

**UNIVERSIDAD DE MADRID**  
**FACULTAD DE DERECHO**



TESIS DOCTORAL

**Aspectos jurídicos y económicos de las sociedades y fondos  
de inversión mobiliaria : especial referencia a la  
problemática jurídica del derecho español**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR  
PRESENTADA POR

**José Antonio de la Calle Oliva**

DIRECTOR:

**José María Naharro Mora**

Madrid, 2015

Rd. 54.290

UNIVERSIDAD DE MADRID  
FACULTAD DE DERECHO

---

TE  
92

ASPECTOS JURIDICOS Y ECONOMICOS DE  
LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSION  
MOBILIARIA. ESPECIAL REFERENCIA A LA  
PROBLEMATICA JURIDICA DEL DERECHO ESPAÑOL

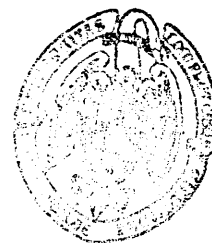
TESIS DOCTORAL

efectuada por

JOSE ANTONIO DE LA CALLE OLIVA

bajo la dirección del

PROF. DON JOSE MARIA NAHARRO MORA



BIBLIOTECA  
DE DERECHO

Madrid, Abril 1965.

1. Introducción.
2. Concepto, diferenciación y clasificación de las instituciones de inversión mobiliaria colectiva.
3. Efectos económico-financieros de las instituciones de inversión mobiliaria colectiva.
  - 3.1 Su influencia en fomento del Ahorro y la Inversión.
  - 3.2 Su influencia en la economía empresarial.
  - 3.3 Su influencia en el mercado de valores mobiliarios.
  - 3.4 Su influencia en las economías nacionales.
4. El Derecho Positivo español y las fórmulas de inversión mobiliaria colectiva. Aspectos jurídico-materiales.
  - 4.1 Evolución legislativa.
  - 4.2 Estudio dogmático de las Sociedades y Fondos de Inversión.
    - 4.2.1 Estudio de las Sociedades de Inversión de capital fijo.
    - 4.2.2 Estudio de las Sociedades de Inversión de capital variable.
    - 4.2.3 Estudio de Los Fondos de Inversión Mobiliaria.
5. El Sistema Tributario español y las entidades de inversión mobiliaria colectiva. Aspectos jurídico-tributarios.
6. Breve síntesis del Derecho Comparado.
  - 6.1 Alemania.
  - 6.2 Suiza.
  - 6.3 Francia.
  - 6.4 Bélgica.
  - 6.5 Inglaterra.
  - 6.6 Estados Unidos.
  - 6.7 Japón.
  - 6.8 Otros países.
7. Conclusiones.
8. Bibliografía.

ANEXO: Relación nominal de las principales Sociedades de Inversión Mobiliaria españolas acogidas a la legislación especial sobre la materia.

---

ESQUEMA DEL ESTUDIO OBJETO DE ESTA TESIS

---

1. INTRODUCCION

La tendencia constante de la actividad económica de los pueblos hacia la promoción de una mayor riqueza mediante una mas adecuada utilización de los recursos económicos, ha planteado, como hecho insoslayable, la necesidad de efectuar una revisión de los conceptos tradicionales de ahorro e inversión, tanto en el terreno económico como en el jurídico.

El desarrollo económico de una gran parte de los países Occidentales se ha visto acompañado, en el terreno social, con un aumento sin precedentes del ahorro de las llamadas "clases medias", incrementado por la elevación de su nivel de vida. Este hecho ha producido una alteración de los moldes del ahorro y la inversión creados por los fenómenos del siglo XIX.

La Revolución Industrial dió lugar, efectivamente, a una acumulación del ahorro en pocas manos, en las manos del sector empresarial, considerado en su sentido mas amplio, que como consecuencia de esta acumulación fue el único sector con posibilidades de inversión privada y así la mayoría de las obras de infraestructura de la época son fruto de la misma.

El ahorro del siglo XIX cubrió a Europa de ferrocarriles, de obras de ingeniería, explotó minas, mecanizó la artesanía e industrializó las tres fuentes de energía que constituyen aún la base de nuestras estructuras económicas: carbón, petróleo y electricidad.

