitario de participación de 10,5 divisa X. Se obtienen 1.050 divisa X, que al tipo de cambio de ese momento equivalen a 945 euros (1 divisa X = 0,90 euros).
- 1/1/04: Se convierten 1.050 divisa X por el equivalente de 1.050 euros.

Las rentas computables son las siguientes:

- 1/7/03: Pérdida patrimonial de 155 euros (945 - 1.100).
- 1/1/04: Ganancia patrimonial de 155 euros, 50 euros por la diferencia en cambio desde la compra de la divisa el 1/1/01 hasta la suscripción del fondo el 1/1/03, y 105 euros por la ganancia de la divisa desde la fecha del reembolso hasta la de conversión final.

Sin duda la posición de la DGT, absolutamente pragmática, es muy cuestionable, dado que obliga a considerar una ganancia o pérdida patrimonial cuando se transmite o reembolsa una IIC en divisa sin convertir su valor a euros, por ejemplo si hubiese invertido en una IIC que no ha modificado su valor liquidativo desde la fecha de adquisición hasta la de transmisión.

#### **4.3.3.12 Tributación de los socios o partícipes de IIC constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales**

El legislador fiscal español ha puesto freno continuamente a la inversión en paraísos fiscales, normalmente con el fin de evitar que la inversión española se canalice hacia territorios fiscalmente opacos y con una mínima o inexistente presión fiscal. En el caso de las IIC, estas normas limitadoras de la inversión se han materializado en un régimen muy gravoso para los inversores españoles, tanto personas físicas como jurídicas<sup>42</sup>, que pretendan adquirir acciones o participaciones en IIC localizadas en tales territorios.

---

<sup>42</sup> Véase lo expuesto en esta materia con relación a sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades en el apartado 4.3.2.3.

Lo cierto es que la amplia lista de paraísos fiscales<sup>43</sup> incluye prácticamente todos los territorios en los que se han localizado los vehículos de inversión de gestores que buscaban mayor flexibilidad para la inversión y, por ello, estas inversiones han resultado más atractivas para el inversor más cualificado. Sin embargo, es justo decir que, en términos generales, la elección de estas jurisdicciones no está basada en motivos fiscales ni en la búsqueda de opacidad sino que, en muchos casos, es la única vía posible para acceder a determinadas inversiones. En efecto, podemos afirmar que es la búsqueda de flexibilidad administrativa y regulatoria de muchas jurisdicciones la que ha llevado a los gestores de las mismas a establecerse en territorios como las Islas Caimán o Bahamas.

Un sencillo ejemplo puede servir para exponer esta realidad: si un gestor español decide crear un vehículo situado en un paraíso fiscal, desde un punto de vista puramente tributario el diferencial entre el 1% de una IIC española y la exención fiscal de un vehículo de inversión colectiva en las Islas Caimán es irrelevante. Y lo mismo sucede desde el punto de vista de la transparencia de las inversiones, dado que al ser una entidad española quien realiza la gestión, la transparencia respecto a los inversores españoles es máxima.

El régimen aplicable a las IIC domiciliadas en paraísos fiscales se caracteriza por la ruptura del diferimiento de la tributación de las rentas que se obtengan como consecuencia de la realización de las inversiones, bien hasta el momento de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones, bien hasta el reparto de los beneficios obtenidos por las entidades.

En efecto, el artículo 95 la Ley del IRPF configura el régimen fiscal aplicable a los socios o partícipes de estas IIC, disponiendo:

*«1. Los contribuyentes que participen en IIC constituidas en países o territorios considerados como paraísos fiscales, imputarán en la base imponible, de acuerdo con lo previsto en el artículo 45 de esta Ley, la diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación el día de cierre del período impositivo y su valor de adquisición.*

*La cantidad imputada se considerará mayor valor de adquisición.*

<sup>43</sup> A este respecto el Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, enumera como paraísos fiscales: Principado de Andorra, Arábia, Sultanato de Brunei, Emiratos Árabes Unidos, Hong-Kong, Antigua y Barbuda, Barbados, Islas Caimanes, República de Dominica, Fiji, República de Singapur, Jamaica, Islas Malvinas, Islas Marianas, Montserrat, Islas Salomón, Santa Lucía, Islas Turku y Caícos, Islas Vírgenes Británicas, República de Seychelles, Reino Hachemita de Jordania, República de Liberia, Macao, Sultanato de Omán, Antillas Neerlandesas, Emirato del Estado de Babrein, República de Chipre, Gibraltar, Anguila, Las Bahamas, Bermuda, Islas Cook, Granada, Islas de Guernesey y de Jersey, República de Malta, Islas de Man, Mauricio, República de Naurú, San Vicente y las Granadinas, República de Trinidad y Tobago, República de Vanuatu, Islas Vírgenes de Estados Unidos de América, República Libanesa, Principado de Liechtenstein, Principado de Mónaco, República de Panamá, Gran Ducado de Luxemburgo para las sociedades a las que se refiere el párrafo uno del protocolo anexo al Convenio de 03/06/1986, y la República de San Marino.

El Real Decreto 116/2003, de 31 de enero, modificó el citado Real Decreto estableciendo que “(...) Los países y territorios a los que se refiere el artículo 1 que firmen con España un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria o un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información dejarán de tener la consideración de paraísos fiscales en el momento en que dichos convenios o acuerdos entren en vigor (...).”

*2. Los beneficios distribuidos por la institución de inversión colectiva no se imputarán y minorarán el valor de adquisición de la participación.*

*3. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que la diferencia a que se refiere el apartado 1 es el 15 por 100 del valor de adquisición de la acción o participación».*

Cabe señalar que sólo se aplicará el régimen fiscal previsto en este precepto para las inversiones en las IIC constituidas (nótese que el precepto hace referencia a entidades constituidas, que no domiciliadas) en los territorios que expresamente estén recogidos en el Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, y siempre que la citada entidad tenga alguna de las tipologías recogidas en la norma.

En lo que se refiere al cálculo de la renta procedente de la transmisión o reembolso, el propio artículo 95 de la Ley del IRPF se remite al artículo 37.1 c) antes comentado para el cálculo de las IIC ordinarias.

Por otra parte, estas “imputaciones de rentas” se integrarán dentro de la base imponible general, dado que el artículo 45, que define los conceptos que componen la “renta general”, en concordancia con el artículo 95, establece que “*formarán parte de la renta general los rendimientos y ganancias patrimoniales que con arreglo a lo dispuesto en el artículo siguiente no tengan la consideración de renta del ahorro, así como las imputaciones de renta a que se refieren los artículos 85, 91, 92 y 95 y el Capítulo II del Título VII del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades*”.

Como se puede apreciar, el legislador ha decidido que las rentas imputadas procedentes de inversiones en IIC situadas en paraísos fiscales no podrán acceder a la aplicación del tipo fijo del 18% que corresponde a las rentas del ahorro, de tal forma que se incluirán en la parte general de la base imponible, donde tributarán al tipo de gravamen que resulte de las escalas progresivas de gravamen.

Se trata, en consecuencia, de una regla que determina el devengo de una renta presunta, calificable como imputación de renta (artículo 6.2 de la Ley del IRPF) e integrable en la parte general de la base imponible, en todos aquellos períodos impositivos en los que se mantenga la inversión en la fecha de devengo del Impuesto. Por el contrario, en el período impositivo en el que se produzca la transmisión o el reembolso de las acciones o participaciones, entonces se generará una ganancia o pérdida patrimonial (en circunstancias normales lo habitual será una pérdida patrimonial), integrable en la base imponible del ahorro y susceptible de tributación al tipo del 18%.

El problema se plantea cuando, manteniéndose la inversión en la IIC, existen rentas presuntas “negativas”, es decir, qué ocurre si el valor liquidativo es inferior al valor de adquisición o suscripción. En este caso cabe plantearse la posibilidad de que la pérdida “presunta” se impute fiscalmente en el marco del ejercicio probatorio que se concede al sujeto pasivo en el apartado tercero del precepto, con el fin de que no se aplique el 15% del valor de adquisición de la acción o participación. Lo cierto es que el precepto no lo regula expresamente, y además la mención

expresa de la Ley a la “*diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación al día del cierre del período impositivo y su valor de adquisición*” parece impedir esta posibilidad.

Lo hasta aquí expuesto se completa con las previsiones de la Disposición Transitoria octava de la Ley del IRPF, que establece lo siguiente:

“*Valor fiscal de las IIC constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales.*

1. *A los efectos de calcular el exceso del valor liquidativo a que hace referencia el artículo 78 de esta Ley, se tomará como valor de adquisición el valor liquidativo a 1 de enero de 1999, respecto de las participaciones y acciones que en el mismo se posean por el contribuyente. La diferencia entre dicho valor y el valor efectivo de adquisición no se tomará como valor de adquisición a los efectos de la determinación de las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones.*

2. *Los dividendos y participaciones en beneficios distribuidos por las IIC, que procedan de beneficios obtenidos con anterioridad a 1 de enero de 1999, se integrarán en la base imponible de los socios o partícipes de los mismos. A estos efectos, se entenderá que las primeras reservas distribuidas han sido dotadas con los primeros beneficios ganados».*

El precepto trascrito establece como punto de partida temporal para la aplicación del régimen el primer día del primer período impositivo al que fue de aplicación la nueva Ley 40/1998 del IRPF, es decir, el 1 de enero de 1999. La diferencia entre el valor liquidativo a esa fecha y el verdadero valor de adquisición no se tomará en consideración para el cálculo de las pérdidas o ganancias patrimoniales que se deriven de la posterior transmisión.

No obstante lo anterior, las rentas constituidas por las ganancias y pérdidas patrimoniales procedentes de IIC constituidas en territorios calificados como paraíso fiscal, si bien se encuentran dentro del artículo 95, dado que el artículo 45 únicamente menciona a las “imputaciones de renta”, tendrían la consideración de renta del ahorro y por tanto se podría producir cierto arbitraje fiscal previo a la imputación.

Dentro de las diferentes problemáticas que plantean cada uno de los paraísos fiscales, por su cercanía y actividad debemos destacar la situación de Luxemburgo y Malta. En cuanto a Luxemburgo, tal y como hemos mencionado anteriormente, el Real Decreto 1080/1991 detalla una lista cerrada de países y territorios calificados como paraísos fiscales, entre los que se incluye el “*Gran Ducado de Luxemburgo, por lo que respecta a las rentas percibidas por las Sociedades a que se refiere el párrafo 1 del Protocolo anexo al Convenio, para evitar la doble imposición, de 3 de junio de 1986*

el Decreto gran ducal de fecha 17 de diciembre de 1938, comúnmente conocidas como “holding del 29” y “holding del 38”. Es decir, este tipo de sociedades quedan equiparadas a los países o territorios calificados como paraíso fiscal, a los efectos de la aplicación de la normativa tributaria.

Hasta el año 1999, la DGT, a través de sus contestaciones a consultas tributarias, entre las que cabe destacar la nº 1726-98, de 4 de noviembre de 1998, establecía que “entre estas sociedades excluidas de la aplicación del Convenio hay que considerar las entidades o IIC luxemburguesas acogidas a la Ley de 30 de marzo de 1988, en tanto se beneficien del régimen fiscal actualmente en vigor”. En este sentido, bajo el citado criterio de la DGT, todas las IIC luxemburguesas tenían la consideración de paraíso fiscal.

Este criterio se vio modificado el 3 de mayo de 2000, fecha en la que se concluye un procedimiento amistoso con la Autoridad Fiscal luxemburguesa en interpretación del citado Protocolo, que aunque nunca se ha hecho público, los criterios en él establecidos han sido plasmados en numerosas contestaciones a consultas tributarias, entre las que podemos destacar las vinculantes número V0579-07, de 20 de marzo de 2007 y V0057-02, de 15 de octubre de 2002, la número 1259-00, de 7 de junio de 2000 ó la número 1323-00 de 26 de junio de 2000, entre otras.

En estos pronunciamientos la DGT establece que “de acuerdo con el procedimiento amistoso concluido por el Ministerio de Hacienda con la autoridad fiscal luxemburguesa el 3 de mayo de 2000 en interpretación de dicho Protocolo, lo dispuesto en los párrafos 1 y 2 del Protocolo, se entenderá que no es de aplicación a las rentas procedentes de IIC debidamente autorizadas por la autoridad competente de cada Estado, y que sean comercializadas en el otro Estado previo cumplimiento de los requisitos establecidos al efecto en la sección VIII de la Directiva 85/611/CEE del Consejo de 20 de diciembre de 1985”. En particular, tal y como se establece en las ya citadas contestaciones a consultas nº 1323-00 y V0057-02 “es necesario, por tanto, para que no se aplique lo dispuesto en el Protocolo, que la IIC esté constituida y comercializada al amparo de la Directiva 85/611/CEE, que obliga a ambos países”.

A modo de conclusión, la DGT viene a considerar que las IIC luxemburguesas comercializadas en España al amparo de la Directiva 85/611/CEE, que obliga a España y Luxemburgo, no serán consideradas como domiciliadas en paraíso fiscal y, por el contrario, las que no cumplan estos requisitos si tendrían tal consideración, a los efectos del tratamiento de las rentas derivadas de la institución.

Recientemente, en la citada contestación vinculante V0579-07 se ha modificado levemente este criterio, hasta permitir que los fondos de inversión luxemburgueses adaptados a la Directiva 85/611/CE, por cuanto están habilitados para ser libremente comercializados en el espacio europeo, no se entiendan incluidos en el Párrafo 1 del Protocolo Anexo al Convenio, con independencia de que exista un expediente de comercialización en España. Pero esta calificación sólo se aplica a efectos de las rentas obtenidas por la institución en España, para garantizarles el

tratamiento análogo al de cualquier residente en la Unión Europea fuera de un paraíso fiscal. Por el contrario, en cuanto a las rentas de los partícipes, para excluir su consideración de paraíso fiscal sigue siendo preciso, de acuerdo con el criterio administrativo, que el fondo esté debidamente comercializado en España.

El caso de Malta, aún cuando se trata de un caso menos controvertido, debe también ser objeto de comentario porque aunque está incluida dentro de la lista de paraísos fiscales del Real Decreto 1080/1991, el propio Real Decreto, tras su modificación por el Real Decreto 116/2003, de 31 de enero, incluyó un nuevo artículo 2 que estableció que “*los países y territorios a los que se refiere el artículo 1 que firmen con España un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria o un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información dejarán de tener la consideración de paraíso fiscal en el momento en que dichos convenios o acuerdos entren en vigor*”.

Teniendo en cuenta que el vigente Convenio de Doble Imposición firmado con Malta data de 23 de enero de 2007, desde esa fecha se considera que dicho Estado no tiene la consideración de paraíso fiscal.

Al igual que ocurre en la regulación del IRPF, en el IS se establece un mecanismo penalizador para los socios o partícipes en estas IIC.

El artículo 74 de la Ley del IS dispone que los contribuyentes que participen en este tipo de IIC integrarán en la base imponible del IS la diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación al día del cierre del período impositivo y su valor de adquisición. Además, se establece una presunción “*iuris tantum*” según la cual la inversión tiene una rentabilidad del “*(...) 15 por 100 del valor de adquisición de la acción o participación (...)*”<sup>44</sup>.

Ahora bien, en el IS la penalización se acentúa, pues únicamente se permite la integración de rentabilidades positivas, pero no cabría, en su caso, el reflejo de una minoración en el valor liquidativo de la entidad, aun cuando contablemente se produjese el registro de la depreciación de la cartera.

Esto se debe a que la normativa del IS considera como un gasto fiscalmente no deducible la depreciación de acciones o participaciones en entidades residentes en países o territorios calificados como paraísos fiscales, de modo que para la determinación de la base imponible del IS habría que efectuar un ajuste extracontable

<sup>44</sup> La Disposición Transitoria decimoséptima de la Ley 43/1995 contempla el régimen transitorio para las participaciones que ostente el contribuyente a la entrada de vigor de la misma.

En concreto, dispone que “a los efectos de calcular el exceso del valor liquidativo a que hace referencia el artículo 74 de esta Ley se tomará como valor de adquisición el valor liquidativo el primer día del primer período impositivo al que sea de aplicación la presente Ley, respecto de las participaciones y acciones que en el mismo se posean por el sujeto pasivo. La diferencia entre dicho valor y el valor efectivo de adquisición no se tomará como valor de adquisición a los efectos de la determinación de las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones.

Los dividendos y participaciones en beneficios distribuidos por las IIC que procedan de beneficios obtenidos con anterioridad a la entrada en vigor de esta Ley, se integrarán en la base imponible de los socios o partícipes de los mismos. A estos efectos se entenderá que las primeras reservas distribuidas han sido dotadas con los primeros beneficios ganados”.

positivo al resultado contable de la entidad y no se reflejaría la pérdida de valor de la inversión en la IIC.

No obstante, con la finalidad de evitar que este esquema provoque una sobreimposición en el momento de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones se prevé que la cantidad integrada en la base imponible se considerará mayor valor de adquisición (realizando un ajuste positivo a su resultado contable) y que, por otro lado, los beneficios distribuidos por la IIC no se integrarán en la base imponible y minorarán el valor de adquisición de la participación.

Por último, cabe recordar que, en relación con estas rentas, subsiste la obligación de efectuar retención a cuenta, siendo los sujetos obligados a practicarla en el caso de IIC extranjeras las entidades comercializadoras o los intermediarios facultados para la comercialización de sus acciones o participaciones y, subsidiariamente, la entidad o entidades encargadas de la colocación o distribución de los valores entre los potenciales suscriptores, cuando efectúen el reembolso.

Sin embargo, en los supuestos de inversión en IIC constituidas en paraísos fiscales, es muy remota la posibilidad de que exista un comercializador de las mismas o una entidad encargada de su colocación y distribución, de modo que, como indica el Reglamento del IS, la obligación de efectuar el pago a cuenta recaería en el propio socio o partícipe, en los términos ya analizados en el apartado precedente.

En este sentido, aun cuando se efectúen imputaciones de renta como consecuencia de la revalorización de la inversión, la determinación de la base de cálculo de la retención o ingreso a cuenta se efectuará, al igual que en los supuestos ya analizados, por la diferencia entre el valor de transmisión y el valor de adquisición de las mismas, como expresamente ha señalado la DGT en su contestación a la consulta vinculante de 17 de febrero de 2000.

#### **4.3.3.13 Los fondos de inversión cotizados**

Con la entrada en vigor del RIIC se incorpora a la normativa española una nueva modalidad de fondos de inversión, denominados fondos de inversión cotizados (en lo sucesivo, ETF).

Estos fondos, regulados por primera vez en 1993 en Estados Unidos, han registrado desde entonces un importante crecimiento. Son comúnmente conocidos como ETF (*Exchange Traded Funds*) y su mayor particularidad reside en que se trata de IIC de carácter financiero, cuyas participaciones están admitidas a negociación en Bolsa de valores.

Su política de inversión normalmente replica un índice financiero o bursátil, conocido y contratado en mercados de productos derivados. Por sus características, ofrecen grandes ventajas a los inversores al combinar la política de diversificación de las inversiones, propia de los fondos, con la flexibilidad que concede la inversión en una acción, al otorgar mayor transparencia que un fondo ordinario (es decir, no admitido a cotización) por ser la cartera del fondo pública en todo momento, cono-

ciendo el inversor la composición y peso de la cesta de valores subyacente al estar ligados a un fondo índice, ser negociables durante todo el día, a diferencia de los fondos tradicionales que se negocian al final del día, tener una gran liquidez, etc.

Su regulación definitiva en España ha estado sin duda condicionada por su tratamiento fiscal, dado que la consideración de los ETF como IIC obligaba a efectuar retenciones en las transmisiones, lo que suponía prácticamente la imposibilidad de su desarrollo sin que se estableciese un régimen fiscal “ad hoc” para los mismos.

Su régimen fiscal actual se caracteriza principalmente por asemejarse al de las acciones cotizadas, si bien con las siguientes particularidades:

- Sobre las ganancias derivadas de la transmisión o reembolso de participaciones en ETF no existirá obligación de practicar retención o ingreso a cuenta del Impuesto correspondiente (IRPF, IS o IRNR). El fundamento de esta exoneración de retención se basa en el hecho de que la propia mecánica de la negociación en Bolsa resulta incompatible con los mecanismos que posibilitan la práctica de la retención.
- No resultará de aplicación el régimen de diferimiento por reinversión entre IIC, regulado en la Ley del IRPF, por lo que en toda operación de traspaso entre IIC en las que intervenga, tanto en origen como en destino, un ETF, habrá de ser computada la ganancia o pérdida patrimonial obtenida.
- El cálculo del valor de transmisión de las participaciones de este tipo de fondos no se determinará conforme a las reglas generales aplicables a la transmisión de acciones o participaciones de IIC sino que se calculará por el procedimiento aplicable a los valores admitidos a negociación en los mercados regulados de valores, es decir, por su cotización en dichos mercados en la fecha en que se produzca la transmisión o por el precio pactado cuando sea superior a la cotización.

Una de las cuestiones no resueltas por la normativa tributaria es si las especialidades fiscales aplicables a los ETF negociados en el mercado secundario oficial español serían también aplicables a los ETF constituidos en el extranjero. En este sentido, la DGT ha venido a clarificar este extremo, vía contestación a consulta tributaria vinculante nº V0713-06, de 12 de abril de 2006, al admitir la aplicación del régimen fiscal característico de este tipo de IIC a aquellos fondos constituidos en un Estado Miembro de la Unión Europea, que no sea territorio calificado como paraíso fiscal, se encuentre adaptado a la Directiva 85/611/CEE y sea objeto de comercialización en España mediante la negociación en la bolsa española de sus participaciones, y además cumpla con los requisitos regulatorios exigidos en la normativa española para este tipo de fondos de inversión.

No obstante ello, no ha quedado resuelto el régimen fiscal aplicable en el caso en que el ETF, registrado en España para su comercialización, estuviese cotizado en una Bolsa de valores diferente a la española y cumpliese con los anteriores requisitos. Si bien, en nuestra opinión, una negativa a aplicar el mismo régimen no ten-

dría sustento jurídico y sería contraria a los principios de libertad de establecimiento y libre circulación de capitales que imperan en el ámbito comunitario, parece que la posición de la DGT va más en el sentido de limitar la aplicación de este régimen fiscal a la Bolsa española.

En último término cabe señalar que la redacción literal de los preceptos reguladores del régimen fiscal de los ETF parece limitarse únicamente a las instituciones de inversión colectiva en forma de fondo, con exclusión, en consecuencia, de las IIC con forma societaria. En nuestra opinión esta distinción entre fondos y sociedades no tiene ningún sentido, más que una mera interpretación literal (y discutible) de la norma, dado que los ETF en forma de sociedad son numerosos y se ven perjudicados por esta norma sin motivo aparente.

Dado que no existen motivos técnicos aparentes para excluir a las SICAV, la única conclusión a la que llegamos es que se trata de un problema de traducción del término inglés “*Exchange Traded Fund*” a nuestra normativa, y en particular en lo que se refiere al término “*Fund*” traducido por fondo pero que en terminología anglosajona se refiere indistintamente a IIC con o sin personalidad jurídica. Obviamente, la masiva utilización de la forma de fondos por las IIC dirigidas al público en general frente a la prácticamente inexistente utilización de SICAV ha ayudado a esta situación, que perjudica a las entidades extranjeras que pretendan comercializar y cotizar sus SICAV-ETF en España.

#### **4.3.4 Problemática fiscal de las IIC extranjeras. Especial referencia a las IIC no expresamente reguladas en la Ley del IRPF y a la aplicación de la transparencia fiscal internacional**

##### **4.3.4.1 IIC no expresamente reguladas en la Ley del IRPF**

Nada prevé la normativa fiscal sobre las IIC que, constituidas en Estados Miembros de la UE y aún armonizadas, no se encuentren inscritas en la CNMV, ni tampoco en el caso de IIC inscritas que no se encuentren armonizadas por el tipo de inversión que acometen, como tampoco existe referencia alguna a IIC constituidas en jurisdicciones distintas de la UE o en la UE sin armonización, cuando estas jurisdicciones no se califican como paraísos fiscales.

Tras la entrada en vigor de la reforma fiscal operada por la Ley del IRPF, los requisitos necesarios para que una IIC extranjera quede incluida en el ámbito de aplicación pleno del artículo 77 de la Ley del IRPF (esto es, régimen de ganancias y pérdidas patrimoniales integrables en la base imponible del ahorro y con posibilidad de aplicar el régimen de diferimiento por traspasos) son los cuatro siguientes:

*a) Que la institución se encuentre regulada por la Directiva 85/611/CEE.*

La mencionada Directiva se aplica a las IIC que tengan por objeto exclusivo la inversión colectiva de los capitales obtenidos del público en valores mobiliarios y/o en otros activos financieros líquidos expresamente enumerados en su artículo 19 y

cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de riesgos, de manera que sus participaciones sean recompradas o reembolsadas a petición de los tenedores directa o indirectamente a cargo de los activos de tales organismos (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios).

Por el contrario, quedan excluidos de su ámbito de aplicación los organismos de tipo cerrado así como aquellos que no cumplan las obligaciones relativas a la política de inversión y los límites de asunción de riesgos establecidos en la Directiva.

*b) Que la institución se encuentre constituida y domiciliada en algún Estado Miembro de la UE.*

Este requisito excluye del citado régimen fiscal a las IIC constituidas en otros países distintos, aunque sea en aquellos con los que España tenga suscrito un convenio de doble imposición con cláusula de intercambio de información.

*c) Que la institución no se encuentre constituida en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal.*

*d) Que la institución se encuentre inscrita en el registro especial de la CNMV a efectos de su comercialización por entidades residentes en España.*

En este sentido, la propia Directiva excluye de su ámbito a los organismos que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones entre el público.

Dicho lo anterior, resulta evidente que surgen dudas respecto al régimen fiscal aplicable a las IIC que no cumplen los requisitos citados, como podría ser el caso de las IIC comunitarias que no tienen la naturaleza de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), por ejemplo, las IIC de carácter inmobiliario constituidas en el territorio de la UE y registradas en España para su comercialización, o el de otras IIC armonizadas –esto es, con el denominado “pasaporte europeo”–, pero no registradas en la CNMV para su comercialización en España, o las IIC cerradas comercializadas y registradas en España de acuerdo con la normativa del mercado de valores.

Por tanto, podríamos distinguir dos grandes grupos o tipos de IIC extranjeras no domiciliadas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales: en primer lugar, las que cumplen los requisitos expresados en el primer inciso del apartado 2 del artículo 95 de la Ley del IRPF y, en segundo lugar, las que no cumplen tales requisitos. A los socios o partícipes de las primeras les será de aplicación –en lo que sea posible– el régimen general previsto en el artículo 95 de la Ley del IRPF –y sería de esperar que lo dispuesto en el artículo 72 de la Ley del IS, para socios o partícipes personas jurídicas–. A los de las segundas, cabe preguntarse qué régimen será aplicable si no lo fuera el general del artículo 95 de la Ley del IRPF.

Esta pregunta, que en su planteamiento es sencilla y que, sin duda, es la primera que planteará un inversor que, en un escenario bajo el imperio del principio de libre circulación de capitales, valore la posibilidad de invertir en una IIC extranjera

fuerza del marco de las IIC de la Directiva, lamentablemente no está resuelta a día de hoy.

En efecto, la realización de una inversión, tanto por parte del que la realiza como del que la ofrece, requiere seguridad jurídica acerca del tratamiento fiscal aplicable a la misma, tanto si el régimen es favorable o no, siendo el peor de los escenarios aquel en que el inversor desconoce a priori el régimen fiscal aplicable a un determinado tipo de producto.

El origen de esta situación de inseguridad fiscal se podría encontrar en la fecha de aprobación de la Ley 43/2002 de 18 de diciembre, efectiva a partir del 1 de enero de 2003 y, en concreto, con la modificación del entonces artículo 72 de la normativa reguladora del impuesto, que estableció que tendrán la consideración de entidades en régimen de atribución de rentas aquellas a las que se refiere el artículo 10 de esta Ley y, en particular, “*las entidades constituidas en el extranjero cuya naturaleza jurídica sea idéntica o análoga a la de las entidades en atribución de rentas constituidas de acuerdo con las leyes españolas*”.

Por su parte, el artículo 10.1 de la Ley 40/1998, entonces vigente, recordemos, señalaba lo siguiente:

*“Las rentas correspondientes a las sociedades civiles, tengan o no personalidad jurídica, herencias yacentes, comunidades de bienes, y demás entidades a que se refiere el artículo 33 de la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria, se atribuirán a los socios, herederos, comuneros o partícipes, respectivamente, de acuerdo con lo establecido en la sección 2.ª del Título VII de esta Ley”.*

La combinación de estos dos artículos, y, en definitiva, la posibilidad de que a una concreta inversión en una IIC extranjera le fuese aplicable el régimen de atribución de rentas en lugar del régimen que pudiese aplicarse cuando se produce una inversión en una entidad extranjera, sin aplicación de ningún régimen especial, ha dado lugar a una actividad doctrinal muy intensa que no ha tenido reflejo en la doctrina administrativa y que en el momento de escribir estas páginas, más de cuatro años después de la aprobación de la norma, sigue aún sin resolverse.

Conviene recordar que el régimen de atribución de rentas conlleva, esencialmente, la tributación de los miembros de la entidad por las rentas que ésta obtenga. La atribución de las citadas rentas se efectuaría en función de la actividad o fuente de donde procediesen.

En el supuesto de que un contribuyente del IS sea partícipe de una IIC a la que fuese de aplicación el régimen de atribución de rentas, deberá tenerse en cuenta que las rentas se determinarán, con algunas excepciones, conforme a la normativa del IRPF. Sin embargo, en el supuesto de que todos los miembros de la entidad en régimen de atribución de rentas fuesen sujetos pasivos del IS o contribuyentes del IRNR con establecimiento permanente, se aplicará, con carácter general, la normativa del IS.

El motivo sin duda que ha llevado a esta situación de inseguridad tiene su origen en el alcance del concepto “naturaleza jurídica idéntica o análoga” a las entidades de atribución de rentas, y en la difícil interpretación de cuál es la naturaleza jurídica de las entidades en atribución de rentas españolas, y su traslado al ámbito de los vehículos de inversión colectiva extranjeros.

Antes de apuntar cuáles han sido las líneas del debate, es importante recalcar que a pesar de que la normativa antes señalada obliga a comparar la “naturaleza jurídica”, la opinión de la DGT, que luego desarrollaremos, aunque muy escasa para una cuestión tan controvertida como ésta, se ha centrado en la “naturaleza fiscal” de los vehículos de inversión.

El análisis de la “naturaleza fiscal”, sin duda más acorde con las directrices de la OCDE en materia de *“partnerships”*, primó en la redacción del Proyecto de Ley que luego dio lugar a la norma que ahora analizamos, y en efecto, durante la tramitación parlamentaria del Proyecto de la Ley 46/2002 se hacía particular referencia a las *“entidades constituidas en el extranjero, tengan o no personalidad jurídica, que no sean sujetos pasivos de un impuesto análogo al Impuesto sobre Sociedades en el Estado o territorio cuya normativa regule su funcionamiento”* (artículo 72 del Proyecto publicado en el BOCG del día 9 de octubre de 2002).

Pero lo cierto es que, la redacción del artículo es la que es, e independiente del acierto o no del legislador en la misma, cualquier análisis de una entidad extranjera a la luz de este artículo obliga a determinar si su “naturaleza jurídica” es idéntica o análoga a las entidades en atribución de rentas en España.

La inclusión en el artículo 10 de la Ley del IRPF de las sociedades civiles, tengan o no personalidad jurídica, además de evitar en la norma tributaria el debate sobre la posibilidad de que una sociedad civil tenga o no personalidad jurídica, cierra la exclusión de que, por el mero hecho de tener personalidad jurídica, una IIC quede fuera del régimen de atribución de rentas, como puede ocurrir en el caso de las IIC con forma societaria (SICAV).

En este sentido, según la norma transcrita, será necesario atender, adicionalmente, a cualidades jurídicas tales como la responsabilidad de los socios por las deudas sociales, el derecho de separación del partícipe, la necesidad de adoptar un acuerdo para la distribución de beneficios, la separación entre el patrimonio de la entidad y sus miembros etc., para determinar el carácter idéntico o análogo de la IIC en cuestión.

Sin duda la aplicación de estas reglas a una IIC gestionada profesionalmente nos llevaría a la conclusión de que no caería dentro del ámbito de las entidades en atribución de rentas, incluso si se analizase para las IIC en forma de fondo de inversión, dado que la separación entre el inversor y el patrimonio de la entidad o las decisiones de la misma, en términos generales, es completamente delimitada.

No obstante lo anterior, tal y como hemos avanzado anteriormente, la escasa doctrina de la DGT parece que ha eludido entrar a valorar estas cuestiones y se ha centrado en la consideración fiscal de la entidad, para concluir que, en el caso de que

la entidad extranjera aplique en su territorio un régimen similar al de atribución de rentas, este hecho conlleva la calificación como entidad de atribución de rentas a efectos del inversor español.

En particular es interesante destacar la consulta evacuada respecto a la fiscalidad de los Limited Liability Partnerships (LLP) ingleses, que, de acuerdo con la propia descripción de la consulta tienen las siguientes características:

- 1º. Los miembros son apoderados del LLP y tienen capacidad para vincular al LLP, aunque esta capacidad puede ser limitada por acuerdo entre los miembros.
- 2º. Los miembros de la entidad responden frente a terceros de forma ilimitada por los actos que hayan realizado como apoderados del LLP, pero de forma limitada respecto de las demás obligaciones del LLP.
- 3º. El LLP no tiene su capital dividido en acciones.
- 4º. Los miembros tienen derecho directo a los beneficios de la entidad, en proporción a sus aportaciones.
- 5º. El LLP tributa en régimen de transparencia fiscal, no estando sujeto a impuestos sobre beneficios en el Reino Unido; las rentas que obtenga se atribuyen y someten a imposición en sede de sus miembros, como si la actividad fuera desarrollada por ellos.