Sin embargo, esta acumulación de ahorro en pocas manos y esa posibilidad de inversión solo de unos cuantos, no supuso un mejoramiento positivo del nivel de vida de las gentes no incluidas en el círculo dirigente del sector empresarial, y por tanto su aportación al proceso de desarrollo económico mediante la inversión de su ahorro era solamente una quimera en aquellos en los que todavía no tenían resuelto el problema de la subsistencia cotidiana.

Una serie de acontecimientos de diversa índole supusieron dentro del mismo siglo XIX, la alteración de estas circunstancias de hecho, pudiéndose considerar como el prólogo de los acontecimientos del siglo XX. Nos referimos a la gran convulsión de 1848, al impacto marxista, a la encíclica "Rerum Novarum" y, sobre todo, a los dos meses de "Comune" de París en 1870, primera experiencia de conquista socialista del poder. Todo ello dejó, a pesar de su aparente fracaso

so inicial, un sedimento que forzosamente debía dar su fruto. Ese fruto aparece en la tendencia hacia la democratización del ahorro que marca el nacimiento de la figura jurídica de la sociedad anónima o la aparición de las Cajas de Ahorro, y se madura al producirse la gran crisis del sector empresarial que le incapacita para que por sí solo sirva de carburante a la máquina del desarrollo.

El problema era grave, ya que, ese pequeño ahorro incipiente, de nueva hechura, no estaba en condiciones de producir el apoyo necesario y ello podía originar una fuerte descapitalización que suponía el colapso económico de la economía empresarial.

Era necesario buscar fórmulas de urgencia que impidieran el hundimiento total de esa economía. El Estado hace su aparición en el terreno económico, reservado al empresario, mediante una política de inversiones y con ello se salva aparentemente el sistema capitalista. El "New Deal" de Roosevelt es un ejemplo. Pero con ello se inicia al mismo tiempo una trayectoria que puede conducir a la institucionalización del sistema y al paso a un socialismo total que igualmente supondría el fin de la economía empresarial entendida en su sentido clásico. El liberalismo económico intenta igualmente su solución, que consiste en sustituir al Estado por un organismo capitalista; la Banca, por ejemplo, como sugería el Profesor Stucken de la escuela de Erlangen.

Todas estas soluciones no son justas, ya que, al desconocerse las posibilidades del ahorro de las "clases medias", cuya situación no es ahora la del siglo XIX, como fuente de financiación, se disocia la economía de un país de uno de sus sectores más representativos, privándola simultáneamente de su participación en los resultados de esa economía, lo que, desde su punto de vista político, constituye un gravísimo error.

Ante esta situación, creada de la forma en que brevemente hemos indicado, cabe preguntarse qué posibilidades ofrecen los ordenamientos jurídicos positivos para esa reestructuración del ahorro y la inversión que supone la entrada en las economías nacionales de los recursos de las "clases medias" como fuentes de financiación.

Es evidente que el fenómeno de la inflación, tan generalizado, ha supuesto para el inversor un riesgo más a tener en cuenta al pensar sobre el destino de su ahorro. Ya no basta con buscar inversiones seguras, hay que ponerlas también a salvo contra la pérdida del valor adquisitivo del dinero.

Una solución a estos problemas puede ser la inversión mobiliaria. Pero esta inversión mobiliaria requiere de una especialización y unos conocimientos que no están al alcance del hombre medio que habiendo obtenido unos ahorros con su profesión o trabajo quiere ponerlos a salvo y obtener una renta con el mínimo de riesgo posible. La inversión mobiliaria es algo más que la compra y venta de títulos en Bolsa (1), es una actividad en la que deben intervenir consideraciones de orden político, económico y financiero que la hacen sumamente compleja. Por otro lado, la Bolsa en sí mismo supone un riesgo, basta recordar la famosa crisis mundial del año 30.

Todo ello evidencia que este no es un terreno para los aficionados, ya que carecen de fuentes ciertas de información y de una formación que les permita comprender e interpretar los posibles indicadores económicos. Además, para aquellos que quieran reducir al mínimo los riesgos de su inversión, es necesario, por otro lado, observar al menos dos reglas fundamentales.

La primera consiste en diversificar la inversión. La segunda regla prescribe una vigilancia constante de la misma que pueda prever los cambios constantes de la coyuntura empresarial.