De acuerdo con estas características y sin mencionar en ningún caso en qué proporción han de valorarse, la DGT entiende que “*el Limited Liability Partnership constituido con arreglo a la ley del Reino Unido tiene una naturaleza jurídica idéntica o análoga a la de las entidades en régimen de atribución de rentas constituidas con arreglo a la ley española, a las que se refiere el artículo 10 de texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y Normas Tributarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo (en adelante TR de la LIRPF); en consecuencia, a efectos de su tributación en España será de aplicación lo dispuesto en la Sección 2ª del Capítulo V del TR de la LIRNR.*”

Aunque está contestación a consulta tributaria aporta algo de luz en la oscuridad, especialmente porque confirma que no es determinante el criterio de la “personalidad jurídica”, dado que es en el marco de una actividad profesional más y no referida a la posición de un inversor en este tipo de vehículos, típicamente utilizados para la canalización de inversión colectiva o de capital riesgo en el ámbito anglosajón, lo cierto es que debe valorarse con cautela. En particular, el hecho de que el inversor en las LLP tenga un régimen de responsabilidad limitada respecto de la propia LLP, debe valorarse como un hecho relevante.

Como se puede comprobar, la evaluación de la “analogía” en materia de IIC extranjeras es bastante complicada y confusa, y determina una falta de seguridad en el inversor que pretende acceder a productos extranjeros al margen de la Directiva 611/85.

Adicionalmente, existe un escollo en la determinación de las rentas que deben ser atribuidas. Es obvio que esta cuestión es sumamente importante por los distintos regímenes tributarios aplicables a cada una de las categorías de renta que pudieran llegar a ser imputadas.

En este punto, el artículo 88 de la Ley del IRPF establece que *“las rentas de las entidades en régimen de atribución de rentas atribuidas a los socios, herederos, comuneros o partícipes tendrán la naturaleza derivada de la actividad o fuente de donde procedan para cada uno de ellos”*.

De acuerdo con dicha previsión, el sujeto pasivo se vería obligado a diferenciar cada tipología de rentas obtenidas por la entidad en atribución de rentas, a los efectos de integración en su base imponible, teniendo en cuenta que, en general, las entidades en las que invierta no harán públicos estos activos, y menos aún en línea con las diferentes categorías de renta existentes en el IRPF.

Es evidente, en definitiva, que la aplicación del régimen de atribución de rentas puede resultar muy difícil de aplicar en la práctica, ya que obligaría a efectuar una extensión de la normativa española a rentas situadas fuera del alcance de las normas tributarias españolas, exigiendo un nivel de información de casi imposible obtención.

Como puede observarse, con independencia de la existencia de argumentos que permitirían defender la aplicación del régimen de atribución de rentas a estas IIC extranjeras, razones de carácter normativo y práctico parecen desaconsejar dicha posibilidad.

Naturalmente, ello recrudece el debate sobre cuál deba ser la normativa aplicable a este tipo de entes extranjeros sin personalidad jurídica, que en buena medida se vería resuelto si la norma de atribución de rentas estableciese un criterio claro y objetivo de la aplicación del régimen.

#### **4.3.4.2 Las IIC y el régimen de transparencia fiscal internacional**

Tanto la Ley del IS como la Ley del IRPF regulan en sus artículos 107 y 91, respectivamente, el régimen fiscal especial aplicable a los inversores contribuyentes del IS o del IRPF que sean titulares de una participación, directa o indirecta (a través de entidades no residentes), en entidades no residentes en las que concurran determinadas circunstancias, y que pretenden evitar la deslocalización de rentas a través de la mera interposición de sociedades en territorios de baja tributación.

A este respecto, el artículo 91 de la Ley del IRPF prevé la imputación de la renta positiva obtenida por entidades no residentes, en las que el contribuyente persona física ostente una participación directa o indirecta de, al menos, el 50 por ciento, sobre el capital, los fondos propios, los resultados o los derechos de voto, siempre que dichas entidades hayan soportado, en concepto de IS o equivalente, un importe inferior al 75 por ciento del que les hubiera correspondido según las normas del citado impuesto.

En los mismos términos se expresa el artículo 107 de la Ley del IS, cuando el contribuyente sea persona jurídica.

Así lo ha manifestado la DGT en numerosas contestaciones a consultas tributarias. A modo de ejemplo, la contestación a la consulta tributaria de 27 de noviembre de 1997 admite la aplicación del régimen de transparencia fiscal internacional en relación con los *compartimentos estancos o subfondos*, a través de los que invierte una SICAV constituida en Luxemburgo e incluso respecto de un fondo de inversión igualmente constituido en dicho país, ambos inscritos en el Registro Especial de este Organismo. Ello supone que dichas instituciones satisfacían a la perfección las exigencias de las Disposiciones Adicionales primera y segunda del RD 1393/1990, esto es, suponía implícitamente asumir que el régimen especial de transparencia fiscal internacional es aplicable de manera preferente al de las IIC.

El inversor contribuyente del IS o del IRPF deberá efectuar la inclusión de las rentas obtenidas por la entidad no residente (IIC) en el período impositivo que comprenda el día en que ésta haya concluido su ejercicio social (el cual no podrá tener una duración superior a doce meses), sin perjuicio de que el contribuyente ostenta la posibilidad de optar por efectuar dicha inclusión en el período impositivo que comprenda el día en que se aprueben las cuentas correspondientes a dicho ejercicio, siempre que no hubieran transcurrido más de seis meses contados a partir de la fecha de conclusión del mismo<sup>46</sup>.

Los inversores personas jurídicas podrían minorar de la cuota íntegra los impuestos o gravámenes de naturaleza idéntica o análoga al IS español, efectivamente satisfechos, en la parte que corresponda a la renta positiva incluida en la base imponible.

A estos efectos, se considerará como impuestos efectivamente satisfechos los pagados tanto por la entidad no residente como por sus sociedades participadas, siempre que sobre éstas tenga aquélla un porcentaje igual o superior al 5 por 100.

Ahora bien, no debemos dejar de mencionar que la aplicación del presente régimen, al igual que en el caso del régimen de atribución de rentas, presenta como principal inconveniente la dificultad, por parte del inversor, de obtener información suficiente, además de la elevada complejidad técnica de individualización e imputación de cada una de las rentas.

Sin embargo, de acuerdo con lo previsto, en los propios preceptos reguladores de este régimen, y conforme a las directrices marcadas por diferentes decisiones del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, este régimen no es de aplicación cuando la entidad no residente en territorio español sea residente en un país de la Unión Europea, salvo que éste tenga la consideración de paraíso fiscal. En este sentido, debe entenderse superada la doctrina de la DGT, en lo que se refiere a subfondos de SICAV controlados por un grupo familiar residente en España,

---

<sup>46</sup> La opción por este sistema debería manifestarse en la primera declaración del impuesto en que haya de surtir efecto y se mantendrá durante tres años.

en la medida que estos subfondos estuviesen armonizados conforme a la Directiva 611/85<sup>47</sup>. De esta forma, la aplicación del régimen de transparencia fiscal internacional en el ámbito de la inversión colectiva en la práctica ha quedado muy reducida, dado que prácticamente todas las estructuras de inversión se habían realizado al amparo de IIC situadas en la Unión Europea.

## 4.4 PAGOS A CUENTA

### 4.4.1 Rentas sujetas a retención a cuenta

Las rentas obtenidas por los accionistas o partícipes de IIC, tanto las derivadas de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones, como los dividendos, están sujetas a retención o ingreso a cuenta.

La obligación de practicar retenciones a cuenta del IRPF sobre las rentas derivadas de la transmisión o el reembolso de acciones o participaciones en IIC aparece regulada en el artículo 74 del Reglamento del IRPF, coincidente en el ámbito del IS con el artículo 58 del Reglamento de la Ley del IS. Esta retención supone una importante especialidad, puesto que las ganancias patrimoniales, con carácter general, no están sujetas a retención.

En efecto, el citado artículo 74 relativo a la “*Obligación de practicar retenciones e ingresos a cuenta del IRPF*”, establece, en el segundo párrafo de su apartado 1, la obligación de retener, en las condiciones señaladas por el propio Reglamento, en las operaciones de transmisión o reembolso de acciones o participaciones de IIC.

Esta sujeción a retención o ingreso a cuenta se reitera posteriormente, de forma específica, en el artículo 75 del mencionado texto reglamentario, relativo a las “*Rentas sujetas a retención*”, el cual señala en su apartado 1 que estarán sujetas a retención o ingreso a cuenta las siguientes rentas: “*d) Las ganancias patrimoniales obtenidas como consecuencia de las transmisiones o reembolsos de acciones y participaciones representativas del capital o patrimonio de las IIC...*”.

Debe señalarse que dicha sujeción alcanza a las transmisiones o reembolsos de acciones y participaciones de cualquiera de los tipos de IIC regulados en la LIIC.

Como puede apreciarse, tanto el artículo 74 como el artículo 75 del Reglamento de la Ley del IRPF, y el artículo 58 del Reglamento de la Ley del IS se refieren a las ganancias patrimoniales generadas con ocasión de la transmisión o el reembolso de acciones o participaciones en este tipo de instituciones, lo cual excluye cualquier otro tipo de rentas que, aun derivadas de las mismas, no se deban a tal transmisión o reembolso.

<sup>47</sup> Para las IIC no armonizadas, Luxemburgo podría tener la consideración de paraíso fiscal.

Éste es el caso, por ejemplo, de la imputación de rentas que afecta, a los contribuyentes por ambos impuestos que sean socios o partícipes de IIC constituidas en países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales. Así, las imputaciones de renta que, de acuerdo con lo establecido en el artículo 95 de la Ley del IRPF o 60 de la Ley del IS, deben realizar en su base imponible, no deben considerarse rentas sujetas a retención o ingreso a cuenta, por cuanto no nos encontramos ante un supuesto de transmisión o reembolso de acciones o participaciones en IIC ni, en consecuencia, ante ganancias patrimoniales sometidas a retención.

Resulta necesario, asimismo, hacer referencia a ciertas operaciones en las que la transmisión de una acción o participación en una IIC no determina la generación de un flujo monetario que permitiera la práctica de una retención a cuenta propiamente dicha.

Esto ocurre, por ejemplo, en las transmisiones de acciones y participaciones en IIC realizadas por actos inter-vivos a título lucrativo. En estos casos, se producen todos los presupuestos necesarios exigidos por la normativa para la práctica de retención a cuenta, esto es, existe una transmisión de acciones o participaciones que resulta susceptible de generar una ganancia patrimonial para el transmitente. Sin embargo, no se genera un flujo monetario que permita, propiamente, la práctica de retención a cuenta sobre dicha ganancia.

En este caso, la ausencia de un flujo monetario efectivo no impide la existencia de una obligación de practicar retención, si bien es cierto que se trataría más de un ingreso a cuenta que de una retención.

Se trata éste de un tipo de transmisión al que le resulta de plena aplicación el supuesto residual contemplado en el apartado quinto del artículo 76.2.d) del Reglamento de la Ley del IRPF, según el cual cuando no exista otro obligado a retener, será el propio socio o partícipe que efectúe la transmisión o el reembolso el que venga obligado a efectuar un pago a cuenta del IRPF.

Este criterio ha sido confirmado por la DGT en la contestación a la consulta tributaria de fecha 4 de septiembre de 2006, en la que se solicitaba el pronunciamiento de dicho órgano sobre la obligación de efectuar retención en un supuesto de donación de acciones y participaciones de IIC.

En dicha contestación se proclama, en primer lugar, la sujeción a retención de la ganancia obtenida. Así: *“en el supuesto de que de dicha donación, por aplicación de las normas del IRPF, se derive una ganancia patrimonial para el donante, ésta deberá integrarse en la base imponible del citado Impuesto (...), y al obtenerse como consecuencia de una transmisión de acciones o participaciones de IIC, quedará sometida a retención o ingreso a cuenta, tal como dispone el artículo 73.1.d) del RIRPF (artículo 76.1.d) del actual RIRPF”*.

En segundo lugar, en cuanto al sujeto obligado a retener, la DGT señala: *“Por tanto, en dichos supuestos, cabe concluir que será el propio socio o partícipe el que ven-*

*drá obligado a efectuar un pago a cuenta de acuerdo con las normas contenidas en los artículos 94 a 96 del RIRPF (artículos 97 a 99 del actual Reglamento de la Ley del IRPF)".*

Al igual que en el supuesto comentado, tampoco se genera un flujo monetario que permita la práctica de retención, ni existe obligado a realizarla, en aquellas operaciones societarias susceptibles de generar una ganancia patrimonial. Tal es el caso de las permutes o de las aportaciones no dinerarias a sociedades de acciones o participaciones de IIC, así como de entrega a los socios por reducción de capital o disolución de sociedades.

En este supuesto, como en el anterior, existe obligación de efectuar un ingreso a cuenta por parte de la propia persona física o entidad aportante, en cumplimiento de lo establecido en el apartado quinto del artículo 76.2.d) del Reglamento de la Ley del IRPF o 60.6.5º del Reglamento de la Ley del IS.

Es necesario hacer referencia, asimismo, a la obligación de practicar retención cuando se produce un desmembramiento del dominio en las participaciones en los fondos de inversión. Sobre esta cuestión se ha pronunciado la DGT en varias contestaciones a consultas tributarias, entre las que cabe citar, a modo de ejemplo, la de 24 de mayo de 2001.

La DGT, en estos casos, entiende que la condición de partícipe la ostenta exclusivamente el nudo propietario, en tanto es el único que puede solicitar el reembolso de las participaciones. Así, cabe distinguir entre dos rentas distintas:

- a) En primer lugar, la ganancia patrimonial que generará, en su caso, el reembolso solicitado por el nudo propietario.
- b) En segundo lugar, el rendimiento del capital mobiliario a que tiene derecho el usufructuario, dado que, según lo dispuesto en el artículo 68 de la LSA, el usufructuario tiene derecho a la totalidad del rendimiento que se produzca desde el momento de la constitución del usufructo hasta su extinción. Este rendimiento estará sometido a la preceptiva retención del 18 por ciento, siendo el sujeto obligado a retener el nudo propietario, siempre y cuando ostente tal condición de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 76 del Reglamento de la Ley del IRPF.

Finalmente, es necesario hacer una breve mención a aquellos supuestos en los que se produce el reembolso o la transmisión forzosa de las acciones o participaciones en IIC como consecuencia de ejecución de embargos, prendas, pignoraciones de valores, etc. En estos casos concurren, asimismo, todos los presupuestos exigidos para que se produzca la práctica de retención, con independencia de que la cantidad obtenida fruto de la transmisión o el reembolso de las acciones o participaciones no se entregue, de forma directa, a la persona física o jurídica.

En relación a los dividendos obtenidos por los accionistas o partícipes de IIC, se aplica la normativa general de los rendimientos del capital mobiliario. Así, estas

rentas están sometidas a retención al tipo del 18%, según lo dispuesto en el artículo 90 del Reglamento de la Ley del IRPF, y 64 del Reglamento de la Ley del IS.

#### **4.4.2 Rentas no sujetas a retención en IRPF**

De acuerdo con lo establecido en la letra i) del tercer apartado del artículo 75 del Reglamento de la Ley del IRPF “*no existirá obligación de practicar retención o ingreso a cuenta sobre (...) las ganancias patrimoniales derivadas del reembolso o transmisión de acciones o participaciones en IIC cuando, de acuerdo con lo establecido en el artículo 94 de la Ley del Impuesto, no proceda su cómputo, así como las derivadas del reembolso o transmisión de participaciones en los fondos regulados por el artículo 49 del Reglamento de la LIIC, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre*”.

Se trata ésta de la primera de las tres reformas introducidas en el Reglamento de la Ley del IRPF por el RIIC. Hasta este momento, el mencionado precepto establecía que no estaban sujetas a retención o ingreso a cuenta las ganancias patrimoniales derivadas del reembolso o transmisión de participaciones o acciones de IIC cuando el importe se reinvierte en otras IIC en la forma que se establece en el artículo 94 de la Ley del IRPF, esto es, cuando se difiere la tributación por aplicación del régimen de traspasos regulado en el artículo 28 de la LIIC.

A raíz de la reforma introducida por el RIIC, se ha añadido a dicho artículo la no sujeción a retención o ingreso a cuenta de las ganancias patrimoniales que se derivan del reembolso o transmisión de participaciones en fondos de inversión cotizados en Bolsa.

El fundamento de la ausencia de retención en uno y otro caso es distinto. Así, en el primero, en los casos de traspaso de la inversión de una a otra de estas instituciones, ya vigente en la normativa anterior, el fundamento reside en que, al no computarse la ganancia patrimonial, no existe renta que pueda someterse a retención.

Sin embargo, en el nuevo caso introducido con la reforma del Reglamento de la Ley del IRPF, relativo al reembolso o transmisión de participaciones en fondos cotizados, la ganancia o pérdida patrimonial se manifiesta y computa en ese momento, sin que quepa el diferimiento por traspaso a otra IIC.

El fundamento en este segundo caso reside en la mecánica de la propia negociación en bolsa, que es incompatible con los mecanismos que posibilitan la práctica de retención. En los fondos no cotizados españoles, el reembolso se percibe a través de una gestora que conoce perfectamente no sólo el importe del reembolso, sino también el valor de adquisición que tuvieron las participaciones reembolsadas, bien porque se adquirieron a través de la misma gestora, bien por haber recibido preceptivamente la información de la gestora del fondo originario, en el caso de que el que ahora se reembolsa proceda del traspaso de otro anterior. Al conocer ambos valores, está en condiciones de conocer la eventual ganancia patrimonial y, por lo tanto, la base de retención. Sin embargo, este mecanismo no es compatible

con el funcionamiento de las bolsas de valores, la necesidad de operar en valores brutos y el desconocimiento de los intermediarios de los valores de adquisición de las participaciones.

#### **4.4.3 Rentas no sujetas a retención IS**

En el caso de los sujetos pasivos del IS, las exclusiones de la obligación de efectuar retención a cuenta del Impuesto, excepto para el caso de los fondos de inversión cotizados, toman razón en la necesidad de evitar costes financieros en IIC que a su vez invierten en otras IIC, costes que acaban repercutiendo en el valor liquiativo de la IIC y, por ende, en el coste de la inversión para los inversores.

En concreto, el artículo 59 del Reglamento de la Ley del IS indica que no existe obligación de efectuar retención o ingreso a cuenta en las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de IIC obtenidas por:

- (i) Los fondos de inversión de carácter financiero y las sociedades de inversión de capital variable regulados en la LIIC, en cuyos reglamentos de gestión o estatutos tengan establecida una inversión mínima superior al 50 por 100 de su patrimonio en acciones o participaciones de varias IIC de las previstas en los párrafos c) y d), indistintamente, del artículo 36.1 del RIIC.
- (ii) Los fondos de inversión de carácter financiero y las sociedades de inversión de capital variable regulados en la LIIC, en cuyos reglamentos de gestión o estatutos tengan establecida la inversión de, al menos, el 80 por 100 de su patrimonio en un único fondo de inversión de carácter financiero de los regulados en el primer inciso del artículo 3.3 del RIIC.

La aplicación de esta exclusión de retención requerirá que la institución inversora se encuentre incluida en la correspondiente categoría que, para los tipos de inversión señalados en los párrafos anteriores, tenga establecida la CNMV, la cual deberá constar en su folleto informativo.

El origen de estas normas de exclusión lo encontramos, previamente a la aprobación de la LIIC, en las normas especiales en esta materia que se aplicaban a las IIC de IIC y a las IIC Subordinadas. Dado que con la LIIC desaparecen estas categorías de IIC, ha sido necesario hacer mención a la política de inversión establecida en el folleto, de tal forma que a los efectos de evitar la aplicación de retenciones en la venta de IIC por parte de otras IIC, es necesario que los folletos informativos indiquen que su política de inversión va a suponer que el mínimo de inversión en otras IIC es del 50%.

Como es sabido, con carácter general, a las IIC de IICIL, al igual que a las propias IICIL, les son de aplicación las reglas establecidas para las IIC de carácter financiero, a salvo de, entre otras cuestiones, los activos aptos para materializar sus inversiones. A este respecto, debido a la remisión a los apartados c) y d) del artículo 36.1

(IIC armonizadas conforme a la Directiva e IIC no armonizadas conforme a la Directiva pero que tienen que cumplir una serie de condiciones en materia de liquidez y de política de inversión), parece que se dejan fuera de dicha remisión a las entidades que invierten la mayoría de sus activos en IIC Libres tales como las IIC de IIC de Inversión Libre reguladas en el artículo 44 de la LIIC y que, injustificadamente, se ven perjudicadas por la redacción de la norma<sup>48</sup>.

No obstante, consideramos que habrá que analizar cada caso en particular para verificar el cumplimiento de los requisitos contenidos en el artículo 59 anteriormente transcritos de cara a no someter a retención a cuenta del IS las rentas obtenidas por aquéllas<sup>49</sup>.

Por otro lado, a los sujetos pasivos del IS también les será de aplicación la no obligación de retención a cuenta sobre las rentas derivadas del reembolso o transmisión de participaciones en los fondos de inversión cotizados (comúnmente conocidos como ETF) regulados por el artículo 49 del RIIC. Esta misma excepción rige en el IRNR, según reza el artículo 10.3.3º del Reglamento de la Ley del IRNR.

Para terminar este apartado, puede ser interesante hacer mención a dos casuísticas concretas que afectan a las IIC. La primera de ellas es la obligación de retención en el caso de ventas de acciones propias por parte de una SICAV. El tema lo planteó la contestación de la DGT de 10-05-1999, y con base en la inexistencia de resultado contable según la normativa sectorial de las IIC (el apunte afecta a patrimonio), se deriva la inexistencia de base imponible del IS y por tanto la ausencia de la obligación de retener.

La segunda se refiere a la inexistencia de la obligación de retención cuando una entidad gestora efectúa retrocesiones de comisiones de gestión a favor de un fondo de inversión que invierte en fondos de inversión igualmente gestionados por la indicada gestora. Ello se produce para dar cumplimiento a una norma particular que impide la acumulación de comisiones en cascada y por tanto limita las comisiones de gestión, y cuando los excesos percibidos se abonan al fondo determinan un ingreso, excluido de las obligaciones de retención (contestación a consulta vinculante nº 1568-05, de 22-07-2005).

---

<sup>48</sup>Los citados apartados c) y d) establecen que las IIC de carácter financiero podrán invertir en los siguientes activos e instrumentos financieros: "c) Las acciones y participaciones de otras IIC autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE, siempre que el reglamento de los fondos o los estatutos de las sociedades cuyas participaciones o acciones se prevea adquirir no autorice a invertir más de un 10 por ciento del patrimonio de la institución en participaciones y acciones de otras IIC; d) Las acciones y participaciones de otras IIC de carácter financiero no autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE, siempre que estas últimas no tengan por finalidad invertir a su vez en otras IIC, que no sean IIC de IIC, y siempre que cumplan ciertos requisitos, entre otros, en materia de liquidez, situación, e inversiones".

<sup>49</sup>A estos efectos, debe recordarse que la exención a la obligación general de retención se circunscribe a las rentas obtenidas por aquellas IIC que, además de invertir más del 50 por ciento en otras IIC, materialicen tal inversión en las IIC señaladas en el artículo 36, apartado 1, letras c) y d) del Reglamento de IIC, entre las que no se encuentran incluidas las IIICIL. Por tanto, aunque las IIC de IIICIL están obligadas a invertir más de un 60% en otras IIICIL, de acuerdo con la literalidad de la norma, las ganancias obtenidas en la transmisión o reembolso de las IIICIL subyacentes estarían sometidas a retención. No obstante lo anterior, no parece tener sentido excluir de la aplicación de la norma de no retención para IIC de fondos a las IIC de IIICIL, dado que el efecto financiero de la recuperación de la retención únicamente perjudica al participante y su inclusión en la norma precisamente intentó evitar este efecto en las IIC de fondos.

#### **4.4.4 Nacimiento de la obligación de retención a cuenta. Base y tipo de retención**

Interesa ahora, una vez analizadas las rentas sujetas a retención, señalar el momento en el que nace la obligación de retener. En este punto, el Reglamento de la Ley del IRPF regula la materia de forma absolutamente coincidente con lo que hacen los reglamentos del IS y del IRNR, y a estos efectos se distingue entre dos tipos de rentas, rendimientos del capital mobiliario y ganancias patrimoniales.

En los primeros, la obligación de retener surge, con carácter general, en el momento de la exigibilidad de los rendimientos del capital mobiliario, dinerarios o en especie, sujetos a retención o ingreso a cuenta, o en el de su pago o entrega, si es anterior. En particular, en el caso de los dividendos, el párrafo segundo del artículo 94 del Reglamento de la Ley del IRPF establece: “...y los dividendos, (*se entenderán exigibles*) en la fecha establecida en el acuerdo de distribución o a partir del día siguiente al de su adopción a falta de determinación de la citada fecha”.

En cuanto al momento en el que nace la obligación de retener en el caso de la ganancia patrimonial derivada de la transmisión o el reembolso de acciones y participaciones en IIC, el artículo 98 del Reglamento de la Ley del IRPF, referido exclusivamente a dicha ganancia, establece que la obligación de retener nace en el momento en que se formalice la transmisión o el reembolso de las acciones o participaciones, cualesquiera que sean las condiciones de cobro pactadas, de tal forma que nos remitimos a nuestros comentarios anteriores acerca del momento en el que se devenga la ganancia patrimonial.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 97 del Reglamento de la Ley del IRPF, constituirá la base de la retención a cuenta la cuantía a integrar en la base imponible calculada conforme a lo establecido en la Ley del IRPF.

En relación con el cálculo de la base de retención a cuenta, interesa citar la importante contestación a la consulta tributaria de la DGT de 12-01-2001 (nº 0040-01) en la que se admite la compensación de las ganancias y pérdidas efectuadas en un mismo acto y referidas a una misma entidad. Como afirma expresamente la DGT, “esta base de retención, al tratarse de participaciones en un mismo Fondo de Inversión, adquiridas en diferentes fechas, se calculará globalmente, sumando algebraicamente las cantidades resultantes de las operaciones indicadas anteriormente”.

A la base de retención así calculada se le aplicará un tipo del 18 por 100, según prevé el artículo 99 del Reglamento de la Ley del IRPF.

En el supuesto de que las IIC distribuyesen beneficios, la participación en los mismos estaría sometida, igualmente, a una retención del 18 por 100, que deberá ser efectuada por la entidad que abone o satisfaga las mismas.

#### **4.4.5 Sujetos obligados a retener**

A este respecto, el apartado segundo del artículo 76 del Reglamento de la Ley del IRPF, en coincidencia con lo que a su vez regulan los Reglamentos del IS y del IRNR, establece quiénes son los obligados a practicar retención o ingreso a cuenta en determinados casos particulares.

Así, el párrafo d) del citado artículo 76.2 establece que en las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de las IIC, deberán practicar retención o ingreso a cuenta las siguientes personas o entidades:

- 1º. En el caso de reembolso de las participaciones de fondos de inversión, las sociedades gestoras.
- 2º. En el caso de recompra de acciones por una sociedad de inversión de capital variable cuyas acciones no coticen en bolsa ni en otro mercado o sistema organizado de negociación de valores, adquiridas por el contribuyente directamente o a través de comercializador a la sociedad, la propia sociedad, salvo que intervenga una sociedad gestora; en este caso, será ésta.

Constituye este segundo caso la segunda reforma introducida en el Reglamento de la Ley del IRPF por el RIIC.

- 3º. En el caso de IIC domiciliadas en el extranjero, las entidades comercializadoras o los intermediarios facultados para la comercialización de las acciones o participaciones de aquéllas y, subsidiariamente, la entidad o entidades encargadas de la colocación o distribución de los valores entre los potenciales suscriptores, cuando efectúen el reembolso.

En este punto la práctica ofrece en muchas ocasiones una compleja realidad, en donde existe una entidad que denominaremos comercializador principal, que ha registrado en la CNMV a la IIC para su comercialización activa en España, y uno o varios sub-distribuidores que operan en el mercado, en muchos casos sin trasladar la identidad de sus clientes al comercializador principal. Surge la duda de quién tiene la obligación de retener, y la respuesta no puede ser sino que han de ser los distribuidores finales quienes han de practicar las retenciones y el correspondiente deber de información fiscal. Para ello la actuación de estos últimos debe superar la mera promoción o aproximación entre partes, e implicar una actuación frente al cliente que suponga la mediación directa en la adquisición de los valores y en su posterior transmisión o reembolso, canalizando de forma efectiva las órdenes del inversor ante la IIC o su entidad gestora (véase la consulta DGT nº 2338-03, de 17-12-03).

Es preciso aclarar que dicha responsabilidad se proyecta, tanto en relación con las IIC que efectúan su registro en la CNMV, como con respecto de aquéllas que no lo hacen, siempre que se comercialicen o distribuyan sus acciones o participaciones en España, salvo que la actuación del intermediario se limite a una función de mera aproximación o acercamiento entre las partes.

4º. En el caso de gestoras que operen en régimen de libre prestación de servicios, el representante designado de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 55.7 y la Disposición Adicional segunda de la LIIC.

La DGT ha ratificado lo dispuesto en este apartado en la contestación a la consulta tributaria de la DGT de 12 de abril de 2005. En dicha contestación se establece que “*así, en el caso de rentas derivadas de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones de IIC comercializadas en España en régimen de libre prestación de servicios por las sociedades gestoras a que se refiere el artículo 55.7 de la LIIC, obtenidas por los contribuyentes no residentes mediante establecimiento permanente situado en territorio español, la condición de retenedor del representante se deriva de lo dispuesto en el artículo 8.1 del RIRNR*”.

5º. En los supuestos en los que no proceda la práctica de retención conforme a los párrafos anteriores, estará obligado a efectuar un pago a cuenta el socio o partícipe que efectúe la transmisión u obtenga el reembolso.

Esta disposición constituye, en la práctica, la norma de cierre en materia de retenciones sobre ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión o el reembolso de acciones o participaciones en este tipo de instituciones. En efecto, la configuración del citado obligado como un retenedor “*en los supuestos en los que no proceda la práctica de retención conforme a los párrafos anteriores*” determina la existencia, en todos los casos en los que la norma no fije específicamente a otra persona o entidad obligada a cumplir con dicha obligación, de un sujeto obligado a retener: el accionista o partícipe de la IIC.

El carácter residual que la norma otorga este especial sujeto obligado a retener, así como el empleo del término “pago a cuenta”, determina la existencia, en aquellos supuestos en los que no exista otro designado específicamente por la norma, de un sujeto obligado a realizarlo, la persona física o jurídica que haya obtenido la ganancia patrimonial, al que la Administración Tributaria podrá dirigirse para exigir su efectivo ingreso.

La principal cuestión que se plantea en relación con esta cláusula de cierre, directamente en conexión con el segundo supuesto de sujeto obligado a retener, hace referencia a las “autorretenciones” en las transmisiones de acciones de SICAV que, no estando cotizadas en el mercado secundario oficial de la Bolsa española, estén acogidas al denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que es un Sistema Organizado de Negociación (SON) autorizado por el Gobierno español y regulado al amparo del artículo 31.4 de la LMV y sujeto a la supervisión de la CNMV en su organización y funcionamiento. Así, en el caso de transmisión de las acciones de una SICAV negociada en el MAB no será de aplicación el apartado 2º del artículo 76.2.d) del Reglamento de la Ley del IRPF, sino la cláusula de cierre contenida en el apartado 5º, que establece que es el socio o partícipe de la SICAV el obligado a practicar la correspondiente retención a cuenta.

#### **4.4.6 Problemática específica de las inversiones en las IIC extranjeras mediante “cuentas ómnibus”**

En virtud del procedimiento de suscripción de acciones o participaciones en IIC extranjeras mediante las llamadas “cuentas ómnibus”, se depositan los valores adquiridos por una entidad de valores o sociedad de gestión de cartera por cuenta de sus clientes, en una cuenta abierta en una entidad financiera depositaria, a nombre de dicha entidad de valores o de gestión de cartera.

Sobre este particular, la DGT se ha pronunciado en varias contestaciones a consultas tributarias, entre las que cabe citar, a modo de ejemplo, la de 24 de abril de 2001 y la de 15 de octubre de 2002. Así, este Centro directivo ha considerado que cabe la posibilidad de utilizar “cuentas ómnibus” en las operaciones de adquisición o suscripción y transmisión o reembolso de acciones y participaciones de IIC domiciliadas en el extranjero, cuando dicha entidad actúe como comercializadora de la institución en territorio español y siempre que la institución tenga establecido el sistema de cuenta global como procedimiento habitual de registro de las operaciones derivadas de los acuerdos de comercialización realizado para la distribución o colocación de sus acciones o participaciones.

Por tanto, según la DGT, cuando sea admisible este sistema de registro, podrá entenderse que la titularidad de las acciones y participaciones registradas a nombre de la entidad de valores española comercializadora por cuenta de sus clientes, corresponde a estos últimos, siempre que se aprecie la existencia de una relación jurídicamente válida que determine que la propiedad de dichas acciones y participaciones pertenece a terceros. Para ello, deberán cumplirse los requisitos establecidos por la Orden de 7 de octubre de 1999 así como por la CNMV, a través de sus Circulares 1/1998 de 10 de junio, y 2/2000 de 30 de mayo.

En caso de que se cumplan dichos requisitos, los clientes tendrán la consideración de socios o partícipes de la IIC en cuestión.

En lo que se refiere a la práctica de retención a cuenta en estos casos, la DGT señala textualmente: *“por lo que respecta a la práctica de retención o ingreso a cuenta sobre las rentas que se deriven de las transmisiones o reembolso que de las acciones o participaciones registradas a través del sistema de cuenta global realice la entidad de valores comercializadora, por cuenta y orden de sus clientes, cabe señalar que la entidad de valores comercializadora estará obligada a retener, de acuerdo con lo establecido en el número 2º de la letra d) del artículo 71.2 del Real Decreto 214/1999 (artículo 77.2.d) del actual RIRPF)”*.

#### **4.4.7 Retención a cuenta en reembolsos de IIC de Inversión Libre y de IIC de IIC de Inversión Libre**

El artículo 43, letra e) del RIIC<sup>50</sup> establece que *“el valor liquidativo de las acciones y participaciones deberá calcularse, al menos, trimestralmente. No obstante, cuando así lo exijan las inversiones previstas, el valor liquidativo podrá ser calculado con*

*una periodicidad no superior a la semestral. Las suscripciones y reembolsos de los fondos o, en su caso, las adquisiciones y ventas de las acciones de las sociedades de inversión se realizarán con la misma periodicidad que el cálculo del valor liquidativo. No obstante, una IIC de inversión libre podrá no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo cuando así lo exijan las inversiones previstas, debiendo figurar expresamente dicha circunstancia en el folleto informativo".* En los mismos términos se expresa el artículo 44, apartado 1, letra c) del RIIC, en relación con las IIC de IIC de inversión libre.

En base a lo expuesto, la suscripción, adquisición, transmisión o reembolso de las acciones o participaciones de las IIC de Inversión Libre (IICIL) y las IIC de IIC de Inversión Libre (IIC de IICIL) se realizarán, como máximo, trimestral o semestralmente, con sometimiento a lo que dispongan dichas IIC en sus reglamentos y folletos informativos.

Habrá que estar por tanto a cada caso concreto para determinar en qué momento se entiende producida, a efectos jurídicos, la transmisión o reembolso de las participaciones en la IIC, es decir, en qué momento puede decirse que el partícipe pierde su condición de tal, siendo aplicable a estos efectos lo indicado en el anterior apartado 4.3.3.3 (*"Imputación temporal de las ganancias y pérdidas patrimoniales derivadas de acciones y participaciones en IIC"*).

Con independencia de lo anterior, este tipo de entidades, a través de las sociedades gestoras, pueden, por una parte, fijar preavisos mínimos para dar órdenes de suscripción y reembolso y, por otra, retrasar el cálculo del valor liquidativo<sup>50</sup> aplicable a tales operaciones, siempre y cuando así se establezca en el correspondiente folleto (Normas 13 y 21 de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre IICIL). Estas facultades plantean, desde un punto de vista fiscal, la disyuntiva de determinar la respectiva ganancia o pérdida patrimonial, como base de la retención a cuenta del IRPF a la que se someten las ganancias patrimoniales derivadas de este tipo de operaciones, y la fecha en que debe practicarse esta retención.

A estos efectos, cabe señalar que la normativa reguladora de las IICIL y de las IIC de IICIL no contempla de forma expresa las cuestiones planteadas.

Conforme a lo indicado anteriormente, la ganancia o pérdida patrimonial que el partícipe manifiesta por la transmisión o reembolso de sus participaciones ha de imputarse fiscalmente al período impositivo correspondiente a la fecha en que se entienda jurídicamente materializada la pérdida de la condición de partícipe a través de la indicada transmisión o reembolso, determinándose la ganancia o pérdida patrimonial por la cantidad efectivamente percibida por el partícipe, como consecuencia de aplicarle el valor liquidativo que corresponda –conforme al regla-

<sup>50</sup> Redacción establecida por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva.

<sup>51</sup> Téngase en cuenta que la facultad concedida a las sociedades gestoras se circumscribe a la posibilidad de retrasar la fecha de cálculo del valor liquidativo, que no la fecha del propio valor liquidativo –trimestral o semestral-. Esta distinción es determinante por cuanto esta última es frecuente que sea la fecha en la que se entiende materializada jurídicamente la transmisión o el reembolso.

mento de gestión o al folleto informativo de la IIC de inversión libre o IIC de inversión libre– a las participaciones reembolsadas, disminuido en las comisiones, descuentos o penalizaciones que sean aplicables.

En cuanto a las retenciones a cuenta, la obligación de retener nacerá, de conformidad con lo señalado en el artículo 98 del Reglamento de la Ley del IRPF, y 63 y 12 del Reglamento de la Ley del IS y del Reglamento de la Ley del IRNR, respectivamente, en el momento en que formalice la transmisión o realice el reembolso de las acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva, cualesquiera que sean las condiciones pactadas. Es decir, la obligación de retener nace en el momento en el que efectivamente se ejecute jurídicamente la transmisión o el reembolso de los valores, momento que debería coincidir con la fecha del valor liquidativo, que no del cálculo, con independencia de que el pago haya sido o no efectuado.

En este sentido se ha pronunciado la DGT en su contestación a la consulta tributaria número 0988-01, de 25 de mayo de 2001, en la que establece que a efectos de determinar el período impositivo al que corresponde imputar los resultados derivados de una operación de reembolso de participaciones en un fondo de inversión mobiliaria español habrá de atenderse “*a la fecha de realización del reembolso determinada por la entidad gestora, y no a la fecha en que hubiera formulado la orden relativa a la mencionada operación y con independencia de que ésta última sea o no coincidente con la de su realización*”; y ello por cuanto es en esa fecha cuando tiene lugar la alteración patrimonial. En efecto, la DGT señala en la misma contestación a consulta que “*la alteración patrimonial del sujeto pasivo se produce en el momento en que se realiza de forma efectiva la operación que da origen a un cambio en su situación patrimonial*”.

La complejidad que surge como consecuencia de la aplicación rígida de la literalidad de la norma es notable, y probablemente constituye un problema crónico para la comercialización de las IICIL y las IIC de IICIL. Nos encontramos ante una norma tributaria que es sobrepasada por una realidad que no existía cuando la norma fue promulgada, y que sin duda alguna requiere una adaptación para su práctica.

#### **4.5 IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES Y LA DIRECTIVA DEL AHORRO**

En el campo de la tributación de las rentas procedentes de IIC obtenidas por no residentes sin establecimiento permanente, el régimen aplicable a las IIC financieras y a las IIC inmobiliarias es completamente diferente, especialmente en lo que se refiere a la aplicación de exenciones en las rentas procedentes de la transmisión o reembolso.

Además, al no someterse a retención o ingreso a cuenta las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de fondos de inversión cotizados, se presentan determinadas especialidades en materia de obligaciones formales.

#### **4.5.1 Régimen fiscal de las inversiones en IIC de naturaleza financiera**

De acuerdo con lo previsto en el artículo 13 del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, (Ley del IRNR), “*para la calificación de los distintos conceptos de renta en función de su procedencia se atenderá a lo dispuesto en este artículo, y en su defecto, a los criterios establecidos en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el RDL 3/2004 de 5 de marzo*”. Asimismo, en lo que se refiere al cálculo de la base imponible, en general también sería aplicable la normativa del IRPF.

De esta forma, en la medida que no existe una calificación específica en la Ley del IRNR para las rentas procedentes de IIC, esto es dividendos, participación en fondos propios y ganancias patrimoniales, la calificación de las mismas en el IRNR será idéntica a las del IRPF.

En este sentido, tanto para dividendos como para ganancias patrimoniales de IIC financieras, el criterio de sujeción<sup>52</sup> viene determinado por la residencia del emisor de los valores, esto es, por la residencia de la IIC cuyas participaciones son origen de la renta.<sup>53</sup>

En efecto, el RDL 5/2004 considera como renta obtenida en territorio español las ganancias patrimoniales cuando se deriven de valores emitidos por personas o entidades residentes en territorio español.

Por tanto, las rentas procedentes de IIC financieras españolas quedarían sujetas a tributación en España por el IRNR a un tipo fijo del 18 por ciento<sup>54</sup>.

Sin perjuicio de dicha sujeción, al artículo 14 de la LIRNR establece que estarán exentas las ganancias patrimoniales obtenidas en la transmisión o reembolso de participaciones o acciones, incluidas las de IIC, si el sujeto pasivo es residente fiscal en otro Estado Miembro de la UE, salvo especiales circunstancias, entre ellas, que (i) el accionista o partícipe en algún momento, durante el período de los 12 meses precedentes a la transmisión, haya participado, directa o indirectamente, en al menos el 25 por ciento del capital o patrimonio de dicha IIC o que (ii) la renta fuera obtenida a través de los países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales.

<sup>52</sup> Dado que el IRNR es un impuesto de naturaleza territorial, para los inversores sin establecimiento permanente, únicamente están sujetas a dicho impuesto las rentas obtenidas en territorio español.

<sup>53</sup> En este sentido, en el caso de que el inversor no residente adquiriera acciones o participaciones, por ejemplo, de IIC luxemburguesas armonizadas y registradas para su comercialización en España, las rentas derivadas de las mismas no quedarían sujetas a tributación en el IRNR dado que no derivan de valores emitidos por personas o entidades residentes en España.

<sup>54</sup> En la determinación de la renta obtenida por los inversores personas físicas no residentes en España, se mantiene en la actualidad el régimen transitorio respecto de las ganancias patrimoniales derivadas de elementos adquiridos con anterioridad a 31 de diciembre de 1994 no afectos a actividades económicas.

Este régimen transitorio permite que si se invirtió en acciones de una IIC antes de 31 de diciembre de 1994, y al desinvertir se hubiera obtenido una ganancia patrimonial, ésta se pueda reducir, a efectos de su integración en la base imponible del impuesto, mediante la aplicación de un porcentaje del 14,28 por 100 por cada año de antigüedad de las acciones desde la fecha de su adquisición hasta 31 de diciembre de 1994 (redondeándose dicha cifra por exceso).

Si dicha exención no fuera susceptible de aplicación, la Ley del IRNR igualmente señala que estarán exentas las rentas derivadas de la transmisión de valores o reembolso de participaciones en fondos de inversión realizada en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles, obtenidas por personas físicas o entidades no residentes sin establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un convenio de doble imposición con cláusula de intercambio de información<sup>55</sup>, salvo que se obtengan a través de paraísos fiscales.

Si no se aplica ninguna de las anteriores exenciones y el inversor reside en alguno de los países que han suscrito con España un convenio de doble imposición, habrá que estar a lo dispuesto en el mismo.

#### **4.5.2 Régimen fiscal de las inversiones en IIC de naturaleza inmobiliaria**

Tal y como se ha señalado anteriormente, el inversor no residente, al transmitir o rembolsar las acciones o participaciones procedentes de una IIC inmobiliaria española (SII y FII) obtiene una renta calificada fiscalmente como una ganancia patrimonial. Asimismo, por aplicación de las normas de sujeción del IRNR, en caso de ganancias patrimoniales de IIC inmobiliarias extranjeras cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles situados en territorio español, también estarían sujetos a imposición por este impuesto.

Por tanto, las rentas procedentes de IIC inmobiliarias españolas quedarían sujetas a tributación en España por el IRNR a un tipo fijo del 18 por ciento.

La ganancia patrimonial derivada de la venta o reembolso de acciones o participaciones en IIC inmobiliarias se calcula por la diferencia entre el valor de transmisión o reembolso y el valor de adquisición.

En lo que a las exenciones se refiere, en principio las mencionadas para las IIC financieras no son susceptibles de aplicación, ya que si el inversor es residente fiscal en otro Estado Miembro de la Unión Europea, la ganancia obtenida no quedaría exenta de tributación, dado que la Ley del IRNR excluye expresamente dicha exención cuando el activo de dicha entidad consista principalmente, directa o indirectamente, en bienes inmuebles situados en territorio español.

Por su parte, la exención prevista para las IIC financieras no sería aplicable dado que el valor liquidativo de las IIC inmobiliarias no se publica diariamente y los niveles de liquidez normalmente impiden la aplicación de las normas referentes a IIC consideradas como cotizadas.

---

<sup>55</sup>Contestaciones a consultas tributarias de la DGT nº 0341-02 y 1897-01: "diciba exención alcanza a las rentas derivadas de la enajenación de IIC siempre y cuando aquélla se produzca en un mercado secundario oficial de valores, condición que se entiende cumplida en sociedades de inversión cuando se transmitan en el mercado acciones de sociedades admitidas a negociación y, en lo que respecta a los fondos de inversión cuando se obtenga el reembolso de participaciones cuyo valor liquidativo sea publicado diariamente en el Boletín de Cotización de la Bolsa de Valores radicada en la plaza de su sede social".

En cualquier caso, habrá que atender a lo establecido en cada uno de los convenios de doble imposición suscritos entre España y dichos Estados, para lo cual nos remitimos a lo mencionado en el apartado 4.4 de IIC financieras<sup>56</sup>.

#### 4.5.3 Pagos a cuenta y obligaciones formales

Como ha quedado señalado, con carácter general, la Ley del IRNR considera como rentas sujetas a retención las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión y reembolso de las acciones o participaciones de IIC, a excepción de las procedentes de fondos de inversión cotizados.

En caso de que las rentas derivadas de la transmisión y reembolso de las acciones o participaciones de IIC de naturaleza financiera queden sometidas a imposición, el obligado a efectuar la retención y el correspondiente ingreso del impuesto sería:

- En los supuestos de reembolso de las participaciones de fondos de inversión, las sociedades gestoras.
- En el caso de gestoras autorizadas en otros Estados Miembros de la Unión Europea que operen en régimen de libre prestación de servicios, el representante designado de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 55.7 y la Disposición Adicional segunda de la LIIC.

La DGT ha ratificado lo dispuesto en este apartado para el caso de contribuyentes no residentes sin mediación de establecimiento permanente en España, a través de la contestación a la consulta tributaria de la DGT de 12 de abril de 2005. En dicha contestación se aclara que, obviamente, tal obligación de retener sólo concurrirá cuando la renta esté sujeta para el no residente, lo cual, tratándose de IIC extranjeras, sólo podrá tener lugar en determinadas IIC inmobiliarias y en inversores no acogidos a un convenio de doble imposición.

A similares consecuencias se llegaría en el caso de IIC extranjeras con un comercializador en España o donde existen intermediarios facultados para la comercialización de las acciones o participaciones de aquéllas o, subsidiariamente, entidad o entidades encargadas de la colocación o distribución de los valores entre los potenciales suscriptores, cuando efectúen el reembolso.

- En el resto de los casos (SICAV) si bien, en general, es el socio el obligado a efectuar la retención o ingreso a cuenta, esta regla no es aplicable a inversores no residentes sin perjuicio de la posible responsabilidad solidaria del depositario o gestor de las acciones o participaciones de la IIC.

La práctica de retención o ingreso a cuenta, así como la aplicación de alguna exención interna o por convenio, exonera al no residente de la presentación de decla-

<sup>56</sup> Cabe mencionar que determinados convenios de doble imposición fijan criterios de tributación para las ganancias patrimoniales de sociedades de sustrato inmobiliario. En este sentido, habría que analizar caso por caso ya que dichos convenios pueden someter a imposición las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones de entidades inmobiliarias en el Estado donde se localicen los inmuebles, por lo que las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en IIC inmobiliarias podrían quedar sometidas a imposición en España.

ración, y será por tanto el retenedor quien debería declarar e ingresar las retenciones e ingresos a cuenta del IRNR mediante unos modelos específicos, en concreto, el modelo trimestral 117 y el resumen anual modelo 187<sup>57</sup>.

En el caso de los fondos de inversión cotizados la situación es diferente, dado que no están sometidas a retención las ganancias patrimoniales procedentes de los mismos, y por tanto, deberían aplicar el mismo régimen en cuanto a elementos personales que las acciones cotizadas. En este sentido, y obviamente únicamente en lo que se refiere a ETF domiciliados en España, puesto que los ETF extranjeros estarían fuera del alcance de la norma de IRNR sin establecimiento permanente, será aplicable el régimen de responsabilidad del depositario de las participaciones.

### **Nuevas obligaciones de suministro de información vinculadas a la comercialización transfronteriza de IIC a través de “cuentas globales” y requisitos de los contratos de comercialización**

El RIIC prevé determinadas obligaciones de suministro de información y documentación de relevancia tributaria a cargo de las sociedades gestoras y las sociedades de inversión que efectúen una comercialización transfronteriza de sus IIC mediante intermediarios residentes en el extranjero que utilicen “cuentas globales”, esto es, el registro de accionistas o partícipes de la IIC española canalizados a través de una entidad comercializadora extranjera a nombre de ésta, por cuenta de sus clientes.

Gracias a esta innovación del RIIC, tendente a facilitar la internacionalización de las IIC españolas, las sociedades gestoras y sociedades de inversión que se encuentren en esta situación podrán suministrar con mayor facilidad a la Administración Tributaria todos los datos, informes o antecedentes que se deduzcan de sus relaciones económicas o financieras con las entidades extranjeras a través de las cuales comercialicen sus IIC.

La cuestión centra su interés por el hecho de que las rentas que deriven de estas IIC españolas (reembolsos, transmisiones o dividendos) se consideran rentas obtenidas en territorio español conforme al IRNR, sometidas al deber general de retención o ingreso a cuenta. Pero existe una amplia exención para las ganancias patrimoniales en la normativa interna o convenida, así como tipos reducidos de retención por convenio para los dividendos, cuya aplicación requiere del complejo suministro de información fiscal de los inversores a través de un certificado de residencia fiscal individualizado.

Para facilitar esta justificación de la residencia fiscal en el extranjero, con o sin beneficio fiscal, la normativa que comentamos observa una obligación más sencilla de acreditación de la identidad de los inversores no residentes que operen a través de la “cuenta global”, mediante dos niveles de información:

<sup>57</sup> El modelo 117 debe presentarse dentro de los primeros 20 días naturales de abril, julio, octubre y enero respecto a las cantidades retenidas en el cada trimestre. Por su parte, el resumen anual, modelo 187 se debería presentar entre el 1 y el 31 de enero de cada año, en relación con las cantidades retenidas y los ingresos a cuenta efectuados, correspondientes al año natural inmediato anterior.

- La remisión por parte del comercializador extranjero de un certificado global sin identificación de los inversores, que se enviará a la entidad gestora o sociedad de inversión con ocasión de cada percepción de beneficios o reembolsos o transmisiones en las IIC, y que servirá a esas últimas como documento acreditativo de la residencia fiscal en el extranjero de los socios o partícipes extranjeros de la IIC. Esta obligación se articula a dos niveles, dependiendo de que la entidad comercializadora sea residente o no en un Estado con el que España haya suscrito convenio de doble imposición con cláusula de intercambio de información<sup>58</sup>.
- La remisión a la Administración Tributaria española por parte de las entidades comercializadoras extranjeras de una relación anual individualizada de los inversores que hayan manifestado rentas y de la posición inversora de todos sus clientes a 31 de diciembre. Asimismo deberá comunicarse a la entidad gestora o de inversión que se ha efectuado dicha remisión.

Adicionalmente, el RIIC prevé que los contratos de comercialización transfronteriza que utilicen cuentas globales deberán cumplir los siguientes requisitos:

- No incluir en la cuenta global participaciones o acciones adquiridas por cuenta de personas o entidades que tengan su residencia fiscal en España o de establecimientos permanentes de no residentes situados en territorio español.
- Incluir en la cuenta global acciones o participaciones cuya titularidad real corresponda a clientes de la entidad comercializadora, sin que en el desglose interno de dicha entidad puedan registrarse acciones o participaciones a nombre de otra entidad intermediaria por cuenta de terceros.

Es la Orden EHA/1674/2006, de 24 de mayo, la que establece las nuevas obligaciones a cargo de las entidades comercializadoras extranjeras, las cuales van a ser consideradas como las perceptoras de las rentas derivadas de las IIC, por cuenta de sus clientes, y por tanto ya no vendrán obligadas a remitir a la sociedad gestora o, en su defecto, a la sociedad de inversión, con ocasión de la percepción de beneficios distribuidos por la institución o de reembolsos o transmisiones de participaciones o acciones de la misma, las certificaciones de residencia de sus clientes perceptores o transmitentes (bastará con remitir la certificación relativa a la propia entidad comercializadora). En cambio, estarán obligadas, en su caso, a remitir las citadas relaciones informativas directamente a la Administración Tributaria española en nombre de la entidad gestora o de la sociedad de inversión, con comunicación, en tal caso, de la remisión a dichas entidades, en los supuestos y con el contenido que determine el Ministro de Economía y Hacienda.

Las sociedades gestoras y sociedades de inversión incurrirán en responsabilidad ante la Administración Tributaria por la falta de las retenciones o pagos a cuenta

<sup>58</sup> Dado que las entidades comercializadoras únicamente estarán habilitadas a certificar la residencia fiscal de los inversores en su propio Estado convenido con España, tratándose al resto de inversores como no residentes, a los cuales podrá beneficiarse de la aplicación de sus respectivos Convenios por la técnica tradicional de suministro de certificados de residencia fiscal.

que se hubieran dejado de ingresar como consecuencia del incumplimiento de estas obligaciones de suministro de información y documentación y, en particular, cuando el contrato de comercialización transfronteriza mediante la utilización de “cuentas globales” no cumpla con los requisitos anteriormente expuestos.

#### **4.5.4 Aplicación de la Directiva del Ahorro a las IIC**

Con fecha 1 de julio de 2005 entró en vigor la Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses (en adelante, la Directiva del Ahorro), cuyo objetivo es el de garantizar la imposición activa de este tipo de rendimientos cuando sean percibidos por personas físicas, residentes en los Estados Miembros de la UE.

En particular, la citada Directiva pretende garantizar la imposición en el país de residencia de los individuos que obtienen las rentas, para lo cual es necesario que los países en donde se obtienen los rendimientos informen al Estado de residencia del perceptor de la obtención de las rentas.

Como medio para permitir la imposición efectiva de los pagos de intereses en el Estado Miembro en el que el beneficiario efectivo tiene su residencia fiscal se ha arbitrado un sistema de intercambio automático de información entre los Estados Miembros sobre las rentas que tengan la consideración de “intereses”.

Es necesario destacar que los flujos de información entre los países son independientes de las normativas en materia de fiscalidad de no residentes, y en algunos casos podrían existir rentas que, no estando sujetas a IRNR español, sí que estuviesen sujetas a los flujos de información. El motivo de esta dualidad de efectos está en que los objetivos de la Directiva del Ahorro y de la normativa del IRNR son diferentes. Por un lado la Directiva del Ahorro pretende que el país de residencia del perceptor pueda gravar las rentas obtenidas por sus residentes, por lo que necesita toda la información de las rentas obtenidas; por otro lado, el IRNR español únicamente grava las rentas sujetas a imposición en nuestro país, por lo que determinadas rentas que se han obtenido a través de intermediarios financieros españoles pero que no se consideran obtenidas en nuestro territorio al no estar sujetas a imposición en nuestro país caen fuera del ámbito de nuestra imposición directa.

Si bien la Directiva del Ahorro se limita a la fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses sobre créditos, la definición del concepto intereses incluida en la misma afecta a las IIC que mayoritariamente invierten su activo patrimonial en valores generadores de “intereses”.

La Directiva del Ahorro se transpuso al Derecho interno mediante la aprobación del Real Decreto 1778/2004 de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas residentes en la Unión Europea. Las obligaciones de información a las que se refiere la Directiva del

Ahorro, están contenidas en el artículo 13 y siguientes, y en lo que respecta a IIC las más relevantes son las siguientes.

#### 4.5.4.1 Rentas sujetas a información

De acuerdo con el artículo 14.1 estarán sujetos a información los intereses, definidos por remisión al artículo 23.2 de la Ley del IRPF vigente en 2004 (actual artículo 25.2 de la Ley del IRPF), esto es, rendimientos del capital mobiliario derivados de la cesión a terceros de capitales propios. Adicionalmente, están sujetas a obligación de información, entre otras rentas, los resultados distribuidos por las IIC reguladas en la Directiva 85/611 que deriven de dichos intereses (supuesto éste de muy difícil concreción práctica, y de remota existencia en nuestro actual mercado de IIC), y las rentas obtenidas en la transmisión o reembolso de IIC reguladas en la Directiva 85/611, cuando éstas hayan invertido directa o indirectamente por medio de otras entidades del mismo tipo, más de un 40 por ciento de sus activos en valores o créditos que generen intereses<sup>59</sup>.

Debe destacarse que, al contrario de lo que ocurre en el IRNR, las rentas obtenidas por residentes en otro Estado de la UE diferente de España, procedentes de una IIC acogida a la Directiva y comercializada en España, son objeto de comunicación, aún cuando no estén sujetas al IRNR español. El motivo de esta discrepancia está en el objetivo de la propia Directiva, que es informar a los Estados de residencia de las rentas obtenidas en los demás países, con lo cual no tendría sentido excluir ninguna renta que se obtuviese en el Estado en el que se obtienen las rentas.

A estos efectos, cuando no sea posible determinar el importe obtenido en la transmisión o reembolso, se tomará como tal el valor de transmisión o reembolso de las acciones o participaciones.

Si bien la Directiva del Ahorro no aclara el modo de cálculo del porcentaje del 40%, el Real Decreto 1774/2004 expresamente establece en el último párrafo del artículo 14.1 que “*el citado porcentaje se fijara con arreglo a la política de inversión que se derive de las normas o criterios sobre inversiones establecidos en el reglamento del fondo o en la escritura de constitución de la entidad de que se trate y, en su defecto, en función de la composición real de sus activos, considerándose a estos efectos la composición media de sus activos en el ejercicio anterior previo a la distribución de resultados o a la transmisión o reembolso*”.

Los obligados a suministrar esta información se corresponden prácticamente con los obligados a retener, esto es, en el caso de distribución de resultados lo será o bien la gestora o la comercializadora en caso de IIC extranjeras y, en el caso de transmisión o reembolso, la gestora, la sociedad de inversión o, en su caso, el intermediario financiero que intermedie la transmisión, para IIC españolas, y para

<sup>59</sup>Este porcentaje se reduce al 25% a partir de 1 de enero de 2011.

las extranjeras la entidad comercializadora o intermediario facultado para la comercialización.

En nuestra opinión, está normativa puede plantear alguna duda en cuanto a los ETF, dado que es probable que el *broker* desconozca la composición de activo de la IIC, por lo que se debería implantar un sistema de comunicación, para aquellos ETF que repliquen índices de renta fija y caigan dentro de las obligaciones de información.

#### **4.5.4.2 Régimen general: intercambio de información<sup>60</sup>**

##### **Comunicación de información por el agente pagador**

Cuando el beneficiario efectivo de intereses sea residente de un Estado Miembro distinto de España, la Directiva del Ahorro impone a este último la obligación de comunicar a la autoridad competente del Estado Miembro en el que esté establecido los siguientes datos: (i) la identidad y la residencia de la persona física percipiente de las rentas, (ii) el número de cuenta del perceptor de las rentas, (iii) la identificación del crédito que dé lugar a la renta, (iv) el importe de la renta y (v) en el caso de entidades sin personalidad jurídica, deberán comunicar el nombre y dirección de la entidad, así como el importe de las rentas<sup>61</sup>.

##### **Intercambio automático de información**

La Directiva impone a la autoridad competente del Estado Miembro del agente pagador comunicar, como mínimo una vez al año, en los seis meses siguientes al final del ejercicio fiscal del Estado Miembro del agente pagador, a la autoridad competente del Estado Miembro de residencia del beneficiario efectivo la información mencionada anteriormente.

##### **Disposiciones transitorias: retención en origen (Bélgica, Luxemburgo y Austria)**

Durante un período de transición, Bélgica, Luxemburgo y Austria<sup>62</sup> podrán absenterse de intercambiar información sobre los rendimientos del ahorro regulados en la Directiva del Ahorro si aplican a los mismos rendimientos un sistema de retención en origen en tanto no se cumplan determinadas circunstancias.

No obstante, la Directiva del Ahorro autoriza a estos tres Estados Miembros a recibir información de los otros Estados Miembros.

---

<sup>60</sup> Estas obligaciones de información se han transpuesto al ordenamiento español a través del Real Decreto 1778/2004.

<sup>61</sup> Esta información se debe suministrar a través del modelo 299 aprobado por la Orden EHA/2339/2005 de 13 de julio, que deberá presentarse anualmente en el mes de marzo por las personas jurídicas y demás entidades, incluidas las entidades en régimen de atribución de rentas, y las personas físicas que, en el ejercicio de su actividad económica, abonen o medien en el pago de las rentas objeto de información.

<sup>62</sup> Además de estos países, la Directiva impone obligaciones de información también respecto de residentes en países o territorios terceros que aplican un régimen similar al establecido para estos tres países, de tal forma que es necesario analizar cada uno de los Convenios firmados entre los Estados Miembros y cada uno de los territorios o países. En concreto, Andorra, Antillas Holandesas, Islas Vírgenes Británicas, Guernsey, Isla de Man, Jersey, Liechtenstein, Mónaco, San Marino, Suiza, Islas Turcas y Caicos.

En cuanto al sistema de retención en origen, la Directiva del Ahorro impone que cuando el beneficiario efectivo de los intereses sea residente de un Estado Miembro distinto de aquél en el que está establecido el agente pagador, Bélgica, Luxemburgo y Austria aplicarán una retención en origen del 15 por ciento durante los tres primeros años del período de transición, del 20 por ciento durante los tres años siguientes y del 35 por ciento posteriormente.

Por lo que se refiere a la participación en los ingresos, la Directiva impone a los Estados Miembros que aplican una retención en origen la obligación de conservar el 25 por ciento de sus ingresos y de transferir el 75 por ciento al Estado Miembro de residencia del beneficiario efectivo de los intereses<sup>63</sup>.

La Directiva también prevé la eliminación de toda situación de doble imposición, de modo que el Estado Miembro de residencia fiscal del beneficiario efectivo deberá procurar que se eliminen todas las dobles imposiciones que podrían resultar de la exacción de la retención en origen.

### **Casos que quedan fuera del amparo de la Directiva del Ahorro**

De acuerdo con lo anterior, en materia de IIC quedarían fuera de la comunicación al amparo de la Directiva del Ahorro los siguientes:

- Inversión directa e indirecta (a través de IIC) en deuda negociable, que haya sido emitida originariamente antes del 1 de marzo de 2001 o cuyos folletos de emisión de origen hayan sido aprobados antes de esa fecha: quedan exceptuadas de la obligación de información, bajo determinadas condiciones, hasta el 31 de diciembre de 2010.
- Rentas derivadas de la transmisión o reembolso de IIC españolas no financieras: quedan exceptuadas de la obligación de información.
- Rentas derivadas de la transmisión o reembolso de IIC extranjeras, establecidas en el territorio de la UE y no armonizadas: quedan exceptuadas de la obligación de información.
- Rentas derivadas de la transmisión o reembolso de (i) IIC financieras españolas armonizadas, (ii) IIC extranjeras establecidas en el territorio de la UE

<sup>63</sup> La Directiva establece excepciones al régimen de retención a cuenta, permitiendo que los beneficiarios efectivos puedan solicitar la exención de la retención. Para ello los Estados Miembros que deban practicar la retención a cuenta durante el período transitorio y con las especialidades vistas, deberán establecer uno de los dos procedimientos siguientes:

• Autorización expresa del beneficiario efectivo al agente pagador para que facilite información, que abarcará todos los intereses que dicho agente abone al beneficiario efectivo. De esta forma se pasará a aplicar el intercambio automático de información entre la autoridad competente del Estado Miembro del agente pagador y la autoridad competente del Estado Miembro de residencia del beneficiario efectivo, en las condiciones vistas anteriormente.

• Remisión al agente pagador por parte del beneficiario efectivo de un certificado expedido a su nombre por la autoridad competente del Estado Miembro de residencia, que recoja: (i) el nombre, la dirección y el número de identificación fiscal o de otro tipo o, en su defecto, la fecha y el lugar de nacimiento del beneficiario efectivo; (ii) el nombre y la dirección del agente pagador y (iii) el número de cuenta del beneficiario efectivo o, en su defecto, la identificación del crédito.

Este certificado tendrá una validez máxima de tres años y deberá expedirse por la autoridad competente del Estado Miembro de residencia del beneficiario efectivo a petición de éste y en un plazo de dos meses desde su solicitud.

armonizadas, que hayan invertido directa o indirectamente en activos financieros de renta fija en menos de un 40 por ciento.

#### **4.6 IMPUESTO SOBRE EL PATRIMONIO (IP)**

El IP grava el patrimonio neto de las personas físicas, entendido éste como el conjunto de bienes y derechos de contenido económico, minorado por las cargas y gravámenes que disminuyan su valor y por las deudas y obligaciones de las que deba responder el sujeto pasivo.

Las acciones y participaciones en IIC quedan, por tanto, sometidas a este Impuesto, en tanto que representan el valor de una inversión financiera, con el correspondiente contenido económico que la misma tenga.

A efectos de cálculo de la base imponible del citado Impuesto, las acciones y participaciones de IIC deben ser objeto de valoración, por así preverlo expresamente el artículo 16.Dos de la Ley 19/1991, de 9 de junio, del IP (en adelante, Ley del IP), por el “*(...) valor liquidativo en la fecha de devengo del Impuesto, valorando los activos incluidos en balance de acuerdo con las normas que se recogen en su legislación específica y siendo deducibles las obligaciones con terceros*”.

Cabe apreciar por lo tanto una regla general para todas las IIC, que por ejemplo en el caso de las SICAV las aparta de la regla valorativa de empresas no cotizadas.

La normativa del IP contiene una mención específica para las IIC, concretamente en el artículo 4 del Real Decreto 1704/1999, de 5 de noviembre, por el que se determinan los requisitos y condiciones de las actividades empresariales y profesionales y de las participaciones en entidades para la aplicación de la exención recogida en el artículo 4.Ocho.2 de la Ley del IP.

Concretamente, la norma citada excluye la posibilidad de considerar exenta la participación directa en instituciones de inversión colectiva, independientemente de cualquier juicio que se realice respecto a su composición o actividad. Por esta razón, la optimización fiscal en el IP precisa la localización de estas entidades a ulteriores niveles de tributación, si bien la normativa aplicable a partir de 1 de enero de 2007 restringe el ámbito de actuación en este campo.

Otra particularidad relevante que ha de aludirse siempre que se trata de la tributación en el IP de las IIC es la problemática relativa al límite de la cuota íntegra de este impuesto conjuntamente con las cuotas del IRPF. En este sentido, el artículo 31 de la Ley del IP establece un límite del 60 por ciento que no puede ser superado por la cuota agregada del IRPF y del IP, respecto a la suma de las bases imponibles general y del ahorro del IRPF. Si se supera esta referencia, se reducirá la cuota del IP hasta alcanzar el límite indicado, sin que la reducción pueda exceder del 80 por ciento de dicha cuota.

Un ejemplo ayudará a situar esta cuestión.

Si una persona física tiene una base imponible del IRPF (general y del ahorro) de 1.000 y la cuota del IRPF es de 400 y del IP es de 300, el pago de la cuota del IP se reduce a 200.

Si en el ejemplo anterior el patrimonio fuese mucho mayor, y frente a la cuota de IRPF de 400 existiese una cuota de IP de 1.500, la reducción de la cuota de IP sería de 1.200, y pagaría por tanto impuestos por 700.

Ante esta problemática tributaria, propia de contribuyentes de alto nivel patrimonial, la inversión en IIC plantea dos consideraciones favorables.