El pequeño ahorro carece por lo general de competencia necesaria en asuntos financieros y de los fondos precisos para efectuar un mínimo de diversificación en su inversión, así como del tiempo necesario para llevar a cabo la supervisión requerida. Por tanto nos enfrentamos con un dilema, o bien el pequeño ahorro renuncia a la inversión en Bolsa que puede proporcionarle una participación en el crecimiento económico del país y una razonable protección contra la inflación, o bien la efectúa con todas las complicaciones indicadas, lo que puede suponer su retirada, con el consiguiente perjuicio para las economías nacionales.

Esta situación, que creemos crítica en el terreno económico, especialmente en países en los que un cambio de sus estructuras sociales y económicas está produciendo un aumento considerable del nivel de vida y en consecuencia unas mayores posibilidades de inversión, nos ha llevado a estudiar

---

(1) "A properly constructed investment account is more than just a collection of securities, just as a home is more than a collection of rooms". Vide "Investment Companies" publicado por Arthur Wieseberger, Nueva York, 1961, p. 41.

este fenómeno para tratar de analizar una de las posibles soluciones encontradas para estimular y encauzar ese nuevo ahorro, ofreciéndole unas garantías adecuadas para su inversión en el mecanismo total que las economías nacionales exigen.

La solución a que nos referimos tiene por base las fórmulas de inversión mobiliaria colectiva.

Estas fórmulas, fruto de una necesidad económica, plantean al jurista el problema de arbitrar el armazón que las permita una entrada decorosa dentro de los ordenamientos jurídicos nacionales. El análisis de estas posibilidades en el Derecho positivo español, es el objetivo fundamental de nuestro trabajo y al que hemos dedicado el esfuerzo central de nuestro modesto estudio de investigación.

Si algún mérito pudiera tener este trabajo, hay que buscarlo fundamentalmente en que, hasta el momento presente, la bibliografía española sobre el tema se puede considerar prácticamente nula y ha sido necesario manejar fuentes extranjeras efectuando una labor de incorporación de sus conceptos a nuestra realidad jurídica. En este estudio hemos partido de la determinación, diferenciación y clasificación de las Entidades de Inversión Mobiliaria Colectiva para poder analizar a continuación sus efectos económico-financieros y, una vez determinado su contorno, se ha intentado su trasplante al ordenamiento jurídico español, mediante el comentario y sistematización de la nueva legislación sobre el tema.

Terminamos nuestro trabajo con una breve referencia a la problemática fiscal española y un resumen de algunas de las particularidades legislativas más características del Derecho comparado. Todo ello se resume en unas conclusiones finales, a las que se acompaña la bibliografía de tema.

2. CONCEPTO, DIFERENCIACION Y  
CLASIFICACION DE LAS INSTITUCIONES  
DE INVERSION MOBILIARIA COLECTIVA.

---

Por entidad o institución de inversión colectiva debe entenderse toda organización financiera que tenga por objeto exclusivo la compra y administración, por cuenta de sus asociados, de una cartera de valores mobiliarios, aplicando los principios de división, limitación y reparto de riesgos, y excluyendo totalmente, o reduciéndolas al máximo, las operaciones de tipo especulativo o aleatorio.

Las Sociedades y los Fondos de Inversión Colectiva implican un supuesto en el que los valores mobiliarios representativos del capital de distintas empresas les están atribuidos a una sociedad o pluralidad de partícipes.

Senn (2), define estas instituciones como una organización financiera que por medio de la emisión de sus propios títulos, concentra los capitales de varias personas con objeto de asegurarles, bajo unas condiciones financieras y técnicas más favorables a las que podría desarrollarse su gestión individual, la inversión de sus capitales en valores mobiliarios, siguiendo una política de división y limitación de riesgos que excluye la especulación, la financiación y el control de empresas. Estos mismos conceptos pueden encontrarse en las definiciones que de estas instituciones dan otros muchos autores que han tratado este tema (3).

La mayoría de las definiciones dadas por la doctrina suponen un intento de diferenciación de las instituciones de inversión colectiva de otras figuras afines. Por ello nuestra doctrina, al tratar de conceptualizarlas, ha tenido que delimitarlas de una noción que presente fuertes semejanzas externas con la concentración o unión de empresas.

---

(2) Senn (J.P.): "Les sociétés d'investissement en droit français et comparé", París, 1958. P. 3.