En primer lugar, no se ve afectada por la limitación que obliga a excluir de la cuota del IP susceptible de reducción a la parte que corresponda a elementos que no sean susceptibles de producir los rendimientos gravados por la Ley del IRPF. En este sentido, la capacidad de distribuir resultados por parte de las IIC es el argumento que sirve para solventar esta limitación.

Más relevante que lo anterior, resulta la exclusión de la base del ahorro del IRPF, para computar el límite de tributación del 60 por ciento, en la parte de la misma que se corresponda al saldo positivo de las ganancias y pérdidas obtenidas por las transmisiones de elementos patrimoniales adquiridos con más de un año de antelación a la fecha de transmisión, así como de la parte de la cuota íntegra del IRPF correspondiente a esta base. Esto produce un efecto muy ventajoso para los contribuyentes afectados por la norma, ya que la tributación de estas rentas queda gravada por el tipo del 18 por ciento, en lugar del 60 por ciento que puede alcanzarse en otras tipologías de rentas.

Retomando el primero de los ejemplos apuntados, el de la persona física que tiene una base imponible del IRPF (general y del ahorro) de 1.000 y la cuota del IRPF es de 400 y del IP es de 300. Si entendemos que la base del ahorro consistente en ganancias patrimoniales netas generadas a plazo superior al año es de 100, y la cuota derivada de la misma es de 18, la tributación máxima por IRPF e IP sería de 558 ( $900 \times 0,6 + 18$ ), con lo que el pago de IP se reduciría a 176 ( $558 - 400 + 18$ ).

Por lo explicado anteriormente, este tipo de contribuyentes de alto nivel patrimonial encuentra una solución financiera óptima para su problemática fiscal invirtiendo en IIC de modo que las ganancias patrimoniales derivadas de sus desinversiones se generen a plazo superior a un año. Este efecto no se consigue con instrumentos generadores de rendimientos del capital mobiliario, como intereses, dividendos o seguros de ahorro.

Como beneficio fiscal específico, si bien de aplicación territorial restringida a los residentes en Ceuta o Melilla con respecto a las inversiones en IIC domiciliadas e inscritas en Ceuta y Melilla, puede citarse la contestación de la DGT de 22-11-2005 (nº V2350-05), según la cual las personas físicas residentes en Ceuta que sean titulares de participaciones en el capital de una SICAV con domicilio social e inscripción registral en dicha ciudad tendrán derecho a la bonificación prevista en el artí-

culo 33.uno de la Ley del IP, bonificación equivalente al 75 por 100 de la parte de la cuota que proporcionalmente corresponda a las participaciones en la SICAV.

#### **4.7 IMPUESTO SOBRE TRANSMISIONES PATRIMONIALES Y ACTOS JURÍDICOS DOCUMENTADOS (ITP y AJD)**

Las IIC, como instrumento jurídico que permite la canalización del ahorro hacia fórmulas de inversión colectiva y profesionalizada, ha contado desde sus orígenes con distintos incentivos fiscales tendentes a reducir o eliminar los costes tributarios vinculados a su creación y posterior desarrollo o reestructuración.

Desde que el 29 de diciembre de 1958 se publicara en el BOE la Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre régimen jurídico fiscal de las sociedades de inversiónmobiliaria, las diferentes normas que sucesivamente han regulado el tratamiento fiscal de las IIC han contemplado beneficios fiscales que, en lo que se refiere a la imposición indirecta, trataban de atenuar la tributación de determinados hechos jurídicos asociados, por ejemplo, a la emisión y negociación de sus acciones o participaciones, a la constitución de las entidades y sus posteriores ampliaciones de capital, fusiones, transformaciones, etc. Unas veces estos incentivos fiscales adoptaban la forma de exención fiscal y otras adoptaban la forma de bonificación porcentual en la cuota.

En la actualidad, tanto la vigente LIIC y su reglamento de desarrollo como la normativa reguladora del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (en adelante, ITP y AJD) regulan un conjunto de incentivos fiscales que reducen o eliminan el gravamen por este Impuesto para determinadas operaciones que afectan o en las que intervienen las IIC.

A continuación se exponen los beneficios fiscales que actualmente existen para cada una de las distintas modalidades de gravamen del ITP y AJD (Transmisiones Patrimoniales Onerosas, Operaciones Societarias y Actos Jurídicos Documentados) en aquello que afecta a la operativa de las IIC, sobre la base de la regulación contenida en el texto refundido de la Ley del ITP y AJD, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre y en su Reglamento de desarrollo, aprobado por el Real Decreto 828/1998, de 29 de mayo.

El apartado 20 del artículo 45.I.B) del texto refundido de la Ley del ITP y AJD es el que agrupa el conjunto de beneficios fiscales para las IIC en sus diferentes modalidades de gravamen. La redacción vigente<sup>64</sup> de este precepto dispone lo siguiente:

*“1. Las operaciones de constitución, aumento de capital, fusión y escisión de las sociedades de inversión de capital variable reguladas en la Ley de IIC, así como las aportaciones no dinerarias a dichas entidades, quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.*

---

<sup>64</sup> Inicialmente otorgada por la Ley de IIC y posteriormente modificada, con efectos desde el 20 de noviembre de 2005, por la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad.

*2. Los fondos de inversión de carácter financiero regulados en la ley citada anteriormente gozarán de exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados con el mismo alcance establecido en el apartado anterior.*

*3. Las IIC inmobiliarias reguladas en la ley citada anteriormente que, con el carácter de IIC no financieras, tengan por objeto social exclusivo la adquisición y la promoción, incluyendo la compra de terrenos, de cualquier tipo de inmueble de naturaleza urbana para su arrendamiento, siempre que, además, las viviendas, las residencias estudiantiles y las residencias de la tercera edad, en los términos que reglamentariamente se establezcan, representen conjuntamente, al menos el 50 por ciento del total del activo, tendrán el mismo régimen de tributación que el previsto en los dos apartados anteriores.*

*Del mismo modo, dichas instituciones gozarán de una bonificación del 95 por ciento de la cuota de este impuesto por la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento y por la adquisición de terrenos para la promoción de viviendas destinadas al arrendamiento, siempre que, en ambos casos, cumplan los requisitos específicos sobre mantenimiento de los inmuebles establecidos en las letras c) y d) del artículo 28.5 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, salvo que, con carácter excepcional, medie la autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”*

## **4.7.1 Modalidad de Operaciones Societarias**

Las operaciones de las IIC que gozan de exención fiscal en la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD son las que se exponen a continuación.

### **4.7.1.1 Constitución y aumento de capital**

Esta primera exención recae sobre las operaciones jurídicas que determinen la primera puesta en circulación de las acciones o participaciones de IIC (operaciones de constitución de sociedades o de fondos) así como las posteriores emisiones de nuevas acciones o participaciones (ampliaciones del capital social o del fondo patrimonial en el caso de fondos de inversión).

Ha de advertirse que gozan de la exención las operaciones que den lugar a la puesta en circulación de acciones o participaciones y que, en consecuencia, supongan una variación de la cifra de capital (sociedades de inversión) o del fondo patrimonial (fondos de inversión).

En el caso particular de la constitución y aumento de capital de las IIC de naturaleza inmobiliaria que cumplen los requisitos del apartado 3 del precepto transitorio<sup>65</sup>, los apartados 3 y 4 del artículo 88.I.B) 18. del Reglamento del ITP y AJD supe-

<sup>65</sup> Extensible también a las operaciones de fusión, escisión y aportaciones no dinerarias de IIC inmobiliarias.

ditan la efectiva ausencia de gravamen por la modalidad de Operaciones Societarias al cumplimiento adicional de una doble condición:

- (i) Que los inmuebles recibidos por la IIC en su constitución no se enajenen hasta que no hayan transcurrido al menos tres años desde la fecha de constitución.
- (ii) Que dentro de los dos años siguientes a la fecha de inscripción de la SII en el Registro administrativo especial de la CNMV, se cumpla el requisito de que las viviendas, residencias estudiantiles y residencias de la tercera edad de la SII representen conjuntamente, al menos, el 50% del total de su patrimonio<sup>66</sup>.

#### **4.7.1.2 Fusión y escisión de las IIC reguladas en la LIIC**

El alcance de esta exención, prevista para las operaciones de fusión y escisión de IIC, tanto sociedades como fondos de inversión, ha de delimitarse de conformidad con lo previsto por los artículos 26 y 27 de la LIIC, preceptos en los que se regulan las citadas operaciones.

En el caso de las fusiones, el apartado 2 del artículo 26 dispone que las mismas sólo podrán realizarse entre instituciones de la misma clase y que podrán consistir en una fusión por absorción o en una fusión por constitución de nueva entidad.

De acuerdo con este precepto, podrán beneficiarse de la exención las siguientes operaciones de reestructuración de IIC:

- Absorción de un fondo de inversión financiero por una SICAV.
- Absorción de una SICAV por un fondo de inversión financiero.
- Absorción de un fondo de inversión inmobiliario por una sociedad de inversión inmobiliaria.
- Fusión de dos SICAV para la creación de una nueva SICAV.
- Fusión de dos fondos de inversión financieros para la creación de un nuevo fondo de inversión financiero.
- Fusión de dos fondos de inversión inmobiliaria para la creación de un nuevo fondo de inversión inmobiliaria.
- Fusión de dos sociedades de inversión inmobiliaria para la creación de una nueva sociedad de inversión inmobiliaria.
- Fusión de un fondo de inversión inmobiliaria y una sociedad de inversión inmobiliaria.

---

<sup>66</sup>A estos efectos, el apartado 4 del citado precepto dispone que el cómputo del coeficiente del 50% mínimo de inversión en viviendas y en residencias estudiantiles y de la tercera edad se realizará atendiendo a lo previsto por los apartados 1, 2, 3 y 5 de la Disposición Adicional primera del Reglamento de desarrollo del texto refundido de la Ley del IS.

Quedarían, por tanto, fuera de la exención regulada en este precepto aquellas operaciones en cuya virtud se fusionen una IIC financiera con una IIC inmobiliaria y las fusiones por creación en las que intervengan un fondo de inversión financiero y una SICAV o en las que intervenga un fondo de inversión inmobiliario y una sociedad de inversión inmobiliaria. Asimismo, quedarían también teóricamente fuera de esta exención las operaciones en las que interviniéran IIC y otras entidades mercantiles no reguladas y no sometidas a la supervisión de la CNMV.

En lo que afecta a las operaciones de escisión, el artículo 27 de la LIIC admite mayor flexibilidad que en el caso de las fusiones, al permitir las escisiones totales o parciales de “*(...) las entidades acogidas al estatuto de las IIC (...)*”.

De ello se puede extraer la conclusión de que, en principio, cualquier operación de escisión en la que intervenga una IIC, aunque también intervengan otras entidades mercantiles no sometidas a la supervisión de la CNMV, podrá quedar exenta de la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD, si bien ha de indicarse que cuando la entidad beneficiaria de la escisión sea una IIC no se podrá desvirtuar su carácter o su naturaleza jurídica ni tampoco el resultado de la fusión podrá determinar que se incumplan los requisitos y obligaciones específicos de la clase de IIC de que se trate.

#### **4.7.1.3 Aportaciones no dinerarias a las IIC**

En la práctica, las aportaciones no dinerarias que realicen los accionistas o partícipes en la constitución o ampliación del capital o los fondos propios de una IIC será simplemente una operación no sujeta al ITP y AJD, modalidad Transmisiones Patrimoniales Onerosas, por tratarse de un gravamen incompatible y secundario respecto del gravamen que recae sobre la propia constitución o ampliación del capital o los fondos propios, que tributará por la modalidad de Operaciones Societarias.

En consecuencia, la posible aplicación de esta exención tendrá lugar en aquellas ocasiones en las que la aportación no dineraria se manifieste en relación con una operación mercantil societaria que no determine un aumento de la cifra de capital social o de los fondos propios de la IIC, como sucede, por ejemplo, con las aportaciones de los socios para la reposición de pérdidas a que se refiere el artículo 25.2 del texto refundido de la Ley del ITP y AJD.

#### **4.7.1.4 Otras operaciones**

Fuera de los supuestos de hecho que se han descrito, para los que el texto refundido de la Ley del ITP y AJD reconoce una exención fiscal, existen otras operaciones habituales de las IIC cuya tributación por el ITP y AJD en su modalidad de operaciones societarias es preciso analizar.

Una de ellas consiste en las operaciones de transformación, operaciones en las que una entidad cambia su forma jurídica por otra distinta sin que por ello se pro-

duzca una alteración del importe de su cifra de capital o fondo patrimonial. En estos casos nos encontramos con operaciones que simplemente no están sujetas a tributación por la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD. En el campo de las IIC, quedarían amparadas en esta no sujeción fiscal las operaciones a que se refiere el artículo 25 de la LIIC, que contempla de manera específica las siguientes:

- Transformaciones de sociedades de inversión acogidas al estatuto propio de las IIC en sociedades que no posean dicho estatuto.
- Transformaciones de sociedades anónimas en sociedades de inversión acogidas al estatuto propio de las IIC.
- Transformaciones de IIC que tengan la misma forma jurídica, presupuesto que en puridad no es una verdadera “transformación”, sino una conversión de su estatuto como IIC, dado que no se altera la forma jurídica de la entidad.
- Transformación de un fondo de inversión mobiliaria en un fondo de inversión inmobiliaria.
- Transformación de una SICAV en una sociedad de inversión inmobiliaria.
- Transformación de una SICAV en un fondo de inversión, y viceversa.

En lo que afecta a las operaciones de reducción de capital, las mismas no se encuentran previstas entre los supuestos a los que el legislador concede el beneficio de la exención fiscal, de modo que en estos casos surgirá, en principio, un coste fiscal equivalente al 1% del valor real de los bienes y derechos adjudicados a los accionistas o partícipes, sin deducción de gastos ni deudas. Dicho coste fiscal recaerá sobre los accionistas o partícipes de la IIC, como sujetos pasivos de esta modalidad de tributación en las reducciones de capital.

Así sucederá, por ejemplo, en las reducciones de capital con amortización de acciones o con reducción de su valor nominal y también en las reducciones de capital con devolución de aportaciones a los socios.

No obstante, hemos de insistir en que la tributación se producirá “en principio”, ya que la misma únicamente cabe predicarse, siguiendo la doctrina plasmada por el Tribunal Supremo en sus sentencias de fecha 3 de noviembre de 1997, cuando la reducción de capital dé lugar a un traslado patrimonial a favor de los socios, circunstancia que no se producirá (y, por tanto, no determinará tributación por esta modalidad de gravamen), en los siguientes casos, que han de asimilarse a supuestos de no sujeción por la modalidad de gravamen de Operaciones Societarias:

- Reducciones de capital por compra de acciones propias para su amortización.
- Reducciones de capital por compra de acciones propias para dar contrapartida a los accionistas, operación típica de la operativa habitual de las SICAV.

- Reducciones de capital para el re establecimiento del equilibrio patrimonial de la IIC.
- Reducciones de capital que no determinen amortización de acciones o disminución del valor nominal.

Por último, ha de señalarse que las operaciones de disolución de una IIC quedarán sometidas a tributación por la modalidad de Operaciones Societarias por un importe igual al resultado de aplicar el 1% sobre el valor real de los bienes y derechos adjudicados a los accionistas o partícipes, sin deducción de gastos ni deudas, teniendo la condición de sujeto pasivo los propios accionistas o partícipes.

## 4.7.2 Modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas

### 4.7.2.1 Transmisiones de acciones o participaciones de IIC

La modalidad de gravamen Transmisiones Patrimoniales Onerosas del ITP y AJD recae, como regla general, sobre las transmisiones onerosas por actos inter-vivos de toda clase de bienes y derechos que integren el patrimonio de las personas físicas o jurídicas.

De acuerdo con ello, las transmisiones de acciones o participaciones de IIC serían, en principio, operaciones sujetas a la citada modalidad de gravamen.

Sin embargo, ya se ha comentado que estas operaciones de transmisión no pueden quedar sujetas a tributación cuando formen parte de una operación societaria que a su vez quede sujeta a tributación por la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD, merced al carácter incompatible y secundario del gravamen por Transmisiones Patrimoniales Onerosas respecto al de Operaciones Societarias.

Y lo mismo sucede, de conformidad con lo previsto por el artículo 7.5 del texto refundido de la Ley del ITP y AJD, cuando las transmisiones de las acciones o participaciones de IIC sean efectuadas por empresarios o profesionales en el ejercicio de su actividad empresarial o profesional y, en todo caso, cuando se encuentren sujetas al IVA.

En ambos casos, las transmisiones de acciones o participaciones en IIC quedarán simplemente no sujetas a la modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas del ITP y AJD y, en consecuencia, únicamente quedarán sujetas a esta modalidad de gravamen las transmisiones que no formen parte de una Operación Societaria sujeta a tributación y las que no queden sujetas al IVA.

Llegados a este punto, las operaciones de transmisión de las acciones o participaciones de IIC tributarán por la modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas del ITP y AJD salvo que, como es el caso, se pueda aplicar alguno de los supuestos de exención regulados en el texto refundido del Ley del ITP y AJD. En este sentido, ha de señalarse que en materia de exenciones el apartado 9 del artículo 45.I.B) del texto refundido de la Ley del ITP y AJD dispone que estarán exentas “(...) *las trans-*

*misiones de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial, de conformidad con lo establecido en el artículo 108 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”.*

Por tanto, las transmisiones de acciones o participaciones de IIC quedarán exentas de tributación si las mismas tienen la consideración mercantil de “valores”, cuestión a la que debe responderse afirmativamente a la luz de lo previsto por el artículo 7.1 de la propia LIIC, que les atribuye expresamente dicha consideración<sup>67</sup>.

No obstante, conviene recordar que si las citadas transmisiones lo son de valores de IIC cuyo activo esté compuesto al menos en un 50 por 100 por inmuebles situados en territorio español, y se adquiere una participación de control superior al 50%, entonces resultarían aplicables las excepciones a la exención que se regulan en el apartado 2 del artículo 108 de la LMV, y habría de quedar la transmisión sujeta a tributación por la Modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas, a un tipo del 6%, si bien la mayoría de las Comunidades Autónomas tienen aprobados tipos de gravamen del 7%.

Esta situación adquiere especial relevancia en el caso de las IIC inmobiliarias pues, al disponer de un activo patrimonial integrado en más de un 50 por 100 por bienes inmuebles, tal circunstancia determinará que la transmisión de sus acciones o participaciones quede sometida al gravamen por la modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas por aplicación del citado artículo 108.2 de la LMV.

La aplicación del artículo 108 de la LMV en este caso tan particular de las IIC inmobiliarias en las que se tomase una participación de al menos un 50 por ciento resulta ciertamente severo, dado que el gravamen encontraría su justificación en un precepto cuya finalidad es evitar la elusión del gravamen indirecto que recae sobre las transmisiones de bienes inmuebles en el ITP y AJD mediante la transmisión de valores representativos del capital de entidades de sustrato inmobiliario. El hecho de que las IIC inmobiliarias deban tener integrado su activo patrimonial por bienes inmuebles para poder desarrollar su objeto social específico debería ser motivo suficiente para excluir cualquier punto de conexión con la norma anti-abuso regulada en el artículo 108.2 de la LMV. En las IIC inmobiliarias carece de lógica pensar que existe una voluntad de los accionistas o partícipes de eludir el gravamen por Transmisiones Patrimoniales Onerosas que pesaría teóricamente sobre las transmisiones de los inmuebles de la IIC en el caso de no existir ésta. Los inmuebles son propiedad de la IIC para desarrollar una actividad económica cierta, regulada y supervisada, y no tiene sentido aplicar el rigor literal del artículo 108.2 de la LMV.

Como apoyo a esta línea argumental ha de citarse la Resolución del Tribunal Económico Administrativo Central (TEAC) de 15-07-2004 (R.G. 7054/2003) en la

<sup>67</sup>Al respecto cabe citar la contestación a consulta tributaria de la DGT de 23 de julio de 1997 (nº 1687-97), que ya confirmó la aplicación de la exención del artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores a las transmisiones de participaciones en fondos de inversión sobre la base de su consideración como valores negociables por el artículo 12.2 del antiguo Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprobó el Reglamento de la anterior Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

que sobre la base del respeto al principio de empresa en funcionamiento se afirma la exención de la transmisión de las acciones de una entidad cuando los inmuebles que integran su activo (que representan más del 50 por 100) son los elementos patrimoniales en los que irremediablemente se sustenta la actividad de la entidad. En estos casos, el TEAC considera que existe una verdadera transmisión de acciones de una empresa en funcionamiento (exenta, por tanto de tributación) en lugar de una transmisión inmobiliaria encubierta que deba tributar. Se trata, como afirma el TEAC, de atemperar el rigor del artículo 108.2 de la LMV con el fin de no atentar contra su propio espíritu y finalidad.

#### **4.7.2.2 Reembolsos de participaciones de fondos de inversión**

Frente a la transmisión de las acciones o participaciones de IIC, la figura del reembolso de IIC, únicamente aplicable a los fondos de inversión, es una figura jurídica que se aleja del concepto de “transmisión” y, por tanto, de la modalidad de gravamen Transmisiones Patrimoniales Onerosas, y se acerca más a la figura de la reducción de capital, ya que representa una reducción del patrimonio del fondo como consecuencia de las órdenes de liquidación de las participaciones de los inversores.

Aunque pudiera plantearse la duda de si concurre la realización del hecho imponible de la modalidad de Operaciones Societarias, lo razonable es que estas operaciones, tan habituales en los fondos de inversión, queden ajena a esta figura impositiva, como realmente ocurre en la práctica.

#### **4.7.2.3 Tributación de las transmisiones de los elementos patrimoniales que integran el activo de las IIC**

Junto al régimen fiscal aplicable en el ITP y AJD a las transmisiones y reembolsos de las acciones representativas del capital o el patrimonio de las IIC, interesa también efectuar un breve análisis de la tributación que correspondería por este Impuesto a las adquisiciones o transmisiones que las propias IIC realicen de los elementos patrimoniales que integran su activo patrimonial.

En el caso de las IIC de naturaleza financiera, la cuestión ha de resolverse, como regla general, por la exención en la modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas del ITP y AJD dado que la mayoría de las adquisiciones y transmisiones lo serán de “valores”, y las mismas, salvo para las excepciones ya comentadas que recoge el apartado 2 del artículo 108 de la LMV, se encuentran exentas de tributación por así preverlo el apartado 9 del artículo 45.I.B) del texto refundido de la Ley del ITP y AJD.

Sin embargo, en el caso de las adquisiciones y transmisiones de activos por parte de las IIC de naturaleza no financiera (sociedades y fondos de inversión inmobiliaria) el gravamen por la modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas o bien del IVA será lo habitual, ya que el objeto de las mismas lo constituyen bienes inmuebles o derechos sobre los mismos. Por tanto, cuando se produzca una adquisición de un inmueble por parte de una IIC de naturaleza inmobiliaria se realizará

el hecho imponible Transmisiones Patrimoniales Onerosas y, en principio, existirá un coste fiscal para la IIC adquirente igual al 6% del valor real del inmueble, si bien ya se ha dicho que la mayoría de las Comunidades Autónomas tienen aprobados tipos de gravamen del 7%.

No obstante, este coste fiscal queda prácticamente anulado por la bonificación del 95% regulada en el párrafo segundo del apartado 3 del artículo 45.I.B) 20 del texto refundido de la Ley del ITP y AJD. De acuerdo con dicho párrafo, las IIC inmobiliarias que cumplan los requisitos que habilitan para la aplicación de la exención en la modalidad de Operaciones Societarias podrán también aplicar una bonificación del 95% de la cuota del ITP y AJD que grava las siguientes operaciones:

- Las adquisiciones de viviendas destinadas al arrendamiento, siempre que las mismas no se enajenen hasta que no hayan transcurrido al menos tres años desde su adquisición, salvo que con carácter excepcional medie la autorización expresa de la CNMV.
- Las adquisiciones de terrenos para la promoción de viviendas destinadas al arrendamiento, siempre que las mismas permanezcan arrendadas u ofrecidas en arrendamiento por la IIC durante un período mínimo de siete años contados a partir de la fecha de terminación de su construcción.

#### **4.7.3 Modalidad de Actos Jurídicos Documentados**

La modalidad Actos Jurídicos Documentados del ITP y AJD es un gravamen documental que recae sobre tres categorías de documentos: documentos notariales, mercantiles y administrativos. De ellos se analiza en el presente epígrafe el primero, documentos notariales, por ser el que con mayor frecuencia afecta a la operativa habitual de las IIC.

Para que un documento quede sujeto a la cuota gradual de la modalidad de Actos Jurídicos Documentados-Documento Notarial es preciso que se verifique el cumplimiento de cuatro requisitos:

- (a) Que el documento sea primera copia de escritura pública o acta notarial.
- (b) Que tenga por objeto cantidad o cosa valiosa.
- (c) Que el acto o contrato que contenga sea susceptible de inscripción en el Registro de la Propiedad, en el Registro Mercantil, en el Registro de la Propiedad Industrial o en el Registro de Bienes Muebles.
- (d) Que el contenido de la escritura pública o el acta notarial no quede sujeto al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones o a las modalidades de gravamen de Transmisiones Patrimoniales Onerosas u Operaciones Societarias del ITP y AJD.

De conformidad con lo expuesto quedarían sujetas a tributación por este concepto las escrituras públicas que documenten las operaciones societarias de una IIC que

no queden sujetas a la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD. Sería el caso de las operaciones de reducción de capital que no determinen un desplazamiento patrimonial a los accionistas o partícipes, como sucedería en las reducciones de capital de las SICAV para adecuar la cifra de capital al efectivamente desembolsado o la reducción de capital estatutario máximo en virtud de la cancelación de acciones no suscritas o no desembolsadas, si bien en estos casos, debe acudirse al apartado 4 del artículo 75 del Reglamento del ITP y AJD que establece la no sujeción a la cuota gradual de la modalidad Actos Jurídicos Documentados-Documento Notarial.

Tampoco quedarán sujetas a tributación las escrituras que documenten las operaciones de transformación de las IIC, al tratarse de operaciones que no tienen cantidad o cosa valiosa (Vid. Sentencias del Tribunal Supremo de 3 de noviembre de 1997).

Como supuesto específico de sujeción a la modalidad Actos Jurídicos Documentados-Documento Notarial debe señalarse el consistente en las adquisiciones de bienes que realicen las IIC (especialmente las IIC de naturaleza inmobiliaria) a empresarios o profesionales que sean sujetos pasivos de IVA, siempre que dichas adquisiciones queden sujetas a tributación por dicho impuesto.

## 4.8 ANÁLISIS COMPARADO DE LA TRIBUTACIÓN DE LAS IIC

En este apartado se desarrolla muy brevemente un estudio de la fiscalidad aplicable a las IIC en los países de nuestro entorno. Dado el carácter de la presente obra, no se profundiza en el análisis de cada una de las jurisdicciones sino que simplemente mencionamos sus características principales, siguiendo la obra publicada en 2005 por la Fundación INVERCO titulada “La Fiscalidad del ahorro en Europa”.

Entre las jurisdicciones para seleccionar es interesante comentar, por un lado, aquellas jurisdicciones “generadoras” de IIC que se comercializan en España, tales como Irlanda y Luxemburgo y, por otro, aquellas jurisdicciones análogas a la española y con las que tenemos mayor interacción, esto es, Francia, Alemania, Italia y el Reino Unido.

### 4.8.1 Irlanda

En general las IIC no tributan en Irlanda, y no están sometidas a imposición directa, con lo cual la tributación se sitúa exclusivamente al nivel del partícipe, con un tratamiento común al de los dividendos y plusvalías de naturalezamobiliaria.

En determinados casos, la IIC está obligada a retener cuando concurren una serie de hechos tributables (“*chargeable events*”), respecto a participaciones titularidad de inversores irlandeses diferentes de determinados inversores cualificados. De acuerdo con lo anterior, no existirá un “*chargeable event*” respecto a inversores no

residentes en Irlanda, que no soportarán impuestos ni al nivel de la IIC ni a su nivel personal.

Se consideran “*chargeable events*” los siguientes:

- Reparto de rendimientos o incrementos de patrimonio al menos una vez al año.
- Cualquier otro pago, incluido la transmisión o reembolsos de acciones.
- Traspaso de participaciones (salvo determinadas operaciones de IIC por compartimentos).

El tipo de retención varía dependiendo de la naturaleza del hecho imponible, si bien en principio las distribuciones tributan al tipo estándar de renta, 20%, y para otros pagos, tales como los procedentes de la transmisión o reembolso se tributaría un 3% adicional, esto es un 23%.

Los partícipes irlandeses no exentos tributan al tipo básico del 20% más un 3% en caso de incrementos de patrimonio.

#### **4.8.2 Luxemburgo**

Las IIC luxemburguesas están exentas del IS, siendo los únicos tributos que soporan el llamado “*impuesto de aportación*”, que asciende a 1.250 euros pagables en el momento de la constitución, y el “*impuesto de registro*”, basado en el valor liquidativo de la IIC en cada trimestre y que se paga al final de cada trimestre, siendo el tipo impositivo el 0,05%, excepto algunas figuras que aplican un tipo impositivo inferior (0,01% para fondos de activos monetarios)

Respecto a los inversores en general, y sin perjuicio de la aplicación de la Directiva del Ahorro, no hay retención en las rentas procedentes de transmisiones de IIC realizadas por no residentes y los residentes tributan únicamente por la recepción de dividendos o en la transmisión o reembolso, estableciéndose un tratamiento general para incrementos de patrimonio consistente en que sólo tributan si su período de generación es inferior a seis meses, o si el socio o partícipe poseyó más de un 10 por ciento de la IIC en los últimos 5 años.

#### **4.8.3 Alemania**

Las IIC están exentas de tributación en Alemania, de modo que el gravamen se produce en los partícipes y accionistas como si ellos hubieran recibido directamente los rendimientos de las inversiones.

Por lo tanto, los socios o partícipes tributan de acuerdo con el origen de la renta.

El partícipe o accionista no tributa por las plusvalías si reembolsa las participaciones o acciones en la IIC transcurrido al menos un año desde su adquisición, siempre que no exista una toma de participación relevante (las plusvalías a plazo inferior a un año sólo tributan cuando superen un determinado importe, y tributan con

una reducción del 50 por ciento. Adicionalmente, los incrementos de patrimonio generados por la IIC no están gravados y, por tanto no se imputan al socio o partícipe cuando se generen en la IIC.

Los rendimientos del capital mobiliario percibidos por la IIC están sujetos a tributación a nivel de sus socios, si bien en el caso de los dividendos sólo se grava el 50%; las empresas alemanas pagan un impuesto de salida del 25% cuando reparten dividendos, de modo que la IIC recibe el 75% del bruto, lo cual no otorga ningún crédito fiscal ni para la IIC ni para el partícipe o accionista, pero constituye el impuesto final.

Los intereses, nacionales o extranjeros, están sujetos a un impuesto a cuenta del 30% que ingresa la IIC o el depositario.

#### **4.8.4 Francia**

Las IIC no tributan en el IS. La única excepción se encuentra en los Fondos (*Fonds Commun de Placement*) en los que una persona física tenga una participación superior al 10%, en cuyo caso, se tributa por plusvalías.

Los incrementos de patrimonio derivados de la transmisión o reembolso de IIC tributan al tipo fijo del 16% (más el 10% de impuestos sociales), con un mínimo exento global de 15.000 euros.

Se tributa por los dividendos de acuerdo con la escala de gravamen: el partícipe se beneficia de los créditos fiscales que puedan corresponder a la IIC por los dividendos pagados por empresas francesas. A partir de 2005, el gravamen se aplica sobre la mitad del importe de los dividendos. Están exentos hasta 1.220 euros por contribuyente y se concede un crédito fiscal de hasta 115 euros.

Adicionalmente, existe un régimen especial denominado *Plan d'Epargne en Actions –PEA–* que permite incluir en el mismo a las IIC que cumplan determinados requisitos, y que constituye un patrimonio financiero limitado cuantitativamente que ha de mantenerse durante ocho años, gracias a lo cual sus rendimientos quedan fiscalmente exonerados.

#### **4.8.5 Italia**

Las IIC están sujetas a un impuesto específico con un tipo del 12,5% que se aplica a la totalidad de la renta obtenida por la IIC durante el año, ya sea por rendimientos del capital mobiliario o por incrementos del patrimonio.

Para evitar la doble imposición, la IIC percibe todas las rentas en forma bruta, es decir sin que se haya aplicado ninguna retención. Una excepción a este régimen general son los intereses de la renta fija con un vencimiento inferior a los dieciocho meses, sujetos a una retención del 27%, pero que no se incluyen en la base imponible del IS de la IIC.

Si la IIC tiene resultados negativos, los mismos se consideran pérdida fiscal y se compensan con resultados positivos de ejercicios fiscales posteriores y/o se compensan, totalmente o en parte, con los resultados positivos obtenidos por otras IIC gestionadas por la misma gestora a partir del ejercicio en que se produjo el resultado negativo.

Por excepción, se aplica el tipo del 27% a las IIC dirigidas a inversores extranjeros y a las IIC que invierten en “acciones cualificadas” (es decir, cuando ostentan más del 10% del capital de una empresa cotizada o del 50% de una no cotizada), sobre la parte de renta originada por dichos paquetes, salvo que la IIC tenga más de cien accionistas o partícipes o menos de este número si más del 50% de los accionistas o partícipes son inversores cualificados (bancos, gestoras de carteras, fondos de pensiones).

Se aplica el tipo del 5% a las IIC especializadas en la inversión en empresas de pequeña y mediana capitalización, entendiéndose por tales las que invierten más de las dos terceras partes de su activo en empresas negociadas en los mercados de la Unión Europea cuya capitalización, al final de cada trimestre, no exceda de ochocientos millones de euros.

No están sujetas al tipo del 12,5% las IIC cuyos partícipes o accionistas son inversores no sujetos al Impuesto sobre la Renta o similares (incluyendo los inversores institucionales extranjeros) residentes en países que permiten un adecuado intercambio de información. Si las participaciones o acciones se transfieren a un inversor no residente en los países que intercambian información se aplica una retención del 12,5% a los repartos que realice la IIC.

Los inversores personas físicas no tributan por la renta que perciben de la IIC (ya sea por dividendos, venta o reembolso), y de este modo la tributación se limita a la propia IIC. Si el partícipe o accionista es un empresario (y las participaciones o acciones están relacionadas con su actividad empresarial) o una compañía, los resultados que reparte la IIC se incluyen en su base imponible, pero con el fin de evitar la doble imposición, se otorga un crédito fiscal del 15% (o del 36,98% respecto de las “acciones cualificadas”) del importe percibido.

En el caso de los resultados repartidos por las IIC especializadas en la inversión en empresas de pequeña y mediana capitalización, el crédito fiscal es del 15% pero sólo el 6% es un verdadero crédito fiscal, de modo que el 9% restante tiene carácter limitado, no pudiendo generar un exceso de devolución o de compensación en ejercicios venideros.

Los residentes en países extranjeros (incluidos los inversores institucionales) no sujetos al Impuesto sobre la Renta, en cuyos países se lleve a cabo un intercambio de información adecuado, pueden obtener la devolución de la parte de los impuestos pagados por la IIC correspondiente a los beneficios recibidos. En la práctica, las gestoras realizan las devoluciones a los inversores no residentes en vez de ingresar en la Hacienda Pública, por lo que las solicitudes no necesitan ser

presentadas ante la Administración italiana. Esta posibilidad incluye a los inversores institucionales sujetos al pago de impuestos, entendiendo por tales aquellos cuya principal actividad es la gestión de inversiones por cuenta propia o de terceros (por ejemplo, aseguradoras, empresas de servicios de inversión, IIC o fondos de pensiones).

#### 4.8.6 Reino Unido

Tanto los “*Authorized Unit Trusts*” como los “*Open-Ended Investment Companies*”, tributan por el IS, pero con una amplia exención en cuanto a los incrementos de patrimonio obtenidos, también aplicable a los dividendos percibidos de empresas británicas u otras IIC.

En cambio, los intereses o los dividendos no exentos tributan al tipo del 20 por ciento en la IIC perceptora, con deducción por doble imposición internacional.

En cuanto a los socios o partícipes, la distribución de resultados de las IIC tributa en función de los activos de la propia IIC:

- Si la renta fija no supera el 60 por ciento de los activos, el reparto se califica como dividendo y tributa al tipo marginal de la escala de rentas, excepto el caso de los perceptores de rentas más altas, donde el tipo de gravamen es del 32,5 por ciento. Se reconoce un crédito fiscal del 10 por ciento.
- Si la renta fija supera el 60 por ciento de los activos de la IIC, el reparto se califica como interés, será deducible para la IIC pagadora, y ésta habrá de practicar una retención a cuenta del 20 por ciento, que podrá ser compensada del impuesto personal del inversor.

En el caso en que la IIC no distribuyese sus beneficios, se imputan a los socios o partícipes los rendimientos obtenidos por la IIC.

En cuanto a los incrementos de patrimonio que puedan originar los socios o partícipes, tributan por el régimen general del IRPF, a los tipos marginales de la tarifa con un mínimo exento anual, y con un sistema de reducción en función de los años de generación.

Finalmente, al igual que se ha comentado para el caso de Francia, existen los “*Individual Saving Accounts*” –ISA–, que habilitan para invertir en IIC y en otros instrumentos financieros bajo unos límites anuales, pudiendo deducir las aportaciones de la base imponible del IRPF, y obteniendo una exención para los rendimientos e incrementos de patrimonio procedentes de los activos invertidos bajo el ISA.

## **ANEXOS ESTADÍSTICOS**

# ÍNDICE

## A. DATOS HISTÓRICOS 1958-2006

PATRIMONIO, PARTÍCIPES, ACCIONISTAS y NÚMERO DE IIC

## B. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA A NIVEL MUNDIAL

PATRIMONIO, EVOLUCIÓN 1990-2006

PATRIMONIO / PIB, EVOLUCIÓN 1995-2006

PATRIMONIO POR CATEGORÍAS, EVOLUCIÓN 1995-2006

## C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

AHORRO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

ACTIVOS, EN MILLONES DE EUROS

ACTIVOS, EN PORCENTAJE

FLUJOS ANUALES, EN MILLONES DE EUROS

FLUJOS ANUALES, EN PORCENTAJE

AHORRO DE LAS FAMILIAS EUROPEAS

ACTIVOS 2005, EN MILES DE MILLONES DE EUROS

ACTIVOS 2005, EN PORCENTAJE

## D. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA - ESPAÑA

DATOS SOBRE IIC: ESPAÑA, 1990-2006

FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES: PATRIMONIO POR CATEGORÍAS, EVOLUCIÓN 1995-2006, POLÍTICA DE INVERSIÓN

FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES: PATRIMONIO POR CATEGORÍAS, EVOLUCIÓN 1995-2006, MERCADO

## A. DATOS HISTÓRICOS 1958-2006

Patrimonio, partícipes, accionistas y número de IIC

	FONDOS DE INVERSIÓN			SOCIEDADES DE INVERSIÓN		
	PATRIMONIO (MILLONES €)	PARTÍCIPES	NÚMERO	PATRIMONIO (MILLONES €)	ACCIONISTAS	NÚMERO
31/12/59				3	n.d.	12
31/12/60				4	n.d.	14
31/12/61				6	n.d.	21
31/12/62				8	n.d.	25
31/12/63				9	n.d.	35
31/12/64				13	n.d.	39
31/12/65				41	n.d.	44
31/12/66	3	1.562	3	60	n.d.	57
31/12/67	6	4.709	4	80	n.d.	87
31/12/68	49	22.830	9	99	n.d.	90
31/12/69	196	125.779	12	140	n.d.	95
31/12/70	160	158.333	15	208	n.d.	119
31/12/71	155	148.285	16	260	n.d.	146
31/12/72	211	156.398	17	386	n.d.	183
31/12/73	249	170.524	22	765	n.d.	265
31/12/74	211	169.911	24	1.370	n.d.	480
31/12/75	206	162.428	25	1.544	n.d.	496
31/12/76	155	156.279	25	1.573	n.d.	495
31/12/77	116	153.641	25	1.439	n.d.	489
31/12/78	104	140.396	25	1.443	n.d.	483
31/12/79	98	138.130	25	1.218	n.d.	424
31/12/80	102	129.513	25	1.150	n.d.	373
31/12/81	116	123.150	25	1.110	n.d.	346
31/12/82	126	120.521	25	1.153	n.d.	326
31/12/83	198	117.637	23	1.118	n.d.	301
31/12/84	499	172.649	26	1.346	n.d.	250
31/12/85	859	286.200	30	1.022	n.d.	201
31/12/86	2.512	466.100	59	1.234	n.d.	152
31/12/87	2.903	514.600	105	1.475	n.d.	165
31/12/88	4.610	518.500	177	1.736	n.d.	226
31/12/89	5.286	446.700	212	1.834	n.d.	258
31/12/90	7.036	569.965	250	2.043	n.d.	282
31/12/91	23.234	1.145.531	373	2.250	96.824	289
31/12/92	37.763	1.678.039	479	2.085	117.493	255
31/12/93	61.614	2.545.104	578	2.493	100.749	251
31/12/94	67.557	2.793.584	662	2.385	96.543	263
31/12/95	73.354	2.945.611	755	2.510	92.628	268
31/12/96	112.447	4.291.797	962	3.202	90.335	285
31/12/97	162.451	6.247.631	1.461	4.817	93.407	355
31/12/98	204.046	7.998.059	1.870	8.129	101.907	591
31/12/99	206.395	8.044.852	2.158	13.159	127.036	1.094
31/12/00	184.607	7.698.409	2.430	15.439	186.735	1.670
31/12/01	181.030	7.501.859	2.545	19.364	293.661	2.269
31/12/02	172.914	7.197.867	2.492	18.916	338.191	2.777
31/12/03	200.821	7.720.131	2.628	22.197	367.214	3.004
31/12/04	223.873	8.153.833	2.661	25.160	381.421	3.098
31/12/05	252.295	8.673.879	2.623	27.824	419.176	3.168
31/12/06	262.918	8.968.997	2.807	30.609	411.152	3.156

(1) El primer fondo de inversión se registró en enero de 1966.

TOTAL			
PATRIMONIO (MILLONES €)	INVERSORES	NÚMERO	PATRIMONIO MEDIO POR IIC
3	n.d.	12	0,25
4	n.d.	14	0,30
6	n.d.	21	0,29
8	n.d.	25	0,32
9	n.d.	35	0,26
13	n.d.	39	0,33
41	n.d.	44	0,94
63	1.562	60	1,04
86	4.709	91	0,94
148	22.830	99	1,49
336	125.779	107	3,14
368	158.333	134	2,74
415	148.285	162	2,56
597	156.398	200	2,99
1.014	170.524	287	3,53
1.581	169.911	504	3,14
1.750	162.428	521	3,36
1.728	156.279	520	3,32
1.555	153.641	514	3,03
1.547	140.396	508	3,05
1.316	138.130	449	2,93
1.252	129.513	398	3,15
1.226	123.150	371	3,30
1.279	120.521	351	3,64
1.316	117.637	324	4,06
1.845	172.649	276	6,69
1.881	286.200	231	8,14
3.746	466.100	211	17,75
4.378	514.600	270	16,21
6.346	518.500	403	15,75
7.120	446.700	470	15,15
9.079	569.965	532	17,07
25.484	1.242.355	662	38,50
39.848	1.795.532	734	54,29
64.107	2.645.853	829	77,33
69.942	2.890.127	925	75,61
75.864	3.038.239	1.023	74,16
115.649	4.382.132	1.247	92,74
167.268	6.341.038	1.816	92,11
212.174	8.099.966	2.461	86,21
219.555	8.171.888	3.252	67,51
200.046	7.885.144	4.100	48,79
200.394	7.795.520	4.814	41,63
191.831	7.536.058	5.269	36,41
223.018	8.087.345	5.632	39,60
249.033	8.535.254	5.759	43,24
280.119	9.093.055	5.791	48,37
293.528	9.380.149	5.963	49,22

## B. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA A NIVEL MUNDIAL

Patrimonio. Evolución 1990-2006

*Miles de millones de euros*

PAÍSES	1990	%	1995	%	2000	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%
ESTADOS UNIDOS <sup>(1)</sup>	1.063		2.063		7.390		5.870		5.952		7.549		7.907	
CANADÁ	18		70		297		268		304		416		430	
<b>TOTAL NORTEAMÉRICA</b>	<b>1.081</b>	<b>63</b>	<b>2.133</b>	<b>57</b>	<b>7.687</b>	<b>61</b>	<b>6.138</b>	<b>55</b>	<b>6.256</b>	<b>53</b>	<b>7.964</b>	<b>53</b>	<b>8.337</b>	<b>50</b>
LUXEMBURGO	54		237		793		874		1.025		1.387		1.662	
FRANCIA	161		381		766		909		1.007		1.155		1.343	
REINO UNIDO	51		113		383		314		362		503		597	
IRLANDA	5		6		145		285		343		463		583	
ITALIA	24		59		450		379		376		382		344	
<b>ESPAÑA</b>	<b>9</b>	<b>77</b>	<b>198</b>		<b>202</b>		<b>267</b>		<b>314</b>		<b>337</b>			
ALEMANIA	41		98		253		219		217		262		258	
SUECIA	19		20		83		69		79		104		134	
SUIZA	3		33		88		72		69		99		121	
BÉLGICA	3		18		75		78		87		107		104	
AUSTRIA	14		24		60		70		76		108		97	
HOLANDA	14		43		99		74		75		80		82	
DINAMARCA	2		5		34		39		48		64		73	
FINLANDIA	–		1		13		24		28		38		52	
NORUEGA	–		5		17		17		22		34		41	
PORTUGAL	–		10		18		21		22		26		24	
GRECIA	–		8		31		30		32		28		21	
OTROS	–		–		6		31		38		44		54	
<b>TOTAL EUROPA</b>	<b>400</b>	<b>23</b>	<b>1.138</b>	<b>30</b>	<b>3.512</b>	<b>28</b>	<b>3.713</b>	<b>33</b>	<b>4.172</b>	<b>35</b>	<b>5.153</b>	<b>34</b>	<b>5.927</b>	<b>36</b>
AUSTRALIA	–		13		363		410		466		593		656	
HONG KONG	–		25		208		202		252		390		479	
JAPÓN	228		344		458		276		293		398		440	
COREA	–		66		117		96		130		169		191	
TAIWAN	–		–		34		60		57		49		42	
INDIA	–		8		14		24		24		34		44	
NUEVA ZELANDA	–		–		8		8		8		9		10	
<b>TOTAL PACÍFICO</b>	<b>228</b>	<b>13</b>	<b>456</b>	<b>12</b>	<b>1.202</b>	<b>10</b>	<b>1.076</b>	<b>10</b>	<b>1.231</b>	<b>10</b>	<b>1.643</b>	<b>11</b>	<b>1.862</b>	<b>11</b>
BRASIL	–		–		158		136		162		257		318	
MÉJICO	–		5		20		25		26		40		48	
CHILE	–		–		5		7		9		12		13	
ARGENTINA	–		–		8		1		2		3		5	
<b>TOTAL IBEROAMÉRICA</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>5</b>		<b>191</b>	<b>2</b>	<b>169</b>	<b>2</b>	<b>199</b>	<b>2</b>	<b>312</b>	<b>2</b>	<b>384</b>	<b>2</b>
SUDÁFRICA	–		–		18		27		40		56		59	
OTROS	–		–		5		10		12		15		4	
<b>TOTAL RESTO MUNDO</b>	<b>0</b>		<b>0</b>		<b>23</b>		<b>37</b>		<b>52</b>		<b>71</b>		<b>63</b>	
<b>TOTAL MUNDIAL</b>	<b>1.719</b>		<b>3.732</b>		<b>12.615</b>		<b>11.133</b>		<b>11.909</b>		<b>15.187</b>		<b>16.573</b>	

Fuente: INVERCO, IIFA.

(1) Patrimonio EEUU: 2006 (10.407 millardos de \$); 2005 (8.258 millardos de \$); 2004 (8.101 millardos de \$).

Tipo de Cambio al 31.12.2006: 1US\$ = 0,7711 Euros.

Tipo de Cambio al 31.12.2005: 1US\$ = 0,8477 Euros.

Tipo de Cambio al 31.12.2004: 1US\$ = 0,7342 Euros.

Tipo de Cambio al 31.12.2003: 1US\$ = 0,8005 Euros.

## B. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA A NIVEL MUNDIAL

Patrimonio / PIB. Evolución 1995-2006

PAÍSES	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 E
Luxemburgo	-	3.725,7	3.865,0	3.361,2	3.649,2	3.993,9	4.716,9	5.144,2
Irlanda	77,1	142,5	181,6	182,7	205,2	231,1	287,3	335,2
Francia	32,9	53,2	53,4	52,0	57,4	61,1	67,5	75,4
Suecia	10,9	31,7	29,7	21,4	25,8	27,9	36,1	44,0
Austria	14,4	39,6	28,7	28,9	30,7	32,1	44,0	38,0
Bélgica	8,8	29,6	29,7	26,7	28,5	30,2	35,9	33,3
Dinamarca	3,5	19,6	21,1	20,8	20,8	24,2	30,6	32,8
Reino Unido	13,9	26,6	25,7	16,5	19,6	21,1	28,1	31,6
<b>España</b>	<b>16,9</b>	<b>33,0</b>	<b>30,3</b>	<b>27,2</b>	<b>29,7</b>	<b>31,9</b>	<b>34,6</b>	<b>34,5</b>
Finlandia	0,9	10,3	10,6	11,2	16,5	18,5	24,5	30,8
Italia	7,1	37,8	33,1	28,6	29,1	27,8	26,9	23,3
Portugal	13,4	15,2	14,4	14,1	15,6	15,7	17,7	15,5
Holanda	16,2	24,7	19,8	17,3	15,6	15,3	15,8	15,6
Grecia	9,1	25,1	20,3	17,8	19,7	18,9	15,4	10,8
Alemania	5,5	12,2	11,3	9,3	10,1	9,8	11,7	11,2
<b>MEDIA Ponderada UE-15</b>	<b>29,9</b>	<b>39,9</b>	<b>39,2</b>	<b>34,5</b>	<b>38,2</b>	<b>40,9</b>	<b>48,4</b>	<b>53,0</b>
Suiza	14,2	32,9	30,4	30,1	25,2	24,0	33,6	40,6
Noruega	4,6	9,5	8,8	7,3	8,8	10,7	14,3	15,4
EE UU	38,8	70,4	70,0	55,0	60,5	63,1	75,4	74,7
Canadá	16,2	37,8	37,6	30,5	34,9	38,1	45,8	42,5
Japón	9,9	9,0	8,4	6,9	7,3	7,8	10,9	12,5

*Datos IIC: INVERCO, IIFA.**Datos PIB: Eurostat.*

## B. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA A NIVEL MUNDIAL

Patrimonio por categorías. Evolución 1995-2006

PAÍSES (EN %)	1995				2000				2001			
	MM.	R.F.	MX.	R.V.	MM.	R.F.	MX.	R.V.	MM.	R.F.	MX.	R.V.
ESTADOS UNIDOS	27	25	3	45	26	12	5	57	33	13	5	49
CANADÁ	15	14	15	56	12	9	17	62	16	8	16	60
LUXEMBURGO	27	54	4	15	10	35	10	45	11	41	8	40
FRANCIA	49	29	12	10	29	17	26	28	32	17	25	26
ITALIA	22	39	12	27	5	34	26	35	11	40	22	27
REINO UNIDO	-	4	6	90	1	11	10	78	0	11	8	81
ALEMANIA	20	54	2	24	9	23	7	61	15	25	8	52
<b>ESPAÑA <sup>(1)</sup></b>	<b>57</b>	<b>36</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>28</b>
AUSTRALIA	27	6	26	41	32	18	0	50	31	15	0	54
JAPÓN	25	44	2	29	22	48	6	24	17	50	0	33
HONG KONG	9	21	3	67	4	16	10	70	6	19	11	64
COREA	9	70	-	21	35	28	34	3	41	25	30	4
<b>TOTAL EUROPA</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>8</b>	<b>25</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>46</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>41</b>
<b>TOTAL MUNDIAL</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>37</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>51</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>8</b>	<b>46</b>

Fuente: INVERCO, EFAMA, IIFA.

(1) Incluye fondos garantizados con subyacentes de renta variable.

(2000: 14%; 2001: 14%; 2002: 13%; 2003: 17%; 2004: 18%; 2005: 18%; 2006: 17%).

M.M.: IIC monetarias, FIAMM.

R.F.: IIC de renta fija.

MX.: IIC mixtas.

R.V.: IIC de renta variable.

2002				2003				2004				2005				2006			
MM.	R.F.	MX.	RV.																
36	17	5	42	28	17	6	49	26	16	6	52	23	16	7	54	23	14	6	57
18	10	19	53	13	14	18	55	11	12	23	54	12	15	24	49	8	13	10	49
13	47	9	31	11	45	10	34	23	32	8	37	18	37	7	38	14	31	9	45
38	18	23	21	36	18	22	24	36	18	22	24	35	18	21	26	32	14	22	32
21	43	16	20	25	40	15	20	25	38	16	21	20	40	20	20	19	32	28	21
1	17	8	74	1	17	8	74	1	17	8	74	1	17	8	74	1	15	11	73
20	32	8	40	18	31	7	44	17	32	6	45	15	33	7	45	13	27	9	51
<b>31</b>	<b>32</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>12</b>	<b>30</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>34</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>43</b>	<b>18</b>	<b>39</b>
33	15	0	52	30	17	0	53	30	17	0	53	27	15	2	56	27	13	0	60
15	39	0	46	12	31	0	57	10	27	0	63	7	22	0	71	4	15	0	81
8	24	9	59	6	24	8	62	5	23	7	65	4	25	6	65	4	18	5	72
51	14	29	6	53	13	27	7	56	14	25	5	38	35	20	7	28	24	24	24
<b>21</b>	<b>32</b>	<b>14</b>	<b>33</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>43</b>
<b>29</b>	<b>23</b>	<b>9</b>	<b>39</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>43</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>10</b>	<b>45</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>47</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>19</b>	<b>52</b>

## C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

Ahorro de las familias españolas. Activos en millones de euros

ACTIVOS FINANCIEROS	1985	1990	1995	2000	2001	2002
<b>I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO</b>	<b>126.341</b>	<b>217.891</b>	<b>321.000</b>	<b>416.976</b>	<b>446.115</b>	<b>473.330</b>
Efectivo	25.917	56.514	44.105	52.909	40.944	48.873
Depósitos transferibles			35.161	58.652	65.763	70.281
Otros depósitos	100.424	161.377	241.734	305.415	339.408	354.176
<b>II. INSTITUCIONES INVERSIÓN COLECTIVA</b>	<b>693</b>	<b>7.941</b>	<b>67.278</b>	<b>159.216</b>	<b>161.066</b>	<b>152.828</b>
Fondos de Inversión (1)	693	5.891	64.769	143.777	141.720	133.928
Sociedades de Inversión		2.050	2.509	15.439	19.346	18.900
<b>III. FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>615</b>	<b>11.590</b>	<b>21.457</b>	<b>51.251</b>	<b>57.402</b>	<b>61.947</b>
Externos		3.215	12.822	38.621	44.255	49.267
Internos	615	8.375	8.635	12.630	13.147	12.680
<b>IV. INVERSIÓN DIRECTA</b>	<b>39.454</b>	<b>69.544</b>	<b>156.911</b>	<b>287.846</b>	<b>305.566</b>	<b>241.455</b>
Renta Fija	16.347	25.523	25.909	26.417	25.730	25.601
Corto plazo	3.594	14.956	7.554	2.699	2.601	2.108
Largo plazo / Préstamos	12.753	10.567	18.355	23.718	23.129	23.493
Otras participaciones			10.316	26.391	36.513	40.843
Renta Variable	23.107	44.021	120.686	235.038	243.323	175.011
Cotizada			28.093	100.902	86.698	63.099
No cotizada			92.593	134.136	156.625	111.912
<b>V. SEGUROS</b>	<b>2.316</b>	<b>10.624</b>	<b>32.961</b>	<b>84.122</b>	<b>94.928</b>	<b>105.895</b>
Reservas mat. vida (ind/colect)	1.122	7.095	25.986	71.310	80.293	89.846
Otras reservas	1.194	3.529	6.975	12.812	14.635	16.049
<b>VI. ENTIDADES PREVISIÓN SOCIAL</b>	<b>935</b>	<b>5.103</b>	<b>9.035</b>	<b>9.644</b>	<b>8.041</b>	<b>7.077</b>
<b>VII. CRÉDITOS</b>	<b>17.843</b>	<b>22.323</b>	<b>23.159</b>	<b>22.817</b>	<b>21.908</b>	<b>24.352</b>
<b>VIII. OTROS</b>	<b>6.621</b>	<b>10.732</b>	<b>9.381</b>	<b>15.072</b>	<b>15.002</b>	<b>16.629</b>
<b>TOTAL</b>	<b>194.818</b>	<b>355.748</b>	<b>641.182</b>	<b>1.046.944</b>	<b>1.110.028</b>	<b>1.083.513</b>
Crecimiento anual	-	9,60%	10,30%	1,40%	6,00%	-2,40%
Activos/PIB	114,90%	118,10%	143,50%	166,10%	163,10%	148,60%
Ahorro Nacional Bruto/PIB	-	21,70%	21,90%	22,30%	22,10%	22,90%
Ahorro Bruto Familias/PIB	-	7,90%	9,90%	7,50%	7,40%	7,50%
Ahorro Financiero Neto Familias/PIB	-	3,90%	6,10%	3,00%	2,60%	2,60%
Pasivos Financieros	89.941	179.072	188.262	340.346	375.517	429.200
Pasivos Financieros/PIB	53,10%	59,40%	42,10%	54,00%	55,20%	58,90%
Activos Financieros netos/PIB	71,50%	58,70%	101,40%	112,10%	107,90%	89,70%

(1) Fondos de Inversión: no incluye partícipes personas jurídicas.

(2) Años 85, 90 y 95: SEC-79. El resto: SEC-95.

Fuente: INVERCO. Banco de España.

VARIACIONES ANUALIZADAS									
2003	2004	2005	2006	85-90	90-95	95-00	00-05	2005	2006
<b>498.784</b>	<b>541.247</b>	<b>591.453</b>	<b>673.181</b>	<b>14%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>
58.056	70.031	80.139	88.207	24%	-4%	4%	10%	14%	10%
76.033	84.902	265.491	288.743			13%	71%	213%	9%
364.695	386.314	245.823	296.231	12%	10%	5%	-4%	-36%	21%
<b>178.169</b>	<b>195.822</b>	<b>223.140</b>	<b>235.808</b>	<b>209%</b>	<b>149%</b>	<b>27%</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>
155.982	172.645	196.388	205.655	150%	200%	24%	7%	14%	5%
22.187	23.177	26.752	30.153		4%	103%	15%	15%	13%
<b>69.854</b>	<b>77.543</b>	<b>88.970</b>	<b>99.143</b>	<b>357%</b>	<b>17%</b>	<b>28%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>
56.490	63.143	72.628	81.193		60%	40%	18%	15%	12%
13.364	14.400	16.342	17.950	252%	1%	9%	6%	13%	10%
<b>330.524</b>	<b>406.786</b>	<b>448.543</b>	<b>536.545</b>	<b>15%</b>	<b>25%</b>	<b>17%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>
38.050	40.940	35.230	43.047	11%	0%	0%	7%	-14%	22%
2.681	2.121	2.614	4.079	63%	-10%	-13%	-1%	23%	56%
35.369	38.819	32.616	38.968	-3%	15%	6%	8%	-16%	19%
47.768	58.777	58.244	58.151			31%	24%	-1%	0%
244.706	307.069	355.069	435.347	18%	35%	19%	10%	16%	23%
78.344	88.763	98.907	135.123			52%	0%	11%	37%
166.362	218.306	256.162	300.224			9%	18%	17%	17%
<b>113.549</b>	<b>122.151</b>	<b>131.778</b>	<b>139.322</b>	<b>72%</b>	<b>42%</b>	<b>31%</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>
95.520	102.088	109.615	115.737	106%	53%	35%	11%	7%	6%
18.029	20.063	22.163	23.585	39%	20%	17%	15%	10%	6%
<b>7.425</b>	<b>8.008</b>	<b>8.700</b>	<b>9.300</b>	<b>89%</b>	<b>15%</b>	<b>1%</b>	<b>-2%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>
<b>26.772</b>	<b>28.603</b>	<b>25.668</b>	<b>28.963</b>	<b>5%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>-10%</b>	<b>13%</b>
<b>17.606</b>	<b>20.200</b>	<b>21.153</b>	<b>28.354</b>	<b>12%</b>	<b>-3%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>34%</b>
<b>1.242.683</b>	<b>1.400.360</b>	<b>1.539.405</b>	<b>1.750.616</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>
14,70%	12,70%	9,90%	13,70%						
158,80%	166,70%	170,00%	180,40%						
23,30%	22,40%	22,30%	21,40%						
7,80%	7,10%	6,70%	6,30%						
2,50%	2,20%	2,00%	1,90%						
501.876	593.134	700.469	832.289						
64,10%	70,60%	77,40%	85,80%						
94,70%	96,10%	92,70%	94,60%						

## C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

Ahorro de las familias españolas. Activos, en porcentajes

ACTIVOS FINANCIEROS	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO</b>	<b>61,2</b>	<b>50,1</b>	<b>39,8</b>	<b>40,2</b>	<b>43,7</b>	<b>40,1</b>	<b>38,7</b>	<b>38,4</b>	<b>38,5</b>
Efectivo	15,9	6,9	5,1	3,7	4,5	4,7	5,0	5,2	5,0
Depósitos transferibles		5,5	5,6	5,9	6,5	6,1	6,1	17,2	16,5
Otros depósitos	45,4	37,7	29,2	30,6	32,7	29,3	27,6	16,0	16,9
<b>II. INSTITUCIONES INVERSIÓN COLECTIVA</b>	<b>2,2</b>	<b>10,5</b>	<b>15,2</b>	<b>14,5</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>13,5</b>
Fondos de Inversión (1)	1,7	10,1	13,7	12,8	12,4	12,6	12,3	12,8	11,7
Sociedades de Inversión	0,6	0,4	1,5	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
<b>III. FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
Externos	0,9	2,0	3,7	4,0	4,5	4,5	4,5	4,7	4,6
Internos	2,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0
<b>IV. INVERSIÓN DIRECTA</b>	<b>19,5</b>	<b>24,5</b>	<b>27,5</b>	<b>27,5</b>	<b>22,3</b>	<b>26,6</b>	<b>29,0</b>	<b>29,1</b>	<b>30,6</b>
Renta Fija	<b>7,2</b>	<b>4,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
Corto plazo	4,2	1,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Largo plazo	3,0	2,9	2,3	2,1	2,2	2,8	2,8	2,1	2,2
Otras participaciones		<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
Renta Variable	<b>12,4</b>	<b>18,8</b>	<b>22,4</b>	<b>21,9</b>	<b>16,2</b>	<b>19,7</b>	<b>21,9</b>	<b>23,1</b>	<b>24,9</b>
Cotizada		4,4	9,6	7,8	5,8	6,3	6,3	6,4	7,7
No cotizada		14,4	12,8	14,1	10,3	13,4	15,6	16,6	17,1
<b>V. SEGUROS</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>
Reservas mat. vida (ind/colect)	2,0	4,1	6,8	7,2	8,3	7,7	7,3	7,1	6,6
Otras reservas	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
<b>VI. ENTIDADES PREVISIÓN SOCIAL</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>VII. CRÉDITOS</b>	<b>6,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
<b>VIII. OTROS</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>								

Fuente: INVERCO y Banco de España.

(1) Fondos de Inversión: no incluye partícipes personas jurídicas.

## C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

Ahorro de las familias españolas. Flujos anuales, en millones de euros

ACTIVOS FINANCIEROS	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO</b>	<b>21.465</b>	<b>42.646</b>	<b>29.443</b>	<b>36.701</b>	<b>29.203</b>	<b>42.953</b>	<b>50.840</b>	<b>81.891</b>
Efectivo	2.239	-431	-11.965	14.197	9.949	11.975	10.578	8.068
Depósitos transferibles	45	3.887	7.112	4.517	5.753	8.869	24.801	23.251
Otros depósitos	19.181	39.190	34.296	17.987	13.501	22.109	15.461	50.572
<b>II. INSTITUCIONES INVERSIÓN COLECTIVA</b>	<b>4.853</b>	<b>-16.680</b>	<b>7.692</b>	<b>4.341</b>	<b>19.027</b>	<b>14.889</b>	<b>18.116</b>	<b>3.822</b>
Fondos de Inversión <sup>(1)</sup>	4.853	-19.599	5.319	1.788	17.890	12.850	17.016	1.783
Sociedades de Inversión		2.919	2.373	2.553	1.137	2.039	1.100	2.039
<b>III. FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>3.981</b>	<b>5.959</b>	<b>5.196</b>	<b>6.537</b>	<b>5.908</b>	<b>5.424</b>	<b>6.711</b>	<b>5.677</b>
Externos	1.484	5.409	5.821	5.949	4.302	4.447	4.372	4.388
Internos	612	550	-625	588	1.606	977	2.339	1.289
<b>IV. INVERSIÓN DIRECTA</b>	<b>3.637</b>	<b>5.299</b>	<b>-2.622</b>	<b>3.252</b>	<b>5.879</b>	<b>2.802</b>	<b>2.435</b>	<b>-566</b>
Renta Fija	<b>4.015</b>	<b>472</b>	<b>1.387</b>	<b>2.355</b>	<b>2.283</b>	<b>895</b>	<b>3.191</b>	<b>8.963</b>
Corto plazo	2.204	45	-108	-438	522	-683	424	1.465
Largo plazo	1.811	427	1.495	2.793	1.761	1.578	2.767	7.498
Otras participaciones	<b>391</b>	<b>1.907</b>	<b>1.437</b>	<b>1.526</b>	<b>910</b>	<b>2.786</b>	<b>412</b>	<b>484</b>
Renta Variable	<b>-769</b>	<b>2.920</b>	<b>-5.446</b>	<b>-629</b>	<b>2.686</b>	<b>-879</b>	<b>-1.168</b>	<b>-10.013</b>
Cotizada	-1.324	1.301	-2.902	-911	-1.872	-2.505	-1.182	-7.855
No cotizada	555	1.619	-2.544	282	4.558	1.626	14	-2.158
<b>V. SEGUROS</b>	<b>6.069</b>	<b>14.214</b>	<b>11.403</b>	<b>11.908</b>	<b>7.072</b>	<b>8.224</b>	<b>8.914</b>	<b>7.191</b>
Reservas mat. vida (ind/colect)	5.351	12.803	9.580	10.494	5.092	6.190	6.814	5.768
Otras reservas	718	1.411	1.823	1.414	1.980	2.034	2.100	1.423
<b>VI. ENTIDADES PREVISIÓN SOCIAL</b>	<b>841</b>	<b>900</b>	<b>-1.603</b>	<b>-964</b>	<b>1.124</b>	<b>1.410</b>	<b>1.974</b>	<b>2.396</b>
<b>VII. CRÉDITOS</b>	<b>-732</b>	<b>1.358</b>	<b>-909</b>	<b>2.444</b>	<b>2.420</b>	<b>1.831</b>	<b>2.812</b>	<b>3.295</b>
<b>VIII. OTROS</b>	<b>3.677</b>	<b>3.178</b>	<b>-69</b>	<b>-4.908</b>	<b>996</b>	<b>3.391</b>	<b>938</b>	<b>7.160</b>
<b>TOTAL</b>	<b>43.791</b>	<b>56.874</b>	<b>48.531</b>	<b>59.311</b>	<b>71.629</b>	<b>80.924</b>	<b>92.740</b>	<b>110.866</b>
Variación anual de activos financieros	14.266	-1.536	-8.343	10.780	12.318	9.295	11.816	18.126
Diferencia año anterior (Pasivos Financieros)	14.470	48.827	35.171	53.683	72.676	107.335	91.258	131.820

Fuente: INVERCO y Banco de España.

(1) Fondos de Inversión: no incluye participes personas jurídicas.