(3) Robinson (L.R.): Investment Trust and Management, 2ª ed., Royald Press, New York, 1929, P. 12; Charignon (P.): Sociétés de placement et sociétés de contrôle, tesis, Lyon - 1932, P. 47; Fain (G.): Les sociétés d'investissement au service de l'épargne française. Cah. d'inf. Econ., nº 8, 1954 P. 22; Investment trust, investment companies et sociétés d'investissement, Rev. Banque, 1948, P. 755.

Larraz (4) centra su estudio sobre este punto en la diferenciación que más adelante examinaremos entre las Sociedades de Inversión y los "holdings" y las sociedades de control. El profesor Garrigues también incluye el examen de las Sociedades de Inversión en el cuadro mas amplio de la unión de empresas (5). La concentración empresarial suele revestir modalidades muy diversas, tanto en su aspecto económico como jurídico, que es necesario diferenciar de las instituciones de inversión colectiva que nos ocupan. Es ciertamente indiscutible que el "cartel", al implicar un puro vínculo obligacional, no puede confundirse, en modo alguno, con las modalidades de la inversión colectiva, pero, por el contrario, la analogía entre estas instituciones y el grupo "holding" y "trust" es aparentemente grande.

El "trust", según la exposición de Garrigues, presenta analogías indudables con los Fondos de Inversión (6). Mas adelante, al estudiar éstos en detalle, entraremos en consideraciones acerca de la naturaleza fiduciaria de los mismos, pero, "prima facie", la similitud con el "trust" es grande. Sin embargo, por lo que se refiere a nuestro derecho, hay que tener en cuenta que la noción de "trust" es ajena al mismo y que, por tanto, mal cabe confundir con él a nuestras instituciones de inversión colectiva.

Una parte de la doctrina, en la que cabe destacar al propio Garrigues (7), Larraz (8), y Senn (9), viene a facilitar como criterio distintivo de la sociedad "holding" o de carta el control por la misma de las sociedades en que participa. Es Libonati (10) quien nos da un concepto mas amplio de la "holding", no restringiéndola a la sociedad de control, sino incluyendo en ella, conforme a la tesis de Hausmann,

---

(4) Las Sociedades de Inversión Mobiliaria. R.D.P., Tomo XXXI-921.

(5) Formas sociales de unión de empresas. Rev. Der. Mercantil. 1947. P. 51.

(6) Ibidem. P. 60.

(7) Ibidem. P. 61.

(8) Larraz: Las Sociedades de Inversión Mobiliaria. P. 30.-

(9) Les sociétés d'investissement... P. 3.

(10) Holding and Investment Trust. P. 20.

las sociedades de administración, dirección y simplificación industrial, juntamente con las puras de control. Esta tesis, amplia y moderna, de la sociedad de cartera ha sido acogida por nuestro moderno derecho mercantil. Así la Ley de 28 de Diciembre de 1963, que considera la unión y concentración de empresas, admite la constitución de una sociedad anónima --- "holding" que tenga por objeto la expansión o modernización de instalaciones, aportación y adquisición de bienes de equipo, promoción de ventas, estudio de nuevas técnicas y métodos de producción y demás objetivos que señale el Consejo de Ministros. Pero, por otro lado, establece como límite que ningún socio puede ser titular de acciones que representen mas de una tercera parte del capital de la asociación, sin que dicha parte pueda exceder tampoco del 30 por 100 del capital del socio.

Los límites son, pues, tan anticontrol como los que marca el Artículo 3 de la Orden de 5 de Junio de 1964, referentes a las Sociedades de Inversión, en un 25 por 100 y en un 20 por 100 respectivamente. De todo esto se deduce que el control no es solo el elemento diferenciador, si bien nos da el criterio orientador para conceptuar la inversión mobiliaria. Lo esencial es el fin que la sociedad se propone con la tenencia de su cartera de valores. Estaremos ante un fenómeno de inversión colectiva cuando el propósito de los inversores sea lograr ---Artículo 2 de la Orden antes citada--- la compensación de los riesgos de la inversión y de los tipos de interés, mediante una adecuada composición de sus activos.

El fin es, por tanto, el elemento que diferencia a la inversión colectiva de estas otras modalidades que se le asemanan externamente, ya que la finalidad esencial, expresada por --- nuestro Derecho Positivo, es la dirección técnica de las --- inversiones por órganos especializados en ello, dándose así acceso al mercado de capitales a ahorradores pequeños que, -- en otro caso, y dada su falta de preparación, quedarían al -- margen del mismo.