## C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

Ahorro de las familias españolas. Flujos anuales, en porcentaje

ACTIVOS FINANCIEROS	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO</b>	<b>49,0</b>	<b>75,0</b>	<b>60,7</b>	<b>61,9</b>	<b>40,8</b>	<b>53,1</b>	<b>54,8</b>	<b>73,9</b>
Efectivo	5,1	-0,8	-24,7	23,9	13,9	14,8	11,4	7,3
Depósitos transferibles	0,1	6,8	14,7	7,6	8,0	11,0	26,7	21,0
Otros depósitos	43,8	68,9	70,7	30,3	18,8	27,3	16,7	45,6
<b>II. INSTITUCIONES INVERSIÓN COLECTIVA</b>	<b>11,1</b>	<b>-29,3</b>	<b>15,8</b>	<b>7,3</b>	<b>26,6</b>	<b>18,4</b>	<b>19,5</b>	<b>3,4</b>
Fondos de Inversión <sup>(1)</sup>	11,1	-34,5	11,0	3,0	25,0	15,9	18,3	1,6
Sociedades de Inversión		5,1	4,9	4,3	1,6	2,5	1,2	1,8
<b>III. FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>9,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>8,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>5,1</b>
Externos	3,4	9,5	12,0	10,0	6,0	5,5	4,7	4,0
Internos	1,4	1,0	-1,3	1,0	2,2	1,2	2,5	1,2
<b>IV. INVERSIÓN DIRECTA</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>8,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,5</b>
Renta Fija	9,2	0,8	2,9	4,0	3,2	1,1	3,4	8,1
Corto plazo	5,0	0,1	-0,2	-0,7	0,7	-0,8	0,5	1,3
Largo plazo	4,1	0,8	3,1	4,7	2,5	1,9	3,0	6,8
Otras participaciones	0,9	3,4	3,0	2,6	1,3	3,4	0,4	0,4
Renta Variable	-1,8	5,1	-11,2	-1,1	3,7	-1,1	-1,3	-9,0
Cotizada	-3,0	2,3	-6,0	-1,5	-2,6	-3,1	-1,3	-7,1
No cotizada	1,3	2,8	-5,2	0,5	6,4	2,0	0,0	-1,9
<b>V. SEGUROS</b>	<b>13,9</b>	<b>25,0</b>	<b>23,5</b>	<b>20,1</b>	<b>9,9</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>6,5</b>
Reservas mat. vida (ind/colect)	12,2	22,5	19,7	17,7	7,1	7,6	7,3	5,2
Otras reservas	1,6	2,5	3,8	2,4	2,8	2,5	2,3	1,3
<b>VI. ENTIDADES PREVISIÓN SOCIAL</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>
<b>VII. CRÉDITOS</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>VIII. OTROS</b>	<b>8,4</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>1,0</b>	<b>6,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: INVERCO y Banco de España.

(1) Fondos de Inversión: no incluye participes personas jurídicas.

### C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

Ahorro de las familias europeas. Activos 2005, en miles de millones de euros

	<b>DEPÓSITOS</b>	<b>FONDOS DE INVERSIÓN Y ACCIONES</b>	<b>RENTA FIJA</b>	<b>FONDOS DE PENSIONES Y SEGUROS</b>	<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>TOTAL</b>	<b>PIB</b>	<b>% PIB</b>
Alemania	1.492,0	799,0	410,0	1.346,0	212,0	4.260,0	2.246	190
Italia	845,0	1.642,0	695,0	560,0	5,0	3.747,0	1.417	264
Reino Unido	920,0	426,0	47,0	1.881,0	299,0	3.573,0	1.747	205
Francia <sup>(*)</sup>	957,6	1.140,8	54,0	1.006,7	126,1	3.285,2	1.690	194
<b>España</b>	<b>596,2</b>	<b>329,4</b>	<b>52,0</b>	<b>226,2</b>	<b>302,5</b>	<b>1.506,3</b>	<b>906</b>	<b>166</b>
Holanda <sup>(*)</sup>	295,5	138,3	49,6	708,5	47,2	1.239,1	502	247
Bélgica	245,8	263,6	102,7	175,0	-12,4	774,7	297	261
Suecia	78,3	135,9	11,3	110,5	229,6	455,1	283	161
Dinamarca	98,1	72,0	25,1	213,0	13,9	422,1	208	203
Austria	181,6	69,0	28,2	65,7	-53,7	356,4	247	144
Portugal	117,5	98,7	30,5	54,7	6,8	308,2	147	210
Noruega	77,2	44,5	4,6	88,7	37,7	262,6	239	110
Finlandia	54,6	35,4	1,8	18,9	-	110,7	155	71
<b>TOTAL</b>	<b>5.959,4</b>	<b>5.194,5</b>	<b>1.511,8</b>	<b>6.454,9</b>	<b>1.213,6</b>	<b>20.300,3</b>	<b>10.084</b>	<b>187</b>

<sup>(\*)</sup>Datos a 2004.

### C. AHORRO FINANCIERO FAMILIAR

Ahorro de las familias europeas. Activos 2005, en porcentaje

	<b>DEPÓSITOS</b>	<b>FONDOS DE INVERSIÓN Y ACCIONES</b>	<b>RENTA FIJA</b>	<b>FONDOS DE PENSIONES Y SEGUROS</b>	<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>TOTAL</b>
Alemania	35,0	18,8	9,6	31,6	5,0	100
Italia	22,6	43,8	18,5	14,9	0,1	100
Reino Unido	25,7	11,9	1,3	52,6	8,4	100
Francia <sup>(*)</sup>	29,1	34,7	1,6	30,6	3,8	100
<b>España</b>	<b>39,6</b>	<b>21,9</b>	<b>3,5</b>	<b>15,0</b>	<b>20,1</b>	<b>100</b>
Holanda <sup>(*)</sup>	23,8	11,2	4,0	57,2	3,8	100
Bélgica	31,7	34,0	13,3	22,6	-1,6	100
Suecia	17,2	29,9	2,5	24,3	50,5	100
Dinamarca	23,2	17,1	5,9	50,5	3,3	100
Austria	51,0	19,3	7,9	18,4	-15,1	100
Portugal	38,1	32,0	9,9	17,7	2,2	100
Noruega	29,4	16,9	1,8	33,8	14,4	100
Finlandia	49,3	32,0	1,6	17,1	-	100
<b>TOTAL</b>	<b>29,4</b>	<b>25,6</b>	<b>7,4</b>	<b>31,8</b>	<b>6,0</b>	<b>100</b>

<sup>(\*)</sup>Datos a 2004.

## D. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. ESPAÑA

Datos sobre IIC: España 1990-2006

<b>ESPAÑA</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>
<b>PATRIMONIO de IIC (millones de Euros)</b>	<b>9.030</b>	<b>77.139</b>	<b>208.640</b>
Fondos de Inversión <sup>(1)</sup>	6.987	73.304	183.391
Sociedades de Inversión	2.043	2.509	15.439
IIC extranjeras	—	1.254	8.594
Fondos Inversión Inmobiliaria	—	72	1.216
<b>PARTICIPES/ACCIONISTAS de IIC</b>	<b>569.965</b>	<b>3.080.037</b>	<b>8.088.554</b>
Fondos de Inversión	569.965	2.943.838	7.655.209
Sociedades de Inversión	—	92.628	186.735
IIC extranjeras	—	41.674	203.410
Fondos de Inversión Inmobiliaria	—	1.897	43.200
% Familias con Fondos de Inversión	5,0%	25,3%	58,5%
<b>INVERSIONES de IIC</b>			
Deuda del Estado en IIC / Total Deuda Estado	4,3%	28,4%	20,9%
Renta Variable en IIC / Patrimonio IIC	13,2%	3,7%	18,7%
- RV Fondos Inversión / Patrimonio Fondos Inversión	4,2%	2,5%	25,7%
- RV Sociedades Inversión / Patrimonio Sociedades Inversión	43,9%	39,7%	53,9%
IIC en IIC / Patrimonio IIC	—	—	3,5%
- IIC en Fondos Inversión / Patrimonio Fondos Inversión	—	—	—
- IIC en Sociedades Inversión / Patrimonio Sociedades Inversión	—	—	—
Cartera exterior IIC / Patrimonio IIC	1,9%	2,4%	48,3%
- Cart. Ext. Fondos Inversión / Patrimonio Fondos Inversión	0,8%	2,1%	41,7%
- Cart. Ext. Sociedades Inversión / Patrimonio Sociedades Inversión	5,8%	10,7%	43,9%
Cartera euro IIC / Cartera exterior IIC	—	—	82,0%
- Renta Fija Euro / Cartera exterior IIC	—	—	48,2%
- Renta Variable Euro / Cartera exterior IIC	—	—	26,2%
RV española en IIC / Capitalización RV Bolsa Madrid	1,7%	2,2%	3,1%
<b>OTROS DATOS</b>			
Patrimonio IIC / PIB	2,2%	16,9%	33,1%
Patrimonio IIC / Saldo Ahorro Familias Españolas	2,2%	10,5%	19,9%
Patrimonio Fondos Inversión / Depósitos Ent.Crédito	2,0%	17,6%	43,2%
Patrimonio medio Partícipe Fondos Inversión (miles Euros)	12,3	24,9	24
Patrimonio medio Fondos Inversión (millones Euros)	28	98	76

Fuente: INVERCO.

<sup>(1)</sup>Excluidas inversiones de fondos, en otros fondos gestionados por la misma Gestora.

<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>207.877</b>	<b>198.324</b>	<b>232.157</b>	<b>266.838</b>	<b>313.531</b>	<b>337.011</b>
179.510	170.801	197.980	219.572	245.823	254.323
19.345	18.886	22.188	25.103	27.617	30.153
7.534	6.538	9.159	17.785	33.614	44.103
1.488	2.099	2.830	4.378	6.477	8.432
<b>7.990.238</b>	<b>7.731.665</b>	<b>8.312.189</b>	<b>8.850.113</b>	<b>9.670.070</b>	<b>10.161.528</b>
7.449.107	7.127.361	7.631.630	8.040.791	8.555.022	8.818.693
293.660	338.076	367.110	381.300	418.920	410.403
199.907	200.758	225.214	321.805	560.482	779.165
47.564	65.470	88.235	106.217	135.646	153.267
55,3%	51,5%	54,5%	56,6%	56,0%	55,0%
22,8%	20,9%	19,7%	19,0%	16,3%	15,1%
18,7%	11,9%	12,2%	12,8%	14,8%	14,8%
16,3%	9,7%	9,8%	10,3%	11,8%	12,2%
40,7%	32,1%	35,6%	36,7%	40,5%	39,8%
3,5%	4,3%	9,8%	13,3%	14,9%	18,1%
3,3%	3,6%	9,4%	12,9%	13,6%	17,7%
5,3%	10,8%	13,4%	16,9%	20,6%	21,6%
48,3%	49,6%	50,9%	48,4%	49,7%	49,3%
49,0%	50,9%	51,8%	49,1%	48,7%	49,6%
41,6%	37,4%	42,2%	42,6%	47,2%	46,7%
82,0%	89,7%	91,2%	90,9%	88,5%	88,4%
66,1%	79,0%	76,4%	70,6%	64,3%	58,2%
14,3%	8,2%	8,8%	9,5%	10,9%	11,3%
2,5%	2,6%	2,7%	2,9%	3,1%	2,7%
29,7%	21,4%	25,8%	27,9%	36,1%	29,9%
18,7%	18,3%	18,7%	19,6%	20,1%	19,3%
38,5%	34,2%	36,8%	30,4%	26,8%	23,3%
24,1	24	25,6	26,9	28,7	28,8
71	69	75	83	94	92

## D. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. ESPAÑA

Fondos de inversión españoles. Patrimonio por categorías. Evolución 1995-2006

*Millones de euros*

POLÍTICA DE INVERSIÓN	1995		2000		2001	
	ACTIVOS	% TOTAL	ACTIVOS	% TOTAL	ACTIVOS	% TOTAL
<b>RENTA VARIABLE</b>	<b>1.585</b>	<b>2</b>	<b>34.158</b>	<b>19</b>	<b>24.617</b>	<b>14</b>
DOMÉSTICO	641	1	6.496	4	5.000	3
EURO	446	1	7.662	4	5.390	3
INTERNACIONAL	222		17.700	10	12.612	7
FONDOS GLOBALES	276		2.300	1	1.615	1
<b>MIXTOS</b>	<b>5.159</b>	<b>7</b>	<b>43.315</b>	<b>24</b>	<b>31.315</b>	<b>18</b>
RENTA VARIABLE NACIONAL	1.627	2	12.192	7	10.079	6
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	262		5.647	3	3.664	2
RENTA FIJA NACIONAL	2.501	3	13.538	7	8.672	5
RENTA FIJA INTERNACIONAL	769	1	11.938	7	8.900	5
<b>RENTA FIJA</b>	<b>23.213</b>	<b>32</b>	<b>31.201</b>	<b>17</b>	<b>35.812</b>	<b>20</b>
RENTA FIJA NACIONAL	22.211	30	29.128	16	33.969	19
RENTA FIJA INTERNACIONAL	1.002	1	2.073	1	1.843	1
<b>GARANTIZADOS</b>	<b>1.750</b>	<b>2</b>	<b>41.830</b>	<b>23</b>	<b>42.259</b>	<b>24</b>
RENTA FIJA	1.536	2	15.004	8	17.787	10
RENTA VARIABLE NACIONAL	214		8.204	4	10.128	6
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	-		18.622	10	14.344	8
<b>FIAMM</b>	<b>41.575</b>	<b>57</b>	<b>32.887</b>	<b>18</b>	<b>43.846</b>	<b>25</b>
<b>TOTAL</b>	<b>73.282</b>		<b>183.391</b>		<b>177.849</b>	

Fuente: INVERCO

2002		2003		2004		2005		2006	
ACTIVOS	% TOTAL								
<b>17.088</b>	<b>10</b>	<b>24.795</b>	<b>13</b>	<b>36.487</b>	<b>17</b>	<b>51.132</b>	<b>21</b>	<b>64.367</b>	<b>25</b>
3.962	2	5.586	3	7.850	4	9.594	4	10.720	4
3.230	2	3.477	2	3.496	2	5.118	2	6.528	3
7.487	4	8.623	4	9.160	4	13.508	5	16.029	6
2.409	1	7.109	4	15.981	7	22.912	9	31.090	12
<b>23.216</b>	<b>14</b>	<b>20.169</b>	<b>10</b>	<b>20.774</b>	<b>9</b>	<b>22.799</b>	<b>9</b>	<b>24.981</b>	<b>10</b>
6.878	4	6.728	3	6.395	3	6.680	3	6.843	3
2.410	1	2.461	1	3.112	1	3.542	1	3.638	1
6.396	4	6.187	3	7.293	3	8.009	3	9.250	4
7.532	4	4.793	2	3.974	2	4.568	2	5.250	2
<b>39.382</b>	<b>23</b>	<b>46.317</b>	<b>23</b>	<b>51.727</b>	<b>24</b>	<b>57.122</b>	<b>23</b>	<b>104.468</b>	<b>41</b>
37.838	22	44.954	23	49.508	23	54.945	22	102.800	40
1.544	1	1.363	1	2.219	1	2.177	1	1.668	1
<b>38.121</b>	<b>22</b>	<b>49.307</b>	<b>25</b>	<b>54.008</b>	<b>25</b>	<b>60.365</b>	<b>25</b>	<b>60.401</b>	<b>24</b>
15.107	9	12.650	6	14.400	7	14.495	6	16.311	6
10.999	6	16.209	8	21.909	10	29.980	12	31.481	12
12.015	7	20.448	10	17.699	8	15.890	6	12.609	5
<b>52.994</b>	<b>31</b>	<b>57.391</b>	<b>29</b>	<b>56.558</b>	<b>26</b>	<b>54.406</b>	<b>22</b>	<b>105</b>	<b>-</b>
<b>170.801</b>		<b>197.979</b>		<b>219.554</b>		<b>245.824</b>		<b>254.322</b>	

## D. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. ESPAÑA

Fondos de inversión españoles. Patrimonio por categorías. Evolución 1995-2006

*Millones de euros*

MERCADO	1995		2000		2001	
	ACTIVOS	% TOTAL	ACTIVOS	% TOTAL	ACTIVOS	% TOTAL
<b>DOMÉSTICOS</b>	<b>70.305</b>	<b>96</b>	<b>117.449</b>	<b>64</b>	<b>129.481</b>	<b>73</b>
FIAMM (euro)	41.575	57	32.887	18	43.846	25
RENTA FIJA (euro)	22.211	30	29.128	16	33.969	19
FONDOS MIXTOS	4.128	6	25.730	14	18.751	11
Renta Fija (euro)	2.501	3	13.538	7	8.672	5
Renta Variable	1.627	2	12.192	7	10.079	6
FONDOS RENTA VARIABLE	641	1	6.496	4	5.000	3
FONDOS GARANTIZADOS	1.750	2	23.208	13	27.915	16
Renta Fija (euro)	1.536	2	15.004	8	17.787	10
Renta Variable	214		8.204	4	10.128	6
<b>INTERNACIONALES</b>	<b>2.977</b>	<b>4</b>	<b>65.942</b>	<b>36</b>	<b>48.368</b>	<b>27</b>
RENTA FIJA	1.002	1	2.073	1	1.843	1
FONDOS MIXTOS	1.031	1	17.585	10	12.564	7
Renta Fija	769	1	11.938	7	8.900	5
Renta Variable	262		5.647	3	3.664	2
FONDOS RENTA VARIABLE	668	1	25.362	14	18.002	10
Renta Variable Euro	446	1	7.662	4	5.390	3
Renta Variable Internacional	222		17.700	10	12.612	7
GARANTIZADOS Renta Variable	—		18.622	10	14.344	8
FONDOS GLOBALES	276		2.300	1	1.615	1
<b>TOTAL</b>	<b>73.282</b>		<b>183.391</b>		<b>177.849</b>	

Fuente: INVERCO

2002		2003		2004		2005		2006	
ACTIVOS	% TOTAL								
<b>134.174</b>	<b>79</b>	<b>149.705</b>	<b>76</b>	<b>163.913</b>	<b>75</b>	<b>178.109</b>	<b>72</b>	<b>177.510</b>	<b>70</b>
52.994	31	57.391	29	56.558	26	54.406	22	105	-
37.838	22	44.954	23	49.508	23	54.945	22	102.800	40
13.274	8	12.915	7	13.688	6	14.689	6	16.093	6
6.396	4	6.187	3	7.293	3	8.009	3	9.250	4
6.878	4	6.728	3	6.395	3	6.680	3	6.843	3
3.962	2	5.586	3	7.850	4	9.594	4	10.720	4
26.106	15	28.859	15	36.309	17	44.475	18	47.792	19
15.107	9	12.650	6	14.400	7	14.495	6	16.311	6
10.999	6	16.209	8	21.909	10	29.980	12	31.481	12
<b>36.627</b>	<b>21</b>	<b>48.274</b>	<b>24</b>	<b>55.641</b>	<b>25</b>	<b>67.715</b>	<b>28</b>	<b>76.812</b>	<b>30</b>
1.544	1	1.363	1	2.219	1	2.177	1	1.668	1
9.942	6	7.254	4	7.086	3	8.110	3	8.888	3
7.532	4	4.793	2	3.974	2	4.568	2	5.250	2
2.410	1	2.461	1	3.112	1	3.542	1	3.638	1
10.717	6	12.100	6	12.656	6	18.626	8	22.557	9
3.230	2	3.477	2	3.496	2	5.118	2	6.528	3
7.487	4	8.623	4	9.160	4	13.508	5	16.029	6
12.015	7	20.448	10	17.699	8	15.890	6	12.609	5
2.409	1	7.109	4	15.981	7	22.912	9	31.090	12
<b>170.801</b>		<b>197.979</b>		<b>219.554</b>		<b>245.824</b>		<b>254.322</b>	

## **ANEXOS LEGISLATIVOS**

# **LEGISLACIÓN DE ÁMBITO ESTATAL SOBRE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

**1952 - Marzo 2007**

## **1. Ley de 15 de julio de 1952**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 16 de julio de 1952

Régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.

## **2. Ley de 26 de diciembre de 1958**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 29 de diciembre de 1958

Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.

## **3. Orden de 11 de agosto de 1961**

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 23 de octubre de 1961

Se dispone que el capital de las Sociedades de inversión mobiliaria puede ser aportado por extranjeros hasta el 50 por 100.

## **4. Ley 230/1963, de 28 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 31 diciembre 1963

HACIENDA PÚBLICA. Ley General Tributaria.

## **5. Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril**

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 4 de mayo de 1964

Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio.

## **6. Orden de 5 de junio de 1964**

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 11 de junio de 1964

Régimen Jurídico-Fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria previstos en el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril.

## **7. Corrección de erratas de la Orden de 5 de junio de 1964 por la que se reglamenta el Régimen Jurídico-Fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria previstos en el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril**

BOE 26-06-1964

## **8. Corrección de erratas de la Orden de 5 de junio de 1964 por la que se reglamenta el Régimen Jurídico-Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria acogidas a la Ley de 26 de diciembre de 1958, modificada por Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril**

BOE 27-06-1964

## **9. Ley 41/1964, de 11 junio**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 13 junio 1964

CONTRIBUCIONES-IMPUSTOS. Reforma del Sistema Tributario.

**10. Decreto 2285/1964, de 27 julio**

---

MINISTERIO HACIENDA

BOE 18 agosto 1964

REFORMA TRIBUTARIA. Sobre adaptación de exenciones fiscales a la Ley de reforma tributaria. Aplicación de beneficios fiscales a las Sociedades de Inversión Mobiliaria.

**11. Orden de 24 de junio de 1967**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 15 de julio de 1967

Cotización calificada de los certificados de participación en fondos de inversión mobiliaria.

**12. Orden de 8 de junio de 1968**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 15 de junio de 1968

Se modifica parcialmente la de 5 de junio de 1964 sobre fondos de inversión mobiliaria.

**13. Orden de 4 de febrero de 1969**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 5 de febrero de 1969

Se modifica parcialmente la de 5 de junio de 1964 sobre fondos de inversión mobiliaria.

**14. Orden de 14 de febrero de 1970**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 17 de febrero de 1970

Se modifica parcialmente la de 5 de junio de 1964 sobre fondos de inversión mobiliaria.

**15. Orden de 1 de diciembre de 1970**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 10 de diciembre de 1970

Se da nueva redacción al régimen jurídico-fiscal de los fondos de inversión mobiliaria previstos en el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril.

**16. Orden de 22 de diciembre de 1971**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 28 de diciembre de 1971

Se modifican determinados artículos de la de 1 de diciembre de 1970, que dio nueva redacción al régimen jurídico fiscal de los fondos de inversión mobiliaria.

**17. Orden de 23 de marzo de 1973**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 26 de marzo de 1973

Se autoriza a los fondos y sociedades de inversión mobiliaria la adquisición de valores cotizados en determinadas bolsas extranjeras.

**18. Resolución de 12 de julio de 1973**

---

DIRECCION GENERAL DE POLITICA FINANCIERA (MINISTERIO DE HACIENDA)

BOE 20 de julio de 1973

Se desarrolla la orden de 23 de marzo de 1973 (disp. 432) sobre autorización a los fondos y sociedades de inversión mobiliaria para la adquisición de valores cotizados en determinadas bolsas extranjeras.

**19. Orden de 12 de noviembre de 1973**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 19 de noviembre de 1973

Modifica la de 5 de junio de 1964 (d. g. 6-a, disp. 757) sobre régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria.

**20. Orden de 20 de septiembre de 1974**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 23 de septiembre de 1974

Información a facilitar por las sociedades de inversión mobiliaria y aplicación transitoria de sus recursos.

**21. Orden de 19 de noviembre de 1975**

---

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 21 de noviembre de 1975

Se modifica el porcentaje que de su patrimonio deben mantener los fondos de inversión mobiliaria en títulos valores.

---

**22. Orden de 19 de noviembre de 1975**

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 21 de noviembre de 1975

Se establece el porcentaje del activo que pueden mantener transitoriamente en efectivo las sociedades de inversión mobiliaria.

---

**23. Directiva 1977/388/CEE, de 17 mayo**

CONSEJO

DOL 23 junio 1977

IMUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO. Impuestos sobre el volumen de negocios - Sistema común del Impuesto sobre el Valor Añadido; base imponible uniforme.

---

**24. Ley 50/1977, de 14 noviembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 16 noviembre 1977

REFORMA TRIBUTARIA. Medidas urgentes de reforma fiscal.

---

**25. Orden de 14 de febrero de 1978**

MINISTERIO DE ECONOMÍA

BOE 22 de febrero de 1978

Modifica el artículo 23 de la orden de 1 de diciembre de 1970 que regula el régimen jurídico fiscal de los fondos de inversión mobiliaria previstos en el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril.

---

**26. Ley 61/1978, de 27 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 30 diciembre 1978

IMUESTO SOBRE SOCIEDADES. Normas reguladoras

---

**27. Orden de 16 de mayo de 1979**

MINISTERIO DE ECONOMÍA

BOE 28 de mayo de 1979

Se da nueva redacción al número 16 del artículo 23 de la orden de 1 de diciembre de 1970 sobre régimen jurídico-fiscal de los fondos de inversión mobiliaria.

---

**28. Orden de 10 de diciembre de 1979**

PRESIDENCIA DEL GOBIERNO

BOE 29 de diciembre de 1979

Autorización a los fondos y sociedades de inversión mobiliaria para la adquisición de valores mobiliarios cotizados en bolsas extranjeras.

---

**29. Orden de 31 de julio de 1980**

MINISTERIO DE HACIENDA

BOE 1 de octubre de 1980

Se aclara el régimen fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria y fondos de inversión mobiliaria.

---

**30. Ley 2/1981, de 25 marzo**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 15 abril 1981

HIPOTECAS. Regula el mercado hipotecario.

---

**31. Orden de 26 de febrero de 1982**

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMERCIO

BOE 27 de febrero de 1982

Modificación de determinados preceptos sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.

---

**32. Real Decreto 685/1982, de 17 marzo**

PRESIDENCIA DEL GOBIERNO

BOE 7 abril 1982

HIPOTECAS. Desarrolla determinados aspectos de Ley 25-3-1981, reguladora del mercado hipotecario.

---

**33. Orden de 14 de mayo de 1982**

BOE 24 de junio de 1982

Regula el procedimiento de la devolución trimestral de las retenciones practicadas a las sociedades y fondos de inversión mobiliaria que no hubieren renunciado al régimen de beneficios fiscales de la disposición transitoria tercera de la ley 61/1978, de 27 de diciembre, del impuesto sobre sociedades.

**34. Orden de 13 de junio de 1983**

---

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 2 de julio de 1983

Determinación del porcentaje del activo que las sociedades de inversión mobiliaria pueden mantener circunstancial o transitoriamente en efectivo por plazo no superior a un año.

**35. Ley 44/1983, de 28 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 30 diciembre 1983

PRESUPUESTOS DEL ESTADO. Aprueba los Presupuestos generales del Estado para 1984.

**36. Ley 46/1984, de 26 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 27 diciembre 1984

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Regula las Instituciones de inversión colectiva.

**37. Real Decreto 124/1985, de 9 enero**

---

MINISTERIO TRANSPORTES, TURISMO Y COMUNICACIONES

BOE 5 febrero 1985

CAJA POSTAL DE AHORROS. Autoriza creación de Sociedad Gestora de un Fondo de Inversión Mobiliaria.

**38. Ley 13/1985, de 25 mayo**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 28 mayo 1985

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS. Inversiones obligatorias, recursos propios y obligaciones de información.

**39. Real Decreto 1346/1985, de 17 julio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 3 agosto 1985

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Reglamento.

**40. Orden de 15 octubre 1985**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 2 noviembre 1985

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Desarrolla diversos aspectos del Reglamento.

**41. Directiva 1985/611/CEE, de 20 diciembre**

---

CONSEJO

DOL 31 diciembre 1985

SOCIEDAD DE INVERSIÓN MOBILIARIA. Coordina las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

**42. Ley 8/1987, de 8 junio**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 9 junio 1987

PLANES Y FONDOS DE PENSIONES. Regula los Planes y Fondos de Pensiones.

**43. Resolución de 24 julio 1987**

---

DIRECCIÓN GENERAL TRIBUTOS

BOE 13 agosto 1987

IMUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO. Consulta vinculante sobre tributación o, en su caso, exención de diversas operaciones y servicios prestados por Entidades de carácter financiero.

**44. Orden de 31 mayo 1988**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 11 junio 1988

SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA. Obligaciones de información de las Sociedades de Capital Variable.

**45. Ley 24/1988, de 28 julio**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 29 julio 1988

MERCADO DE VALORES.

---

**46. Orden de 7 junio 1990**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 13 junio 1990

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-DEUDA DEL ESTADO. Normas sobre suscripción de Convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

---

**47. Real Decreto Legislativo 1175/1990, de 28 septiembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 29 septiembre 1990

IMPUESTO SOBRE ACTIVIDADES ECONÓMICAS. Aprueba las tarifas y la instrucción del Impuesto sobre Actividades Económicas.

---

**48. Real Decreto 1393/1990, de 2 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 16 noviembre 1990  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Reglamento.

---

**49. Orden de 20 diciembre 1990**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 22 diciembre 1990

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Desarrolla parcialmente el Reglamento aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, y habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables.

---

**50. Circular 8/1990, de 27 diciembre**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 5 enero 1991

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Determinación del valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y co-eficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva.

---

**51. Circular 7/1990, de 27 diciembre**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 5 enero 1991  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Normas contables y estados financieros reservados.

---

**52. Ley 31/1990, de 27 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO  
BOE 28 diciembre 1990  
PRESUPUESTOS DEL ESTADO. Aprueba los Presupuestos Generales del Estado para 1991.

---

**53. Circular 1/1991, de 23 enero**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 30 enero 1991  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Contenido de los informes trimestrales a socios y participes.

---

**54. Orden de 26 febrero 1991**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 5 marzo 1991  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Inversiones en títulos del mercado hipotecario.

---

**55. Acuerdo de 26 marzo 1991**

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 8 abril 1991  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Autoriza la inversión en valores cotizados en la Bolsa de México.

---

**56. Ley 18/1991, de 6 junio**

JEFATURA DEL ESTADO  
BOE 7 junio 1991  
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS. Regula el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

---

**57. Ley 19/1991, de 6 junio**

JEFATURA DEL ESTADO  
BOE 7 junio 1991  
IMPUESTO SOBRE EL PATRIMONIO. Regula el Impuesto sobre el Patrimonio.

**58. Real Decreto 1080/1991, de 5 julio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 13 julio 1991

IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS Y SOBRE SOCIEDADES. Determina los países o territorios a que se refieren los artículos 2º, 3-4 de la Ley 17/1991, de 27 mayo de medidas fiscales urgentes, y 62 de la Ley 31/1990, de 27 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, en materia del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto sobre Sociedades (paraísos fiscales).

**59. Orden de 31 julio 1991**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 12 agosto 1991

FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO. Determinación de valores de elevada liquidez.

**60. Orden de 31 julio 1991**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 12 agosto 1991

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Cesión de valores en préstamo por Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria y régimen de recursos propios, de información y contable de las Sociedades Gestoras.

**61. Orden de 1 agosto 1991**

---

BOE 12 septiembre 1991

MERCADO DE VALORES. Autoriza el funcionamiento del Mercado AIAF de Renta Fija como mercado secundario organizado no oficial.

**62. Orden de 31 octubre 1991**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 8 noviembre 1991

DEUDA DEL ESTADO. Modifica Orden de 19 de mayo de 1987, en materia de adquisición y pérdida de la condición de miembro del mercado de anotaciones y fija el saldo mínimo de la deuda anotada que deben mantener las Entidades gestoras.

**63. Orden de 6 julio 1992**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 21 julio 1992

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Operaciones en futuros y opciones financieros.

**64. Ley 19/1992, de 7 julio**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 14 julio 1992

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA. Regula el régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Titulización Hipotecaria.

**65. Resolución de 27 julio 1992**

---

PRESIDENCIA DEL INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS

BOE 4 noviembre 1992

FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO. Criterios de contabilización de las participaciones en los mismos.

**66. Orden de 30 julio 1992**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 14 septiembre 1992

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas.

**67. Circular 3/1992, de 8 octubre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 4 noviembre 1992

VALORES. Normas sobre los valores codificables y procedimientos de codificación.

**68. Circular 5/1992, de 28 octubre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 5 noviembre 1992

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERAS. Normas contables y estados financieros reservados de las Sociedades Gestoras.

---

**69. Real Decreto 1343/1992, de 6 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 7 diciembre 1992

ENTIDADES FINANCIERAS. Desarrolla la Ley 13/1992, de 1-6-1992 sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

---

**70. Acuerdo de 2 diciembre 1992**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 15 diciembre 1992

VALORES. Autoriza la inversión por las instituciones de inversión colectiva españolas en los valores cotizados en la Bolsa de Valores de Argentina.

---

**71. Ley 37/1992, de 28 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 29 diciembre 1992

IMUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO. Regula el Impuesto sobre el Valor Añadido.

---

**72. Real Decreto 1624/1992, de 29 diciembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 31 diciembre 1992

IMUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO. Aprueba el Reglamento del Impuesto sobre el Valor Añadido y modifica otras normas tributarias.

---

**73. Circular 2/1993, de 3 marzo**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 22 marzo 1993

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Remisión de información por las extranjeras que hayan registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores el folleto de oferta de sus participaciones o acciones.

---

**74. Real Decreto 686/1993, de 7 mayo**

MINISTERIO RELACIONES CON LAS CORTES Y DE SECRETARÍA DEL GOBIERNO

BOE 25 mayo 1993

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modifica el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 diciembre, que regula las Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que aprueba el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva precisándose el régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

---

**75. Orden de 11 mayo 1993**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 15 mayo 1993

MERCADO DE VALORES. Aprueba modificaciones del Reglamento y Estatutos del Mercado AIAF de Renta Fija.

---

**76. Orden de 6 julio 1993**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 17 julio 1993

SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA. Normas de funcionamiento de las de Capital Variable.

---

**77. Orden de 12 julio 1993**

BOE 22 julio 1993

MERCADO DE VALORES. Desarrolla el Real Decreto 291/1992, de 27-3-1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

---

**78. Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 septiembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 20 octubre 1993

IMUESTO SOBRE TRANSMISIONES PATRIMONIALES Y ACTOS JURÍDICOS DOCUMENTADOS. Aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

---

**79. Orden de 24 septiembre 1993**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 5 octubre 1993

SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA. Desarrolla la regulación del régimen jurídico de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

**80. Real Decreto 2119/1993, de 3 diciembre**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 23 diciembre 1993

MERCADOS FINANCIEROS. Procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.

**81. Ley 19/1993, de 28 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 29 diciembre 1993

DELITOS-BLANQUEO DE CAPITALES. Establece determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

**82. Circular 4/1993, de 29 diciembre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 21 enero 1994

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modifica parcialmente la Circular 7/1990, de 27-12-1990, sobre normas contables y estados financieros reservados de Instituciones de Inversión Colectiva, y la Circular 1/1991, de 23 de enero, sobre el contenido de los informes trimestrales de las Instituciones de Inversión Colectiva a sus socios y partícipes.

**83. Ley 21/1993, de 29 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 30 diciembre 1993

PRESUPUESTOS DEL ESTADO. Aprueba los Presupuestos Generales del Estado para 1994.

**84. Ley 22/1993, de 29 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 31 diciembre 1993

IMPUESTOS-FUNCIONARIOS PÚBLICOS-DESEMPLÉO. Medidas fiscales, de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo.

**85. Orden de 25 enero 1994**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 28 enero 1994

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-DEUDA PÚBLICA. Modifica la Orden de 7 de junio de 1990 sobre Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

**86. Circular 1/1994, de 16 marzo**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 28 marzo 1994

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Actualización de los folletos.

**87. Real Decreto 538/1994, de 25 marzo**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 30 marzo 1994

ENTIDADES FINANCIERAS. Modifica parcialmente el Real Decreto 1343/1992, de 6-11-1992, en materia de cómputo de recursos propios.

**88. Ley 3/1994, de 14 abril**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 15 abril 1994

ENTIDADES DE CRÉDITO-COMUNIDAD EUROPEA. Adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de la Comunidad Europea de Coordinación Bancaria 89/646/CEE e introduce otras modificaciones relativas al sistema financiero de la Comunidad Europea.

**89. Real Decreto 647/1994, de 15 abril**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 23 abril 1994

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Tasas aplicables por las actividades y servicios prestados.

**90. Real Decreto-Ley 5/1994, de 29 abril**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 30 abril 1994

CORTES GENERALES. Regula la obligación de comunicación de determinados datos a requerimiento de las Comisiones Parlamentarias de Investigación.

**91. Resolución de 19 mayo 1994**

MINISTERIO DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS  
BOE 25 mayo 1994

CORTES GENERALES. Convalida el Real Decreto-Ley 5/1994, de 29 de abril, que se regula la obligación de comunicación de determinados datos a requerimiento de las Comisiones Parlamentarias de Investigación.

**92. Orden de 14 julio 1994**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 19 julio 1994

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Aprueba los modelos de autoliquidación de tasas por supervisión e inspección sobre la actividad de determinadas entidades e instituciones.

**93. Real Decreto 1778/1994, de 5 agosto**

MINISTERIO ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
BOE 20 agosto 1994

PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO. Adecua las normas reguladoras de los procedimientos administrativos para el otorgamiento, modificación y extinción de autorizaciones, a la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

**94. Ley 30/1994, de 24 noviembre**

JEFATURA DEL ESTADO  
BOE 25 noviembre 1994

FUNDACIONES-MECENAZGO. Fundaciones e incentivos fiscales a la participación privada en actividades de interés general.

**95. Orden de 30 noviembre 1994**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 13 diciembre 1994

ENTIDADES FINANCIERAS. Establece normas de valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras.

**96. Orden de 7 diciembre 1994**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 14 diciembre 1994

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-DEUDA DEL ESTADO. Modifica parcialmente las Órdenes de 7 de junio de 1990 y 25 de enero de 1994 sobre Convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

**97. Circular 4/1994, de 14 diciembre**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 28 diciembre 1994

SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA. Normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

**98. Ley 42/1994, de 30 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO  
BOE 31 diciembre 1994  
POLÍTICA ECONÓMICA. Medidas fiscales, administrativas y de orden social.

**99. Acuerdo de 18 enero 1995**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 7 febrero 1995  
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Confirmación y refundición de las delegaciones de competencias en favor del Presidente y del Vicepresidente.

**100. Real Decreto 106/1995, de 27 enero**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
BOE 11 febrero 1995

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Actualiza los tipos de gravamen y modifica el Real Decreto 647/1994 de 15 de abril de 1994, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados.

**101. Acuerdo de 1 febrero 1995**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
BOE 8 febrero 1995  
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Autoriza a las sociedades y fondos de inversión para que inviertan en valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores de Chile.

**102. Real Decreto 828/1995, de 29 mayo**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 22 junio 1995

IMUESTO SOBRE TRANSMISIONES PATRIMONIALES Y ACTOS JURÍDICOS DOCUMENTADOS. Aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

**103. Real Decreto 925/1995, de 9 junio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 6 julio 1995

DELITOS-BLANQUEO DE CAPITALES. Aprueba el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre que establece determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

**104. Real Decreto 1245/1995, de 14 julio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 31 julio 1995

ENTIDADES DE CRÉDITO-COMUNIDAD EUROPEA. Normas sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.

**105. Orden de 27 julio 1995**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 1 agosto 1995

MERCADO DE VALORES. Aprueba la modificación de la autorización del Mercado AIAF de Renta Fija como mercado secundario organizado no oficial, del Reglamento del citado Mercado y de los Estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y autoriza los Estatutos de la entidad a constituir «AIAF, Mercado de Renta Fija, SA».

**106. Real Decreto 2024/1995, de 22 diciembre**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 13 enero 1996

ENTIDADES FINANCIERAS. Modifica parcialmente el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada, e incluye un nuevo Título V sobre las reglas especiales de vigilancia aplicables a los grupos mixtos no consolidables.

**107. Ley 43/1995, de 27 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 28 diciembre 1995

IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES. Regula el Impuesto sobre Sociedades.

**108. Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 junio**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 8 junio 1996

POLÍTICA ECONÓMICA. Medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

**109. Resolución de 20 junio 1996**

---

PRESIDENCIA DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

BOE 26 junio 1996

POLÍTICA ECONÓMICA. Convalidación del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, de medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

**110. Real Decreto 1572/1996, de 28 junio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 12 julio 1996

ENTIDADES FINANCIERAS. Modifica el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, en materia de ponderación de los elementos de riesgo.

**111. Real Decreto 1784/1996, de 19 julio**

---

MINISTERIO JUSTICIA

BOE 31 julio 1996

REGISTRO MERCANTIL. Aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

**112. Orden de 4 diciembre 1996**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 14 diciembre 1996

ENTIDADES FINANCIERAS. Determina la información a presentar al organismo competente para la vigilancia prudencial de los grupos mixtos no consolidables de entidades financieras e introduce algunas modificaciones en las Órdenes de 29 de diciembre 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las Sociedades y Agencias de Valores y sus grupos, y 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de entidades de crédito.

**113. Acuerdo de 18 diciembre 1996**

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 3 enero 1997

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Delegación y refundición de determinadas competencias en favor del Presidente y del Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**114. Ley 13/1996, de 30 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 31 diciembre 1996

POLÍTICA ECONÓMICA. Medidas fiscales, administrativas y del orden social.

**115. Orden de 16 enero 1997**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 18 enero 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-DEUDA DEL ESTADO. Modifica parcialmente las Órdenes de 7 de junio de 1990, 25 de enero de 1994 y 7 de diciembre de 1994, sobre Convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

**116. Orden de 23 abril 1997**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 6 mayo 1997

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA. Delegación de competencias para autorizar instituciones de inversión colectiva.

**117. Acuerdo de 14 mayo 1997**

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 21 mayo 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Autoriza a las Sociedades y Fondos de Inversión para que inviertan en valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores de São Paulo (BOVESPA) y Río de Janeiro (BVRJ), de Brasil.

**118. Real Decreto 775/1997, de 30 mayo**

MINISTERIO PRESIDENCIA

BOE 13 junio 1997

SERVICIOS Y SOCIEDADES DE TASACIÓN. Desarrolla el régimen jurídico de homologación de servicios y sociedades de tasación.

**119. Orden de 10 junio 1997**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 13 junio 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Operaciones en instrumentos financieros derivados.

**120. Real Decreto 901/1997, de 16 junio**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 27 junio 1997

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Actualiza los tipos de gravamen y modifica el Real Decreto 647/1994, de 15 de abril, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados.

**121. Real Decreto 1094/1997, de 4 julio**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 19 julio 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Desarrollo del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, en lo referente a condiciones de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados.

**122. Resolución de 15 julio 1997**

DIRECCIÓN GENERAL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

BOE 19 julio 1997

ENTIDADES FINANCIERAS. Establece las nuevas tasas anuales mínimas y primas de riesgo a los efectos de la valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras.

**123. Circular 3/1997, de 29 julio**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 9 agosto 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Dicta normas sobre obligaciones de información a socios y partícipes de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero y desarrolla parcialmente la Orden de 10 junio de 1997, sobre operaciones de estas instituciones en instrumentos derivados.

**124. Acuerdo de 29 julio 1997**

---

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 8 agosto 1997

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Revocación, confirmación y refundición de delegaciones de competencias en el Presidente y Vicepresidente.

**125. Acuerdo de 29 julio 1997**

---

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 5 agosto 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Autoriza a las Sociedades y Fondos de Inversión para que inviertan en valores admitidos a negociación en el Mercado Nasdaq Stock Market de los Estados Unidos de América.

**126. Orden de 3 noviembre 1997**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 8 noviembre 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modifica la Orden de 20 de diciembre de 1990, que desarrolla parcialmente el Reglamento aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre y habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables.

**127. Acuerdo de 12 noviembre 1997**

---

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 21 noviembre 1997

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Delega facultades del Consejo para la autorización de sustituciones de Entidades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

**128. Circular 4/1997, de 26 noviembre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 12 diciembre 1997

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Criterios de valoración y condiciones de inversión en valores no cotizados.

**129. Circular 5/1997, de 26 noviembre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 12 diciembre 1997

SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA. Modifica el artículo 13 de la Circular 4/1994, de 14 de diciembre sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en tasaciones de inmuebles.

**130. Ley 66/1997, de 30 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 31 diciembre 1997

POLÍTICA ECONÓMICA. Medidas fiscales, administrativas y del orden social.

**131. Acuerdo de 29 enero 1998**

---

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 11 febrero 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Revocación, confirmación y refundición de las delegaciones de competencias en favor del Presidente y Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**132. Acuerdo de 11 marzo 1998**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 27 marzo 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Implantación del Sistema CIFRA-DOC/CNMV (Sistema de Intercambio de Información a través de línea telemática).

**133. Orden de 23 abril 1998**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 1 mayo 1998

MERCADO DE VALORES. Modifica la Orden de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

**134. Resolución de 5 mayo 1998**

SECRETARÍA DE ESTADO DE HACIENDA

BOE 23 mayo 1998

IMUESTO SOBRE TRANSMISIONES PATRIMONIALES Y ACTOS JURÍDICOS DOCUMENTADOS. Hace público el Acuerdo del Consejo de Ministros de 2 de abril de 1998, sobre ejecución de la Sentencia del Tribunal Supremo de 3-10-1997 relativa al recurso contencioso-administrativo número 1/923/1993, interpuesto por la Asociación Española de Banca Privada (AEB), contra el art. 45.1.B) del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre.

**135. Circular 1/1998, de 10 junio**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 19 junio 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos.

**136. Ley 20/1998, de 1 julio**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 2 julio 1998

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Reforma del Régimen Jurídico y Fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva de Naturaleza Inmobiliaria y Cesión de Determinados Derechos de Crédito de la Administración General del Estado.

**137. Circular 2/1998, de 27 julio**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 8 agosto 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Monetaria Europea.

**138. Acuerdo de 27 julio 1998**

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 8 agosto 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Verifica el cumplimiento de los requisitos exigidos por el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, por los mercados organizados de derivados radicados en Estados miembros de la OCDE.

**139. Real Decreto 1732/1998, de 31 julio**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 8 septiembre 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**140. Circular 3/1998, de 22 septiembre**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 2 octubre 1998

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Operaciones en instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva.

**141. Orden de 1 octubre 1998**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 7 octubre 1998

MERCADO DE VALORES. Causas de actualización de folletos informativos e informe trimestral reducido de los Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

**142. Real Decreto 2281/1998, de 23 octubre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 14 noviembre 1998

HACIENDA PÚBLICA. Desarrolla las disposiciones aplicables a determinadas obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria y modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre y el Real Decreto 2027/1995, de 22 de diciembre, regulador de la declaración anual de operaciones con terceras personas.

**143. Ley 37/1998, de 16 noviembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 17 noviembre 1998

MERCADO DE VALORES. Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio que regula el Mercado de Valores.

**144. Ley 40/1998, de 9 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 10 diciembre 1998

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS. Regula el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras normas tributarias.

**145. Circular 6/1998, de 16 diciembre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 31 diciembre 1998

MERCADO DE VALORES. Valores y otros instrumentos de naturaleza codificables y procedimientos de codificación.

**146. Circular 7/1998, de 16 diciembre**

---

PRESIDENCIA DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 30 diciembre 1998

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Establece modificaciones y adaptaciones derivadas de la introducción del euro en determinadas Circulares relativas a los mercados secundarios de valores y sociedades rectoras, sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva, comunicación de participaciones significativas e información pública periódica de entidades con valores admitidos a negociación en bolsas de valores.

**147. Ley 46/1998, de 17 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 18 diciembre 1998

EURO. Introducción del Euro.

**148. Real Decreto 2717/1998, de 18 diciembre**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 19 diciembre 1998

IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES Y SOBRE SOCIEDADES. Regula los pagos a cuenta en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y en el Impuesto sobre la Renta de no Residentes y modifica el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades en materia de retenciones e ingresos a cuenta.

**149. Orden de 23 diciembre 1998**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 30 diciembre 1998

MERCADO DE VALORES. Unidad de cuenta en las obligaciones de información de los organismos rectores de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva y expresión en euros de determinados requisitos relativos al sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado y a las operaciones bursátiles especiales.

**150. Circular 1/1999, de 14 enero**

---

PRESIDENCIA DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 3 febrero 1999

FONDOS DE INVERSIÓN. Folletos e informes trimestrales.

**151. Acuerdo de 28 enero 1999**

---

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 17 febrero 1999

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Revocación, confirmación y refundición de las delegaciones de competencia en favor del Presidente y Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**152. Real Decreto 214/1999, de 5 febrero**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 9 febrero 1999

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS. Aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

**153. Real Decreto 845/1999, de 21 mayo**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 4 junio 1999

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva en relación con las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y dispone otras medidas financieras.

**154. Orden de 28 mayo 1999**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 4 junio 1999

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-DEUDA DEL ESTADO. Modifica la Orden de 7 de junio de 1990 de normas sobre suscripción de Convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

**155. Ley 27/1999, de 16 julio**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 17 julio 1999

COOPERATIVAS. Régimen General de las Cooperativas.

**156. Resolución de 20 julio 1999**

DIRECCIÓN GENERAL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

BOE 28 julio 1999

ENTIDADES FINANCIERAS. Establece las nuevas tasas anuales mínimas y primas de riesgo mínimas a los efectos de la valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras.

**157. Acuerdo de 22 septiembre 1999**

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 5 octubre 1999

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Confirmación y refundición de las delegaciones de competencias en favor del Presidente y Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**158. Orden de 7 octubre 1999**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 16 octubre 1999

MERCADO DE VALORES. Desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

**159. Real Decreto 1704/1999, de 5 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 6 noviembre 1999

IMPUESTO SOBRE EL PATRIMONIO. Determina los requisitos y condiciones de las actividades empresariales y profesionales y de las participaciones de entidades para la aplicación de las exenciones correspondientes en el Impuesto sobre el Patrimonio.

**160. Ley 41/1999, de 12 noviembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 13 noviembre 1999

VALORES. Sistemas de pagos y de liquidación de valores.

**161. Orden de 15 diciembre 1999**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 23 diciembre 1999

IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE SOCIEDADES Y SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES. Aprueba modelos 187, en pesetas y en euros, de declaración informativa de acciones o participaciones representativas del capital o del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva y del resumen anual de retenciones e ingresos a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, en relación con las rentas o ganancias patrimoniales obtenidas como consecuencia de las transmisiones o reembolsos de esas acciones o participaciones así como los diseños físicos y lógicos para la presentación obligatoria de los citados modelos 187 por soporte directamente legible por ordenador, y modifica la Orden de 22 de febrero de 1999, que aprueba los modelos 117, en pesetas y en euros.

**162. Ley 55/1999, de 29 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 30 diciembre 1999

POLÍTICA ECONÓMICA. Medidas fiscales, administrativas y del orden social.

**163. Orden de 10 marzo 2000**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 17 marzo 2000

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores negociados en el Mercado de Valores Latinoamericanos.

**164. Circular 2/2000, de 30 mayo**

---

PRESIDENCIA DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 13 junio 2000

MERCADO DE VALORES. Modelos normalizados de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

**165. Acuerdo de 18 octubre 2000**

---

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 10 noviembre 2000

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Confirmación y refundición de las delegaciones de competencias a favor de la Presidencia y de la Vicepresidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**166. Orden de 22 noviembre 2000**

---

MINISTERIO HACIENDA

BOE 1 diciembre 2000

IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE SOCIEDADES Y SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES. Modifica la Orden de 15 de diciembre de 1999, que aprueba modelos 187, en pesetas y en euros, de declaración informativa de acciones o participaciones representativas del capital o del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva y del resumen anual de retenciones e ingresos a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, en relación con las rentas o ganancias patrimoniales obtenidas como consecuencia de las transmisiones o reembolsos de esas acciones o participaciones así como los diseños físicos y lógicos para la presentación obligatoria de los citados modelos 187 por soporte directamente legible por ordenador.

**167. Ley 6/2000, de 13 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 14 diciembre 2000

POLÍTICA ECONÓMICA. Aprueba medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa.

**168. Directiva 2001/107/CE, de 21 enero**

---

CONSEJO PARLAMENTO EUROPEO

DOL 13 febrero 2002

SOCIEDAD DE INVERSIÓN MOBILIARIA. Modifica la Directiva 85/611/CEE de 20 diciembre 1985 que coordina las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados.

**169. Real Decreto 91/2001, de 2 febrero**

---

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 17 febrero 2001

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre que aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

**170. Circular 1/2001, de 18 abril**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 9 mayo 2001

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modelos de folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva.

**171. Orden de 18 abril 2001**

---

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 26 abril 2001

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Folletos explicativos, informes trimestrales y obligaciones de información de las instituciones de inversión colectiva.

**172. Circular 2/2001, de 18 julio**

---

BANCO DE ESPAÑA

BOE 2 agosto 2001

ENTIDADES DE CRÉDITO. Declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables.

**173. Real Decreto 867/2001, de 20 julio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 7 agosto 2001

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN. Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión.

**174. Acuerdo de 10 octubre 2001**

CONSEJO DE COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 7 noviembre 2001

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Delegación de competencias a favor del Presidente y el Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**175. Real Decreto 1322/2001, de 30 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 1 diciembre 2001

ADMINISTRACIÓN Y CONTABILIDAD DEL ESTADO. Establece las reglas para la constancia en la unidad de cuenta euro de los asientos que se practiquen en los registros públicos administrativos.

**176. Ley 21/2001, de 27 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 31 diciembre 2001

COMUNIDADES AUTÓNOMAS. Regula las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común y Ciudades con Estatuto de Autonomía.

**177. Real Decreto 1419/2001, de 17 de diciembre**

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 5 enero 2002

ENTIDADES FINANCIERAS. Modifica parcialmente el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

**178. Circular 1/2002, de 16 septiembre**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 10 octubre 2002

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de Inversión Colectiva de la Unión Monetaria Europea.

**179. Ley 44/2002, de 22 noviembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 23 noviembre 2002

ORDENACIÓN ECONÓMICA. Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

**180. Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 13 diciembre 2002

PLANES Y FONDOS DE PENSIONES. Aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.

**181. Ley 46/2002, de 18 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 19 diciembre 2002

IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOCIEDADES Y RENTA DE NO RESIDENTES. Reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y modifica las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes.

**182. Ley 49/2002, de 23 diciembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 24 diciembre 2002

ENTIDADES SIN FINES LUCRATIVOS-MECENAZGO. Régimen fiscal de las entidades sin fines lucrativos y de los incentivos fiscales al mecenazgo.

**183. Real Decreto 116/2003, de 31 enero**

MINISTERIO HACIENDA

BOE 1 febrero 2003

RECAUDACIÓN DE TRIBUTOS. Modifica el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero y el Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios a que se refieren los artículos 2º, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales y Urgentes, y 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

**184. Orden ECO/805/2003, de 27 marzo**

---

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 9 abril 2003

SERVICIOS Y SOCIEDADES DE TASACION. Normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras.

**185. Orden ECO/1047/2003, de 23 abril**

---

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 1 mayo 2003

ENTIDADES DE DEPÓSITO. Autoriza al Sistema Nacional de Compensación Electrónica, para la transmisión de solicitudes de traspasos, para la transferencia de efectivo y para la transmisión de información entre las entidades intervenientes en el procedimiento de traspaso entre instituciones de inversión colectiva.

**186. Ley 12/2003, de 21 mayo**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 22 mayo 2003

TERRORISMO. Ley de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo.

**187. Ley Orgánica 4/2003, de 21 mayo**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 22 mayo 2003

TERRORISMO. Complementa la Ley de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo, que modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio del Poder Judicial, y la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa.

**188. Directiva 2003/48/CE, de 3 junio**

---

CONSEJO

DOL 26 junio 2003

FISCALIDAD Fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses.

**189. Ley 35/2003, de 4 noviembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 5 noviembre 2003

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

**190. Resolución de 18 noviembre 2003**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 27 noviembre 2003

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Establece el procedimiento y las condiciones para el pago a través de entidad colaboradora en la gestión recaudatoria y por vía telemática de las tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**191. Ley 58/2003, de 17 diciembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 18 diciembre 2003

HACIENDA PÚBLICA. Ley General Tributaria.

**192. Circular 3/2003, de 29 diciembre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 13 enero 2004

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Información de las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**193. Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 marzo**

---

MINISTERIO HACIENDA

BOE 9 marzo 2004

HACIENDAS LOCALES. Aprueba el texto refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales.

**194. Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 marzo**

---

MINISTERIO HACIENDA

BOE 10 marzo 2004

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS. Aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

---

**195. Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 marzo**

MINISTERIO HACIENDA

BOE 11 marzo 2004

IMUESTO SOBRE SOCIEDADES. Aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

---

**196. Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 marzo**

MINISTERIO HACIENDA

BOE 12 marzo 2004

IMUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES. Aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes.

---

**197. Orden ECO/734/2004, de 11 marzo**

MINISTERIO ECONOMÍA

BOE 24 marzo 2004

PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR. Departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

---

**198. Directiva 2004/39/CE, de 21 abril**

CONSEJO PARLAMENTO EUROPEO

DOL 30 abril 2004

INSTITUCIONES FINANCIERAS Y DE CRÉDITO. Regula los mercados de instrumentos financieros y modifica Directivas 85/611/CEE, de 20 de diciembre, 93/6/CEE, de 15 de mayo, 2000/12/CE, de 20 de marzo y deroga Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo.

---

**199. Resolución de 22 abril 2004**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 7 mayo 2004

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Califica de escasa relevancia determinadas modificaciones de proyectos constitutivos, estatutos y reglamentos de instituciones de inversión colectiva.

---

**200. Real Decreto 1775/2004, de 30 julio**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 4 agosto 2004

IMUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS. Aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

---

**201. Real Decreto 1777/2004, de 30 julio**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 6 agosto 2004

IMUESTO SOBRE SOCIEDADES. Aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

---

**202. Real Decreto 1778/2004, de 30 julio**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 7 agosto 2004

HACIENDA PÚBLICA-UNIÓN EUROPEA. Establece obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.

---

**203. Real Decreto 54/2005, de 21 enero**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 22 enero 2005

DELITOS-BLANQUEO DE CAPITALES. Modifica el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, que establece determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, aprobado por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador.

---

**204. Real Decreto 1309/2005, de 4 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 8 noviembre 2005

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.

---

**205. Real Decreto 1310/2005, de 4 noviembre**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 16 noviembre 2005

Se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

**206. Ley 23/2005, de 18 noviembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 19 noviembre 2005

ORDENACIÓN ECONOMICA. Reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad.

**207. Ley 25/2005, de 24 noviembre**

---

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 25 noviembre 2005

ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. Ley reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

**208. Orden EHA/1199/2006, de 25 abril**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 26 abril 2006

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Desarrolla las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre reguladora de las instituciones de inversión colectiva, relativas a las instituciones de inversión colectiva de inversión libre y las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar diversas disposiciones.

**209. Circular 1/2006, de 3 mayo**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 17 mayo 2006

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.

**210. Orden EHA/1674/2006, de 24 mayo**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 1 junio 2006

IMPIUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES. En el ámbito del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente, establece un procedimiento especial de acreditación de la residencia de ciertos accionistas o participes no residentes, en el supuesto de contratos de comercialización transfronteriza de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva españolas mediante cuentas globales suscritos con entidades intermedias residentes en el extranjero, y regula las obligaciones de suministro de información de estas entidades a la administración tributaria española.

**211. Circular 2/2006, de 27 junio**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 25 julio 2006

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**212. Orden EHA/2688/2006, de 28 julio**

---

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 19 agosto 2006

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA-DEUDA DEL ESTADO. Convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

**213. Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto**

---

COMISIÓN

DOUEL 2 de septiembre de 2006

Aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

**214. Reglamento CE 1287/2006, de 10 de agosto**

---

COMISIÓN

DOUEL, 10 de agosto de 2006

Aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

**215. Circular 3/2006, de 26 octubre**

---

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

BOE 22 noviembre 2006

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva.

---

**216. Ley 35/2006, de 28 noviembre**

JEFATURA DEL ESTADO

BOE 29 noviembre 2006

IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE SOCIEDADES, SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES Y SOBRE EL PATRIMONIO. Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

---

**217. Real Decreto 362/2007, de 16 marzo**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 17 marzo 2007

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

---

**218. Directiva 2007/16/CE, 19 de marzo**

DOUEL, 20 de marzo de 2007

Establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones.

---

**219. Real Decreto 439/2007, de 30 marzo**

MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA

BOE 31 marzo 2007

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS. Aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

# BIBLIOGRAFÍA

## LIBROS Y ARTÍCULOS

- ABELLA SANTAMARÍA, J. *La ordenación del Mercado de Valores: un ordenamiento dinámico*. Madrid: Tecnos, 1995.
- ABELLA, S. y MAYORGA, J.A *Notas sobre el nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva*. Papeles de Economía Española. Suplementos del Sistema Financiero. Nº 35, 1991.
- AGUSTIN TORRES, C. *Usufructo sobre participantes en fondos de inversión*. Revista Jurídica de Cataluña Colegio de Abogados de Barcelona, 2003.
- ALBELLA AMIGO, S. *Régimen fiscal de los Fondos de Inversión en la Ley sobre Instituciones de Inversión Colectiva*. Estudios sobre tributación bursátil, 1987.
- ALDCROFT, D.H. (1998): «*International lending, debtor countries and the Great Depression*», en NÚÑEZ, C.E. (ed.): Public debt, public finance, money and balance of payments in debtor countries, 1890-1932/1933, Fundación Fomento de la Historia Económica, Madrid, pp. 11-29.
- ALEJANDRO BALET, B. (Dir.) *Instituciones de inversión colectiva y mercados financieros*. Seminario celebrado en la Universidad de Oviedo del 4 al 8 de julio de 2005 Lex Nova, 2006.
- ALONSO UREBA, ALBERTO y MARTÍNEZ-SIMANCAS, JULIÁN, *Instituciones del mercado financiero*, Sopec Editorial, S.A. (Grupo BSCH), Madrid, julio 1999.
- ÁLVAREZ ARJONA, JOSÉ MARÍA -director- y ERLAIZ COTELO, IÑIGO -coordinador-, *“Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales”*, Ed. Thomson Aranzadi, 2006.
- ÁLVAREZ PIECHACZEK, UTE HELGA. *Régimen tributario de los productos financieros: otros productos (2/2)* La Gaceta de los Negocios, dossier 12 de noviembre 2004.
- ARASA, C. *Sobre el significado del crecimiento de los Fondos de Inversión*. Boletín Económico del ICE. Nº 2384, 1993.
- BALLESTEROS, P. (1952): *Las sociedades de inversión mobiliaria y la reforma de las leyes fiscales*, Revista de Derecho Privado, septiembre, pp. 697-703.

- BANALOCHE PÉREZ, J. *Las ganancias de capital y los fondos de inversión.* XXIII Semana de Estudios de Derecho Financiero, 1975.
- BARBÉ CAPDEVILA, C. *Operaciones societarias en una SA, SIM cotizada para el reparto máximo posible a los accionistas del haber social antes de iniciar el proceso de disolución-liquidación.* Revista de Sociedades N° 8/1997 1 Pamplona: Editorial Aranzadi, S.A., 1997.
- BARRACHINA JUAN, E. *Las Instituciones de Inversión Colectiva en el Impuesto sobre Sociedades.* Gaceta Fiscal. N.º 170 del 1 de noviembre de 1998.
- BARRERO, M. *Los fondos inmobiliarios, lentos pero seguros.* Inversión y Capital. N° 68, 1994.
- BARRERO, M. *Manual de Fondos de Inversión* 4<sup>a</sup> ed. Inversor Ediciones, 2000.
- BARRERO, M. *Vea dónde invierten sus fondos inmobiliarios.* Inversión y Capital. N° 120.
- BERAZA PÉREZ, IKER. *La nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva.* Perspectivas del Sistema Financiero, n° 87/2006 (mayo-agosto).
- BLASCO DELGADO, C. *Los fondos de inversión: decisiones de inversión o desinversión ante las modificaciones que introduce la nueva Ley de IRPF.* Revista de Información Fiscal N° 30 Editorial Lex Nova, 1998.
- BLASCO DELGADO, C. *Régimen fiscal de las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras denominadas en divisa.* Información Fiscal (Revista de Información Fiscal). N.º 43 de enero a febrero del 2001.
- BULLOCK, H. (1959): *The Story of Investment Companies*, Columbia University Press, New York.
- CABELO MEDINA, C. *Los Fondos de Inversión.* Actualidad Financiera (La Ley), 1992.
- CACHÓN BLANCO, J.E. *Los Fondos de Inversión Mobiliaria (I).* Actualidad del Mercado Financiero. N° 12.
- CACHÓN BLANCO, J.E. *Los Fondos de Inversión Mobiliaria (II).* Actualidad del Mercado Financiero. N° 1.
- CACHÓN BLANCO, J.E. *Los Fondos de Inversión Mobiliaria (III).* Actualidad del Mercado Financiero. N° 2.
- CAÑO ALONSO, J.C. *Tratamiento fiscal de las rentas contabilizadas de las acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva: art. 73 LIS.* Jurisprudencia Tributaria Aranzadi Vol. I Editorial Aranzadi, S.A., 1999.
- CAÑO ALONSO, J.C. *Tributación de las instituciones de inversión colectiva y de sus accionistas o partícipes.* Monografías Aranzadi, 2004.

- CANTA DIAZ DE GUEREÑU, JORGE y otros autores. *Fondos Hedge: Conceptos y estrategias*. Ed. Pirámide.
- CARASA SOTO, P. (2001): *Proyectos y fracasos del crédito agrícola institucional en la España contemporánea*, Áreas. Revista de Ciencias Sociales, nº 21, pp. 95–121.
- CARBAJO VASCO, D. *El régimen tributario de las Instituciones de Inversión Colectiva*. Papelería de Economía Española. Suplementos del Sistema Financiero. N° 32, 1990.
- CARBAJO VASCO, D. *La nueva fiscalidad de las instituciones de inversión colectiva*. Impuestos (Compendio), 1991.
- CARBAJO VASCO, D. *Rentabilidad financiera y fiscalidad de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria* Crónica Tributaria N° 68. Instituto de Estudios Fiscales, 1993.
- CARMAGNANI, M. (1984): *Estado y sociedad en América Latina*, Crítica, Barcelona.
- CARNERO LORENZO, F. (1995): *Crisis económica y banca en Canarias, 1931-1936*, en Homenaje a Antonio de Bethencourt Massieu, Ediciones del Cabildo Insular de Gran Canaria, Las Palmas de Gran Canarias, tomo I, pp. 387-417.
- CARNERO LORENZO, F. (1997): *Política cambiaria y economía isleña, 1919-1959. Una primera aproximación*, Situación. Serie de estudios regionales. Canarias, pp. 29-48.
- CARNERO LORENZO, F. (2000): *El papel de las entidades oficiales de crédito en la economía canaria*, en Economía Canaria 1999. 2º Seminario de Economía Canaria, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Las Palmas de Gran Canaria, pp. 408-420.
- CARNERO LORENZO, F. (2001): *Las cajas de ahorros en Canarias. Una perspectiva histórica*, en CARNERO LORENZO, F. y J.S. NUEZ YÁNEZ (coords.): Empresa e Historia en Canarias, Fundación Fyde-CajaCanarias, Santa Cruz de Tenerife, pp. 231-261.
- CARNERO LORENZO, F. y J.S. NUEZ YÁNEZ (2001): *El crédito agrícola en Canarias, 1880-1936*, Áreas. Revista de Ciencias Sociales, nº 21, pp. 145-163.
- CARRASCOSA, A. *Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Boletín Económico de ICE. N° 2367.
- CASADEJUS, M. *Los Fondos de Inversión: breve historia de un instrumento de futuro*. Actualidad Financiera (La Ley), 1997.
- CASADO, J. y L. MARTINEZ (1992): *Conocer los fondos de inversión*, Gestión 2000, Barcelona.
- CASAS JURADO, C. y ORTEGA DÍAZ, M.I. *Implicaciones del desarrollo de los fondos de inversión sobre el sistema financiero español*. Actualidad Financiera (La Ley), 2000.
- CASTRO CORBAT, M.J. (1965): *Fondos comunes de inversión*, Depalma, Buenos Aires.