El principio de distribución de los riesgos que caracteriza a los Fondos de Inversión Colectiva, implica por esencia una falta de control en las empresas que se interesa, ya que tal distribución no se logra con fórmulas concentrativas que entrañan siempre riesgo de pérdida. Deberá excluirse de la inversión colectiva, por tanto, toda operación aleatoria, así como toda operación especulativa.

Esta finalidad de la inversión colectiva, procurando la distribución de los riesgos bursátiles, ha inducido a parte de la doctrina a estimar que la misma encierra una actividad aseguradora.

El mismo Garrigues, incidentalmente ha dicho que el reparto de los riesgos no es "en definitiva sino la aplicación de los principios modernos del seguro a los riesgos que ofrecen la colocación de capitales en los momentos de inestabilidad económica". Esta idea ha sido desarrollada por parte de la doctrina francesa anterior a la última guerra, así Joubert (11) y Mirimonde (12). Pero mas modernamente Senn (13) y Sumien (14), entre otros, han criticado esta asimilación. El seguro, dicen, se rige por la ley de los grandes números y por la imposibilidad de la generalización de los siniestros. El primer principio mal se puede aplicar a la inversión colectiva. En cuanto al segundo, se aviene mal con la contextura bursátil, donde los siniestros --por así llamarlos se extienden con la fuerza expansiva de una onda.

Si la distinción de la inversión colectiva con el seguro es doctrinalmente clara, también hay que destacar que, en la práctica, las Sociedades de Seguros, con sus importantes reservas, actúan a veces en términos que implican una inversión colectiva. Algo semejante ocurre con los Bancos, cuyas carteras de valores alcanzan grandes proporciones, hasta el punto de que el mayor respaldo de las acciones del propio Banco y la mayor fuente de ingresos para el mismo, radica en tal cartera. Así puede pensarse que la acción del Banco es un sustitutivo del complejo de acciones que integran su activo.

Frente a este fenómeno, innegable en nuestra vida económica, hay que dar un criterio puramente formal de la auténtica inversión colectiva. Es un hecho que otras figuras jurídicas entrañan modalidades de tal suerte de inversión. La diferencia radica en que la auténtica inversión colectiva aparece intervenida administrativamente como tal y se la inscribe en tal calidad en un registro especial, gozando de un tratamiento específico, ya que, si se ajusta a los preceptos que la ley establece, tendrá toda una serie de beneficios, especialmente de tipo fiscal.

---

(11) Les sociétés de placement a long terme en valeur mobilières ou investment trust. P. 17.

(12) L'assurance de risques de placement. Les investment trust ou Sociétés de placement. Rev. Gén. de Assurances, 1931 P. 693.

(13) Les sociétés d'investissement. P. 6.

(14) Sociétés de assurance et sociétés d'investissement. Gazette du Palais. 1954. I. P. 44.

Antes de seguir adelante, resulta necesario hacer una clasificación de las instituciones de inversión colectiva que - complete la diferenciación que de las mismas hemos efectuado en relación a otras figuras jurídicas aparentemente afines.

Las clasificaciones a que pueden someterse las diferentes instituciones de inversión colectiva son muchas y dependen - de que se las analice desde uno u otro punto de vista, pero, en aras de la brevedad, vamos a detenernos solamente en los dos que parecen más importantes: la que toma en consideración a su estructura financiera y la que hace referencia a su naturaleza jurídica.

Desde el punto de vista de su estructura financiera, los dos formas fundamentales son:

- a) La de capital fijo o "puerta cerrada" (closed-end).
- b) La de capital variable o "puerta abierta" (open-end).

En cambio, desde el punto de vista de su naturaleza jurídica, las dos formas básicas son:

- a) La forma fiduciaria o contractual.
- b) La forma estatutaria o de sociedad anónima.

Estas dos clasificaciones no son coincidencias o, por lo menos no lo son del todo, pues si todos los "trusts" o Fondos de Inversión con base contractual son de capital variable o "puerta abierta" -es decir que se puede entrar y salir siempre que se desee-, por el contrario las compañías o sociedades de inversión con base estatutaria -sociedades anónimas o sociedades por acciones- pueden ser de capital fijo o de capital variable, de "puerta cerrada" o de "puerta abierta", -según las normas de sus estatutos, aunque esto último, claro está, solo en aquellos países cuya legislación lo permite o hace posible.