- CASTROMIL SÁNCHEZ, F. *Notas sobre la problemática fiscal de los fondos de inversión mobiliaria*. Crónica Tributaria (Instituto de Estudios Fiscales) Revista N.º: 12.
- CERVERA MERCADILLO, V. *Las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable* Est. Sánchez Calero Vol. IV.
- CERVERA-MERCADILLO TAPIA, V. *Incidencia de la nueva regulación de los arrendamientos urbanos de vivienda en la implantación real de los fondos de inversión inmobiliaria*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil (Lex Nova), 1995. Revista N.º: 57.
- CERVERA-MERCADILLO TAPIA, V. *La reforma del régimen de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Actualidad Inmobiliaria (La Ley-Actualidad), 1999.
- CERVERA-MERCADILLO TAPIA, V.J. *Consideraciones generales sobre los fondos de inversión inmobiliaria*. Ediciones de la Universidad Europea de Madrid-CEES.
- CERVERA-MERCADILLO TAPIA, V. *La nueva regulación de los fondos de inversión*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil (Lex Nova), 1996. Revista N.º 64.
- CERVERA-MERCADILLO, V. *La nueva disciplina reglamentaria de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1999.
- CHIRIVELLA, J.R. *Guía práctica de fiscalidad de fondos de inversión y de Unit Linked*. 2<sup>a</sup> ed. Inversor Ediciones, 2001.
- COCA PÉREZ, J. L., LÓPEZ PASCUAL, J., DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M.C. y RUEDA GONZÁLEZ, A. *Instituciones de inversión colectiva: aproximación a los fondos de inversión*. Actualidad Financiera (La Ley), 1991.
- CONTRERAS GÓMEZ, C. *Las entidades de crédito ante la popularización de la inversión colectiva*. Papeles de Economía Española. Suplementos del Sistema Financiero N° 35, 1991.
- CONTRERAS GÓMEZ, C. *Vehículos de inversión garantizados: Introducción a una controversia*. Perspectivas del Sistema Financiero N° 55.
- CONTRERAS GÓMEZ, C. y FERNÁNDEZ LÓPEZ, J. *Ánalisis del efecto de cierre fiscal en el caso de la inversión colectiva en España*. Fundación BBVA N° 55, 1995.
- COSTA RAN, L. *Fondos de inversión en mercados financieros derivados*. Actualidad Financiera (La Ley), 1993.
- CROISSIER BATISTA, L. C. *La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública*. Papeles de Economía Española. Suplementos del Sistema Financiero N° 35, 1991.
- CUATRECASAS. *Comentarios al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*. Ed. Thompson Aranzadi.
- CUATRECASAS. *Comentarios al Impuesto sobre Sociedades*. Edit. Civitas.
- DE BARBERÁ LLAURADÓ, R. *Los rendimientos de las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria y el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*. Crónica Tributaria N° 73. Instituto de Estudios Fiscales, 1995.

- DE LA CALLE OLIVA, J.A. *Las relaciones jurídicas en el fondo de inversión mobiliaria.* Moneda y Crédito N° 99. Diciembre 1966.
- DE LA CONCHA LÓPEZ-ISLA, M. *Instituciones de Inversión Colectiva.* Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el sistema financiero N° 12, 1985.
- DE LA PUERTA, M. y OLMEDILLA, P. *Instituciones de inversión colectiva. Aspectos fiscales y obligaciones de información.* Actualidad Financiera, N° monográfico 2º trimestre 1999.
- DE LONG, J.B. y A. SHLEIFER (1991): *The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-end Mutual Funds,* The Journal of Economic History, nº 3, pp. 675-700.
- DE LUIS ESTEBAN, J. M. y SANMARTÍN FERNÁNDEZ, J. *Problemas jurídico-tributarios de las entidades de inversión colectiva mobiliaria.* Tributación de los Rendimientos Mobiliarios IEF, 1976.
- DEPARTAMENTOS DE ESTUDIO DEL BHE. *Instituciones de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria.* Revista Española de Financiación a la Vivienda. N° 20.
- DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA. *Aspectos básicos del nuevo reglamento de la Ley de instituciones de inversión colectiva.* Boletín Económico de ICE 1990 (2256).
- DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA. *Aspectos básicos del nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.* Información Comercial Española 12 al 18 de noviembre de 1990.
- DOCAVO ALBERTI, L. *Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 21-10-2004 (TJCE 2004, 309), sobre el tratamiento del IVA a las SICAV.* Quincena Fiscal, nº 5/2006 (marzo).
- DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. *El tratamiento fiscal de los fondos de inversión en el IRPF: un análisis comparativo.* Perspectivas del Sistema Financiero, nº 87/2006 (mayo-agosto).
- EDWARDS, FRANKLIN R., *Hedge Funds and the Collapse of Long Term Capital Management,* Journal of Economic Perspectives- Volume 13, Number 2.
- ESTEBAN PAUL, A. *Régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva.* Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero N° 55, 1996.
- FAFFA, J.C. (1963): *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne,* Cujas, París.
- FALCON y TELLA, R. *La deducción por reinversión de beneficios extraordinarios y su materialización en SICAV: una consulta desaparecida.* Quincena Fiscal, nº 19/2005 (Noviembre).

- FALCÓN Y TELLA, R. *Las SIMCAV y el abuso de las facultades de autotutela de la Hacienda Pública*. Quincena Fiscal, nº 15/2005 (septiembre).
- FALCÓN Y TELLA, R. *Los incrementos derivados de participaciones en FIAMM en el Impuesto sobre Sociedades: una interpretación del art. 73 de la Ley 43/1995*. Quincena Fiscal Aranzadi Nº 2/1998
- FARRANDO MIGUEL, I. *La inversión a través de Instituciones de Inversión Colectiva*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. N° 51, 1993.
- FERNÁNDEZ AGUADO, J. *Circular 1/2005, de 1 de abril. Modelos de información pública*. Derecho de los Negocios 2005
- FERNÁNDEZ AGUADO, J. *Legislación en proyecto: Enmiendas a la reforma de la legislación mercantil en materia contable*. Derecho de los Negocios, 2007. Revista N°: 196
- FERNÁNDEZ DE LARRINOA LUBIANO *Consideraciones sobre el presente y el futuro de los fondos de inversión en España*. Perspectivas del Sistema Financiero N° 55, 1996.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L. y LÓPEZ PENABAD, M.C. *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria: nuevas posibilidades de desarrollo*. Actualidad Financiera (La Ley), 1999.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A y MATALLÍN SÁEZ, J.C. *Análisis de la clasificación de los fondos de inversión mobiliaria*. Actualidad Financiera (La Ley), 1999.
- FERNÁNDEZ RAÑADA Y DE LA GÁNDARA, P. (1984): *Las instituciones de inversión colectiva*, Papeles de Economía Española, nº 18, pp. 371-383.
- FERRUZ AGUDO, L. y ORTIZ LÁZARO, C. *Armonización fiscal de fondos de inversión en el entorno europeo*. Crónica Tributaria. N.º 117 Instituto de Estudios Fiscales: 2005.
- FERRUZ AGUDO, L., J.L. SARTO MARZAL y L.A., VICENTE GIMENO (2002): *Los fondos de inversión en el desarrollo del “capitalismo popular”*, Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Zaragoza, Zaragoza. Documento de trabajo 14/2002.
- FRAX ROSALES, E. y M.J. MATILLA QUIZA. (1996): *Los seguros en España, 1830-1934*, Revista de Historia Económica, nº 1, pp. 183-203.
- GALBRAITH, J.K. (1991): *Breve historia de la euforia financiera*, Ariel, Barcelona.
- GAMARRA MUÑOZ, M.C. *Instituciones de Inversión Colectiva. Una especial referencia a su problemática contable*. Anales de Estudios Económicos y Empresariales. N° 11, 1996
- GÁMEZ AMIÁN, A. (1997): *El crédito institucional a la agricultura en Andalucía*, Universidad de Málaga, Málaga.
- GARCÍA BOZA, J. y RUIZ MALLORQUÍ, M. V. *Plusvalías derivadas de las participaciones en fondos de inversión: análisis financiero de las modificaciones en su fiscalidad*. Actualidad Financiera (La Ley), 1999.

- GARCÍA BOZA, J. y RUÍZ MALLORQUÍ, M.V. *La nueva fiscalidad de los incrementos de patrimonio en los Fondos de Inversión*. Actualidad Financiera (La Ley), 1997.
- GARCÍA DÍAZ, I. (1970): *Los fondos de inversión en el mercado financiero*, Guadiana de Publicaciones, Madrid.
- GARCÍA RUIZ, J.L. (1999): *Otras instituciones de crédito*, en MARTÍN ACEÑA, P.
- GARCÍA SANTOS, M. N. *El nuevo marco para las instituciones de inversión colectiva*. Perspectivas del Sistema Financiero, nº 87/2006 (mayo-agosto).
- GARCÍA VAQUERO, V. (1992): *Los fondos de inversión en España*, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid. Documento de trabajo nº 9202.
- GARCÍA-VAQUERO, V. *Los fondos de inversión en España*. Boletín Económico del Banco de España. Diciembre 1991
- GARCÍA-VAQUERO, V. *El fenómeno de los fondos de inversión en España. Transparencia y rentabilidad, en una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*. Libro Conmemorativo del X Aniversario de la CNMV, 1999
- GATSIK, JONATHAN H., *Hedge Funds: The ultimate game of Liar's Poker*, Suffolk University Law Review.
- GENEROSO HERMOSO, M<sup>a</sup> FLOR. *Fondos de Inversión Mobiliarios e Inmobiliarios*. Edigener, 1992.
- GILBERT, J.C. (1939): *A History of Investment Trust in Dundee, 1873-1938*, P.S. King & Sons, Londres.
- GLASGOW, G. (1930): *The English Investment Trust Companies*, Eyre & Spottiswoode, Londres
- GLASGOW, G. (1932): *The Scottish Investment Trust Companies*, Eyre & Spottiswoode, Londres
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L. M., *Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito*. Boletín Económico del Banco de España, Julio-Agosto 1995.
- GONZÁLEZ PIÑAL, C. y PRA MARTOS, I. *Los Fondos de Inversión Mobiliaria en España. Evolución de su tratamiento fiscal*. Revista de Contabilidad y Tributación. N.<sup>o</sup>129. Centro de Estudios Financieros, S.A.
- GONZÁLEZ SENOVILLA, P. *Los Fondos de Inversión Mobiliaria. Acercamiento a los mismos con especial referencia a su tratamiento fiscal*. Revista Técnica Tributaria. N.<sup>o</sup> 10 de julio a septiembre de 1990. Asociación Española de Asesores Fiscales.
- GONZÁLEZ, LUIS MANUEL. *Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito*. Boletín Económico del Banco de España. Julio-Agosto.
- GONZALO Y GONZÁLEZ, L. y GONZALO MARTÍNEZ, J. *Las Instituciones de Inversión Colectiva y la fiscalidad directa de la UE*. Noticias de la Unión Europea, 2002

- GOTA LOSADA, A. *El fenómeno de la Inversión Colectiva*. Tributación de los rendimientos mobiliarios. IEF, 1976
- GOTA LOSADA, A. *Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Impuestos Directos sobre la Renta*. Hacienda Pública española N° 12
- GRAYSON, J.T. (1928): *Investment Trust, Their Origin, Development and Operation*, Wiley & Sons, New York.
- HERNÁNDEZ ANDREU, J. (coord.) (1998): *Historia monetaria y financiera de España*, Síntesis, Madrid.
- HOYO APARICIO, A. (1993): *La evolución del mercado de valores en España. La Bolsa de Madrid, 1834-1934*, V Congreso de la Asociación de Historia Económica, Universidad de País Vasco, San Sebastián, pp. 371-383.
- HOYO APARICIO, A. (2001): *La evolución de la bolsa y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*, en SUDRIÁ, C. y TIRADO, D.A. (eds.): Peseta y protección. Comercio exterior, moneda y crecimiento económico en la España de la Restauración, Edicions Universitat de Barcelona, Barcelona, pp. 261-280.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (1997): *Internacional Mutual Fund Survey*, March, Investment Company Institute, Washington, D.C.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (2002): *Internacional Mutual Fund Survey*, March, Investment Company Institute, Washington, D.C.
- JAQUOTOT GARRE, N. *Tributación de las instituciones de inversión colectiva*. Carta Tributaria Monografías, nº 18/2006 (octubre).
- LARGO GIL, R. *La insolvencia de las empresas de servicios de inversión*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 2004
- LARRAGA, P. *Derivados y fondos de inversión Los mercados españoles de productos derivados En: Seminario celebrado en la Universidad Internacional Menéndez y Pelayo del 28 de julio al 1 de agosto de 1997*, obra colectiva dirigida por DÍAZ RUÍZ, E. y LARRAGA, P., editada por el MEFF y Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1998
- LARRAURI ESTEFANIA, M. *Los fondos de inversión inmobiliaria españoles en un entorno global*. Actualidad Financiera (La Ley), 2000.
- LARRAZ, J.M. (1947): *Las sociedades de inversión mobiliaria*, Revista de Derecho Privado, nº XII, pp. 921-930.
- LEE, C., A. SHLEIFER, y R. THALER (1990): *Anomalies: Closed-end Mutual-Funds*, Journal of Economic Perspectives, nº 4, pp. 153-162.
- LEE, C., A. SHLEIFER, y R. THALER (1991): *Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle*, Journal of Finance, nº 46, pp. 75-109.

- LLEVADOT I ROIG, R.M. *Los llamados Fondos de Inversión Inmobiliaria.* Revista Jurídica de Cataluña (Colegio de Abogados de Barcelona), 1973. Revista N.º: 1
- LÓPEZ MARTÍN, M.C. y RODERO FRANGANILLO, A. *La política de inversiones de los fondos de inversión mobiliaria.* Actualidad Financiera (La Ley), 1998.
- LÓPEZ PASCUAL, J. *Los fondos de inversión. Cien preguntas clave y sus respuestas* 2<sup>a</sup> ed. Dykinson, 1997.
- LÓPEZ PASCUAL, J. y P. ALONSO GONZÁLEZ (1999): *Análisis de la relación entre el patrimonio de los fondos de inversión y los depósitos en entidades financieras,* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid, Documento de trabajo nº 9911.
- LOZANO SERRANO, C. *La evasión fiscal mediante sociedades de inversión mobiliaria en la Ley sobre Medidas Urgentes de Reforma Fiscal.* Civitas Revista Española de Derecho Financiero. N.º 15-16 de julio a diciembre de 1977.
- MACÍAS HERNÁNDEZ, A.M. (2001): *Canarias: Una economía insular y atlántica*, en GERMÁN, L., E. LLOPIS, J. MALUQUER DE MOTES y S. ZAPATA (eds.): Historia económica regional de España, siglos XIX y XX, Crítica, Barcelona, pp. 476-
- MADDISON, A. (1997): *La economía mundial, 1820-1992. Análisis y Estadísticas*, O.C.D.E., París.
- MALPICA MUÑOZ, ANTONIO M., artículo sobre el Régimen General de las Instituciones de Inversión Colectiva, incluido en el libro *"Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva"*, Ed. La Ley, febrero 2007.
- MARRIMAN, C.O.H. (1965): *Mutual Funds and Unit Trust. A Global View*, Pitman&Sons, Londres.
- MARTÍN ACEÑA, P. (1989): *El sistema financiero*, en CARRERA, A. (coord.): Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX, Fundación Banco Exterior de España, Madrid, pp. 363-394.
- MARTÍN ACEÑA, P. y M. TITOS MARTÍNEZ, (ed.) (1999): *El sistema financiero en España. Una síntesis histórica*, Universidad de Granada, Granada.
- MARTIN E., A. *La regulación jurídica de los Fondos de Inversión en el Derecho Alemán.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil (Lex Nova) Revista N.º: 69
- MARTÍNEZ DE BEDOYA, C. *Estudio teórico y práctico del usufructo de participaciones de fondos de inversión acumulativos.* Anuario de Derecho Civil (BOE). Número revisita: 2 Ministerio de Justicia. Centro de Publicaciones
- MARTÍNEZ GARCÍA-MONCO, A. *Economía de opción e Instituciones de Inversión Colectiva: Perspectivas de futuro.* La Ley Nº 2707, 22 de marzo de 1991

- MARTINEZ LAFUENTE, A. *Tributación de los Fondos de Inversión Mobiliaria. (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 12 de noviembre de 1987, dictada en el Asunto 112/86)* Noticias CEE (CISS), 1998. Revista N.º: 41
- MARTÍNEZ PARDO, R. *Previsiones en materia de inversión colectiva*. Dirección y Progreso, 1998
- MASCAREÑAS, J. y LÓPEZ, J. *Renta fija y fondos de inversión* Madrid: Pirámide, 1996
- MASCAREÑO PÉREZ-IÑIGO, J. y J. LÓPEZ PASCUAL (1996): *Renta fija y fondos de inversión*, Madrid.
- MATALLÍN SÁEZ, J.C. *Análisis de los resultados de los Fondos de Inversión*. Revista de Contabilidad y Tributación. N.º 243 Madrid: Centro de Estudios Financieros, S.A.
- MAYORGA SÁNCHEZ, J.A. *Contabilidad de las instituciones de inversión colectiva*. Partida Doble (Revista de Contabilidad). N.º 49 del 1 de octubre de 1994.
- MAYORGA SÁNCHEZ, J.A. *Contabilidad e información de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de carteras*. Partida Doble (Revista de Contabilidad). N.º 56 del 1 de mayo de 1995.
- MAYORGA SÁNCHEZ, J.A. y MARCOS BERMEJO, J.M. *El caso de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias*. Partida Doble (Revista de Contabilidad). N.º 55 del 1 de abril de 1995.
- MAYORGA SÁNCHEZ, J.A. y MARCOS BERMEJO, J.M. *Rentabilidad y costes de los Fondos de Inversión. Fondos de Inversión. Una industria en auge*. Perspectivas del Sistema Financiero.
- MESONERO ROMANOS, J. Concentraciones de empresas. *Las fusiones de sociedades, los fondos de reserva y el Impuesto sobre las Rentas del Capital. Caso especial de las Sociedades de Inversión Mobiliaria*. Civitas Revista Española de Derecho Financiero. N.º 7 de julio a septiembre de 1975.
- MÍNGUEZ PRIETO, R y HERNÁNDEZ GARCÍA, G. *Características y evolución reciente de las Instituciones de Inversión Colectiva*. ICE, 1991
- MITCHELL, B.R. (1992): *International Historical Statistics. Europe, 1750-1988*, Stockton Press, New York.
- MITCHELL, B.R. (1993): *International Historical Statistics. The Americas, 1750-1988*, Stockton Press, New York.
- MITCHELL, B.R. (1995): *International Historical Statistics. Africa, Asia & Oceania, 1750-1988*, Stockton Press, New York.
- MONEVA ABADIA, J.M. y ROYO ABENIA, J. M. *La inversión socialmente responsable: especial referencia a los Fondos de Inversión Éticos*. Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental (La Ley), 2003.

- MONZÓN ARAZO, E. *Las instituciones de inversión colectiva*. Tribuna Fiscal (Revista Tributaria y Financiera). N.º 14 del 1 de diciembre de 1991.
- MORALES-ARCE MACIAS, R. *Las nuevas formas de invertir desde la perspectiva personal: los fondos de inversión*. Actualidad Financiera (La Ley), 1993.
- MUÑOZ DEL CAMPO, F. *El tratamiento fiscal de las ganancias patrimoniales procedentes de fondos de inversión en la nueva Ley de IRPF*. Actualidad Financiera (La Ley), 2001.
- NASARRE AZNAR, S. *Patrimonios financieros sin personalidad. Naturaleza jurídica y régimen tributario*. Revista de Contabilidad y Tributación CEF nº 261/2004 (diciembre).
- NAZIR ALONSO, Y. *Fiscalidad de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria*. Lex Nova, 1999.
- NAZIR ALONSO, Y. *Incidencia del nuevo Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en la inversión colectiva*. Crónica Tributaria, 1999
- OJEDA, A. *La normativa alemana sobre fondos de inversión ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil (Lex Nova), 1997. Revista N.º: 66
- ORTEGA NAVARRO, F. J. *Los fondos de inversión y de pensiones en el marco de la Unión Monetaria Europea*. Actualidad Financiera (La Ley), 1998.
- ORTEGA PÉREZ, E. *Comentarios a la Orden Ministerial de Hacienda de 22 de diciembre de 1971, sobre Régimen Jurídico-fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria*. Crónica Tributaria (Instituto de Estudios Fiscales), 1972. Revista N.º: 1.
- ORTI VALLEJO, A. *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria. Aproximación a su régimen jurídico*. Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, nº 690/2005 (julio-agosto).
- OSÁCAR GARAICOECHEA, C. *Manual de Fondos de Inversión Inmobiliaria 2ª ed.* Inversor Ediciones, 1994.
- OSÁCAR, C. *Los fondos de inversión inmobiliaria (SCPI) en Francia. Evolución reciente*. Revista Española de Financiación a la Vivienda. Nº 21.
- PALA LAGUNA, R. *Algunas cuestiones en torno a la responsabilidad de las sociedades gestoras de fondos de inversión*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil (Lex Nova) Nº 65, 1997.
- PALAEZ, A. *¿Que son los hedge funds?* Banca y Finanzas, nº 94/2004 (mayo).
- PALOMO ZURDO, RICARDO J. *Comparativa financiero-fiscal en diferentes productos de inversión*. Estrategia Financiera, nº 226/2006 (marzo).
- PEDROL, A. (1951): *La sindicalización de acciones*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid.

- PÉREZ FRUCTUOSO, MARÍA JOSÉ, *Fondos de Riesgo "Hedge Funds" y cobertura aseguradora*, GR 94, 2006.
- PÉREZ LÓPEZ, F.G. *Fiscalidad en las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Revista de Contabilidad y Tributación. N.º 153 del 1 de diciembre de 1995. Centro de Estudios Financieros, S.A.
- PIÑEL LÓPEZ, E. *El usufructo de participaciones de fondos de inversión mobiliaria*. Anales de la Academia Matriense del Notariado. Número revista: 42 Editoriales de Derecho Reunidas, S.A. EDERSA
- PIÑOL AGUADE, J.M *Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria*. Boletín del Colegio de Registradores de España. Centro de Estudios Registrales, 1992. Revista N.º: 285.
- PLATT, C.M. (1983): *Foreing Finance in Continental Europe and United States, 1815-1870*. Quantities, Origins, Funcions and Distribution, George Allen & Uwin, Londres.
- POLO SÁNCHEZ, E. *Los llamados fondos inmobiliarios en el marco jurídico de la inversión colectiva*. Separata de la Lección de incorporación al claustro de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales Málaga, 1973.
- POMARÓN BAGÜÉS, J. M. *El nuevo régimen de las instituciones de inversión colectiva en España*. Revista Jurídica Española La Ley (Compendio), 1991.
- POMARÓN BAGÜÉS, J.M. *El nuevo régimen de las instituciones de inversión colectiva en España*. La Ley 1991.
- POMARÓN BAGÜÉS, J.M. *Los fondos de inversión mobiliaria y otras instituciones de inversión colectiva*, octubre de 2006.
- PONS PONS, J. (2002): *Las estrategias de crecimiento de las compañías de seguros en España (1900-1940)*, Fundación Empresa Pública, Programa de Historia Económica, Madrid, Documento de trabajo nº 2002/1.
- PRATS ESTEVE, J.M. (1971): *Mito y realidad de los fondos de inversión*, Ediciones Deusto, Bilbao.
- PREISEROWICZ, JACOB, *Has the SEC gone down the wrong path?*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law.
- PULGAR EZQUERRA, J. *La naturaleza jurídica de los fondos de inversión mobiliaria*. Edersa, 2003. Colección: Cuadernos Mercantiles.
- RABADÁN FORNIÉS, M. *Nuevos instrumentos de inversión colectiva*. Dirección y Progreso, 1998.
- RAMÍREZ MEDINA, E. *Novedades en el régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva*. Papeles de economía Española, Suplemento sobre el sistema financiero Nº 35, 1991.
- RAMÍREZ MEDINA, E. *Novedades en la fiscalidad financiera para 1991*. Actualidad Tributaria 1991, (9).

- RAMÍREZ, J.A. *El papel de los bancos y cajas en el desarrollo de los Fondos de Inversión.* Boletín Económico de ICE. Nº 2360.
- RAMOS MUÑOZ, D. *Los problemas tributarios de las Sociedades de Inversión en Capital Variable (SICAV).* Quincena Fiscal, nº 18/2006 (octubre).
- REGALSKY. A.M. (1998): *Endeudamiento, finanzas públicas y balanza de pagos en Argentina, 1880-1914*, en NÚÑEZ, C.E. (ed.): Public debt, public finance, money and balance of payments in debtor countries, 1890-1932/1933, Fundación Fomento de la Historia Económica, Madrid, pp. 165-175.
- RICO ARÉVALO, B. *Las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable como sociedades anónimas especiales.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil Nº 72 Octubre-Diciembre.
- RICO ARÉVALO, B. *A propósito de los fondos de inversión garantizados. La igualdad de trato de los partícipes.* Cuadernos de Derecho y Comercio núm. 26 Madrid: Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Septiembre 1998.
- RICO ARÉVALO, B. *Los fondos de inversión garantizados: elementos jurídicos de configuración.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1997.
- RICO ARÉVALO, B. *Procedimiento de suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión (I): la cotitularidad en las participaciones.* Actualidad Financiera (La Ley), 1995.
- RICO ARÉVALO, B. *Procedimiento de suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión (II): la cotitularidad en las participaciones.* Actualidad Financiera (La Ley), 1995.
- RICOTE GIL, F. *Ánalisis técnico de los seguros ligados a fondos de inversión.* Revista Española de Seguros Nº 105/2001 Madrid: Editorial Española de Seguros, S.A., 2001.
- ROBERTS, R. (1998): *International Capital Flows: The Lender-Borrower Relationship and Latin America, 1830-1931*, en NÚÑEZ, C.E. (ed.): Finance and the making of modern capitalism world, 1750-1931, Fundación Fomento de la Historia Económica, Madrid, pp. 97-106.
- RODA, F. (1991): *Las instituciones de inversión colectiva en España,* Papeles de Economía Española, nº 49, pp. 158-167.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. *Instituciones de Inversión Colectiva. Sociedades y Fondos de Inversión. Derecho del Mercado Financiero.* Tomo I Entidades del Mercado Financiero. Vol. 1 Caracterización y régimen, 1994.
- RODRÍGUEZ DE PRADO, F. *Implicaciones del desarrollo de los Fondtesoro en la evolución de los fondos de inversión en la década de los 90.* Actualidad Financiera (La Ley).
- ROIG COTANDA, J.M. *Fiscalidad de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero.* Actualidad Tributaria (Compendio), 1991.

- RUESGA BENITO, S.M. *Fondos de inversión de los trabajadores en España*. Relaciones Laborales (La Ley), 1990.
- RUGG, D.D. (1986): *The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds*, D.J.I., New York.
- SACRISTÁN DÍAZ, M. y DE LA TORRE GALLEGOS, A. *Cobertura del riesgo en fondos de inversión*. Actualidad Financiera (La Ley), Semana 17 - 23 Ene. 1994.
- SÁNCHEZ BLÁZQUEZ, V.M. *Régimen fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Impuestos (La Ley), 1994.
- SANZ GADEA, E. *Impuesto sobre Sociedades. Normas aparecidas en 2005*. Revista de Contabilidad y Tributación CEF, nº 276/2006 (marzo).
- SANZ GADEA, E. *Instituciones de Inversión Colectiva*. Revista de Contabilidad y Tributación. N.º 109 del 1 de abril de 1992.
- SANZ, J.F. *La inversión colectiva*. Actualidad Financiera, 1991.
- SERRA MALLOL, A.J. *Los Fondos de Inversión a partir del 1 de enero de 1994: su aspecto de rentabilidad neta fiscal*. Tribuna Fiscal (Revista Tributaria y Financiera). N.º 43 del 1 de mayo de 1994.
- SERRA MALLOL, A.J. *Los fondos de inversión: ¿Alternativa total a otras formas de inversión?* Tribuna Fiscal (Revista Tributaria y Financiera). N.º 21 del 1 de julio de 1992.
- SERRA MALLOL, A.J. *Más sobre los fondos de inversión*. Tribuna Fiscal (Revista Tributaria y Financiera). N.º 27 del 1 de enero de 1993.
- SERRANO MAZO, J. A. *Fondos de Inversión*. Actualidad Financiera (La Ley), 1996.
- SERVIEN, L.M. (1962): *Les sociétés d'investissement ou fonds de placement, nouvelle formule d'épargne*, N.B.D.J., Lausana.
- SERVIEN, L.M. Y A. LÓPEZ VAQUE (1970): *Fondos de inversión. Una nueva forma de ahorro*, Deusto, Bilbao.
- SLOF, E.J. *Dilemas de la contabilización de participaciones en fondos de inversión*. Partida Doble (Revista de Contabilidad). N.º 51 del 1 de diciembre de 1994.
- SOLDEVILLA GARCÍA, E. (1999): *Los fondos de inversión. gestión y valoración*, Pirámide, Madrid.
- SOLER MOVILLA, M.A. *Los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria en España*. Actualidad Financiera (La Ley), 1997.
- SOTTO ROQUE, E. *Los Fondos de Inversión en Internet*. Actualidad Financiera (La Ley), 1996.
- TAPIA HERMIDA, A. J. *Desarrollo de ciertos aspectos técnicos de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Nº 56.

- TAPIA HERMIDA, A. J. *Modificaciones en la política de inversión de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 32.,
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Propuesta de directiva sobre Organismos de Inversión Colectiva de Valores Mobiliarios*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 55.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Las operaciones de las IIC en instrumentos financieros derivados: La Orden de 10 de junio de 1997 y la Circular 3/1997 de la CNMV*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 67.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria: la Orden de 24 de septiembre de 1993*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. N° 52.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La Circular 1/1991, de la CNMV sobre los Informes trimestrales de las IIC*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 41.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La Circular 4/1993, de la CNMV, sobre contabilidad e información de las IIC*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 53.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La información periódica de las sociedades cotizadas y de las IIC: especial referencia a la Circular 2/1993 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 49.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La inversión de las instituciones de inversión colectiva en valores no cotizados: el Real Decreto 1094/1997*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil (Lex Nova), 1997. Revista N.º: 67.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La ley sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulación Hipotecaria*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. N° 46.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La modificación del Reglamento de la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva: Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria y adaptación al régimen fiscal*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. N° 50.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *La Orden de 31 de julio de 1991 sobre valores de elevada liquidez en el ámbito de los FLAMM*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 43.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Las Circulares 7 y 8 de 1990 de la CNMV sobre aspectos contables de las IIC*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 40.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho Español y en el Derecho Portugués*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil 32.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Operaciones de las IIC en futuros y opciones financieros*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 46.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *Propuesta de Directiva del Consejo de la CEE sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 49.

- TAPIA HERMIDA, A.J. *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*. Dykinson, 1998.
- TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER, *Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones*, Manuales Básicos, Ed. Cálamo, 2<sup>a</sup> Edición, Barcelona, 2003.
- TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER, *Derecho del Mercado de Valores*, Manuales Básicos, Ed. Cálamo, 2<sup>a</sup> Edición, Barcelona, 2003.
- TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER, *Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido*, RDBB nº 93, enero-marzo 2004.
- TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Ed. Dykinson, 1998.
- TITOS MARTÍNEZ (ed.): *El sistema financiero en España. Una síntesis histórica*, Universidad de Granada, Granada, pp. 183-202.
- TUSQUETS TRÍAS DE BES, FRANCISCO, *La sociedad de inversiónmobiliaria de capital variable (SIMCAV)*, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., Madrid 2001.
- URETA DOMINGO, J. C. *Fondos de Inversión Inmobiliaria (II)*. Actualidad Financiera (La Ley), 1993.
- URETA DOMINGO, J. C. *Fondos de inversión inmobiliaria (I)*. Actualidad Financiera (La Ley), 1993.
- URÍA FERNÁNDEZ, F. (Coord.)y ARRANZ, G. *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. La Ley, 2007.
- VIGUERA, M G. *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España y su regulación actual*. Revista Española de Financiación a la Vivienda. Nº 13.
- VILLARINO HERRERA, J. *La naturaleza jurídica de los fondos de inversión en el Derecho español*. Tesis doctoral, 1993.
- YBÁÑEZ RUBIO, JAVIER y GARCÍA-FUERTES, GONZALO (Garrigues) y BARRACHINA, EDUARDO (Dechert LLP), capítulo 18: *The CMBS Market in Spain*, del libro “Commercial Mortgage-Backed Securitisation. Developments in the European Market”, Sweet & Maxwell Limited, Londres, 2006.
- ZUERAS ABIZANDA, J. *La participación de los fondos de inversión en el mercado de emisiones*. Hacienda Pública Española, 1971.

## OTRAS PUBLICACIONES

- “*Instituciones de Inversión Alternativa. Desarrollo y regulación: Estudio comparado por países*”, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), 2003.
- “*Protocolo de traspasos entre Instituciones de Inversión Colectiva*”, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), marzo 2003.
- “*La nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva*”, Boletín Económico de ICE nº 2785, noviembre 2003.
- “*Memoria 2005*”, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), Madrid, 2006.
- “*Estudio sobre la industria de hedge funds*”, publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en febrero de 2006.
- “*Consultas sobre el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva*”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, febrero 2006.
- “*Nuevas consultas sobre el nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva*”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, junio 2006.
- “*CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS*”, publicado el 29 de junio de 2006, y disponible en <http://www.cesr-eu.org>.
- “*Consultas sobre la Circular 1/2006 de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre*”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, julio 2006.
- “*The Regulatory Environment for Hedge Funds, a Survey and Comparison*”, International Organization of Securities Commissions, Noviembre de 2006.
- “*Sociedades de Inversión de Capital Variable. Descripción de modelo de Mercado*”, Mercado Alternativo Bursátil, publicado en <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>, enero 2007.
- “*Powers retained by the Home Member State and the Host Member State in the marketing of UCITS pursuant to section VIII of the UCITS Directive*”, Commission of the European Communities, 19 de marzo de 2007, disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/com\\_2007\\_112/com\\_2007\\_112\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/com_2007_112/com_2007_112_en.pdf).
- “*CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*”, publicado el 19 de marzo de 2007, y disponible en <http://www.cesr-eu.org>.



Fundación inverco

Príncipe de Vergara, 43. 28001 Madrid  
**[www.fundacioninverco.es](http://www.fundacioninverco.es)**