La forma de inversión colectiva con base contractual y "puerta abierta" es típica del derecho anglosajón, obedece - a su fórmula clásica del "trust" y solo encaja perfectamente en los países de "Common Law", sin que pueda encontrarse su equivalente exacto en los derechos europeos continentales, - por lo que, para estructurarla de algún modo, ha sido necesario recurrir en estos países a adaptación o ficciones de derecho, generalmente sobre la base del depósito, la copropiedad o la comunidad de bienes. El verbo inglés "to trust" -- significa confiar, tener confianza, y la figura del "trust" -- se ha definido como "una obligación de equidad (equitable --

obligation), que impone a una persona (trustee) el deber de administrar un bien sometido a su control (trust property) - por cuenta de otras personas (beneficiaries or cestuis), entre cuyo número puede contarse él mismo, y de las que todas y cada una pueden exigirle el cumplimiento de tal obligación (15).

Los elementos personales que participan en esta forma de inversión colectiva son tres:

1. La dirección o "manager" que suele ser una sociedad de gestión especializada.
2. El "trustee" o fiduciario, que administra y tiene en depósito los valores que forman el fondo y suele ser un Banco.
3. Los tenedores de certificados o partes del fondo, que solo entran a participar desde el momento en que los adquieren.

El contrato o "trust deed" se concluye realmente entre la dirección del fondo y el Banco "trustee", ya que las relaciones de derecho que atañen a los tenedores de certificados o partes solo comienzan después, cuando adquieren éstos últimos. Estas formas de inversión colectiva, creadas dentro del marco del "trust", o de sus equivalentes continentales, no dan lugar al nacimiento de una personalidad jurídica propia y distinta a la de los participantes, lo que tiene la ventaja inicial de evitar el alumbramiento de un nuevo contribuyente; los tenedores de certificados o partes tienen la copropiedad de la cartera que constituye el fondo y derecho a una parte determinada o a una parte alícuota del mismo, según que esa cartera sea de composición rígida o libre ("Fixed Trust" o "Flexible Trust"). En general es característica de esta forma de inversión colectiva la variabilidad del capital -lo que es independiente de la rigidez o libertad en la formación de la cartera, ya que estas se refieren solo a las clases y proporción de los valores que la forman-, pues aún en el caso extremo de quedar un fondo cerrado a la entrada de nuevos participantes -cosa muy poco frecuente-, los que ya lo son tienen siempre y en todo momento la posibilidad de realizar el dinero invertido.

---

(15) Underhill's: Law of Trust and trustees, 9ª ed. 1939. (El "trustee" es propietario según la Common Law, pero el beneficiario lo es según la equidad) (equity).

Como consecuencia de ello, los "trusts" anglosajones y los "Fondos de Inversión" continentales creados a su imagen y semejanza, tienen permanentemente organizado un mercado interior de sus propios certificados o partes. El que desea invertir en ellos su dinero no está obligado a acudir al mercado de capitales (la Bolsa) ni para comprar, ni para recuperar el dinero invertido; en uno y otro caso actúa la propia dirección del "trust" o Fondo de Inversión, emitiendo y poniendo en circulación los certificados o partes correspondientes y obligándose al rescate de los mismos en cualquier momento al precio de estimación diario, según el valor del fondo a los cambios de Bolsa últimamente cotizados, disminuído, naturalmente, de los gastos y de la correspondiente comisión que se determina según las reglas del contrato o "trust deed" y que suele oscilar entre una y dos anualidades de intereses o beneficios. Normalmente sucede que los gestores de un fondo procuran mantener, además, en la Bolsa, un mercado activo de sus certificados o partes, generalmente a precios más favorables de los que resultan de aplicar las normas del contrato.

Como regla general se puede afirmar que el sistema de los "trusts" o "Fonds de placement" de base contractual, ha tenido -aparte los países anglosajones- un éxito notable en Alemania, Suiza, Holanda y países escandinavos, mientras que su existencia había sido hasta ahora casi desconocida en los países latinos, quizás porque las legislaciones de éstos últimos necesitan mayores reformas para adaptarse al sistema. Sin embargo, Francia, Bélgica y España han acometido ya el camino de las necesarias para hacerla viable, como veremos más adelante.

Las instituciones de inversión colectiva con base estatutaria pueden ser, por el contrario, de capital fijo o "puerta cerrada" -fórmula clásica- o de capital variable o "puerta abierta". Estas últimas son el resultado de conjugar el principio de "puerta abierta" -que ha de permitir a la sociedad, por un lado, emitir en cualquier momento nuevas acciones y, por otro, recomprarlas- con el concepto tan conocido y práctico de la sociedad anónima. Tanto las de capital fijo como las de capital variable dan lugar al nacimiento de una nueva personalidad jurídica distinta de la de los socios y, por lo tanto, plantean el problema fiscal de si esta nueva persona debe quedar sujeta a tributar por beneficios como las demás sociedades, o bien debe quedar exenta, habida cuenta de que su carácter de intermediarias proyectaría sobre sus accionistas una verdadera doble tributación: la propia y la de las empresas cuyos valores forman su cartera. El problema se resuelve hoy, en casi todos los países del mundo, optando por la segunda solución.

Los inversores que llevan su dinero a estas sociedades son-- verdaderos accionistas, con los correspondientes derechos -- políticos y económicos; sus aportaciones constituyen el activo social y las acciones que lo representan son siempre cotizables en Bolsa como las de cualquier otra sociedad que cumpla los requisitos necesarios, aunque las de capital varia-- ble o "puerta abierta" organicen además un mercado interior-- de sus propias acciones.

En algunos países se permite a estas Sociedades de Inversión de capital fijo la emisión de obligaciones, dando lugar así a lo que se conoce con el nombre de "leverage factor", cuy ya inmediata consecuencia es la concentración, por así decirlo, del espíritu especulativo en las acciones --y no en las -- obligaciones-- ya que resulta evidente que cuanto mayor sea -- el "leverage" o proporción de títulos de renta fija en la -- formación del capital social, a mayores variaciones, en los-- beneficios que perciban y en su propia cotización, quedarán-- sometidas las acciones, puesto que si las obligaciones per-- ciben siempre un interés fijo y solo tienen derecho a la de-- volución del capital que representan, todo el resultado de -- una afortunada o desgraciada gestión de las inversiones rea-- lizadas, tanto con el capital--acciones como con el capital-- obligaciones, recaerá exclusivamente sobre las primeras. Esto aparte, parece hoy admitido por todos que las Sociedades-- de Inversión de capital fijo o "puerta cerrada" no son sufi-- cientes, cuando se alcanza un determinado nivel, para resol-- ver el problema de la inversión colectiva; la fijeza de su -- capital es un obstáculo permanente para la atracción del pe-- queño ahorro, pues el ahorrador modesto necesita contar con-- una garantía constante de liquidez en su inversión y en las-- sociedades de capital fijo solo puede recurrir a la venta en Bolsa de sus acciones, con obligación absoluta de ajustarse-- a los cambios de mercado que, muchas veces, serán inferiores al valor real de su participación en el activo social, en -- virtud del "disagio" o "minusvalía", que se suele producir -- en esta clase de sociedades de "puerta cerrada", sobre todo-- en los primeros años de su gestión.

La existencia de Sociedades de Inversión de capital variable o "puerta abierta" exige, en principio, la de una legislación lo suficientemente liberal para eximir a las sociedades-- de la obligación de tener un capital fijo. Sin embargo, la -- incompatibilidad real se presenta muchas veces, no con el ---- principio de fijeza del capital en sí mismo, sino con la rigidez de su aplicación. Es, en efecto, posible dejar a salvo -- ese principio, siempre que la legislación general sobre sociedades --o la especial para las de esta clase-- permita:

- 1) que puedan siempre ampliar su capital sin atenerse a -- largas y complicadas formalidades, que resultan incom--

patibles -por el tiempo que necesitan y los gastos - que ocasionan- con el principio de "puerta abierta"- que les obliga a mantener una oferta permanente de - sus acciones.

- 2) que puedan comprar sus propias acciones sin obliga- ción de reducir proporcionalmente su capital social, ya que las formalidades que suelen exigirse para rea- lizar una reducción de capital, son asimismo incompa- tibles con la obligación que estas sociedades han de asumir, de garantizar en cualquier momento a sus ac- cionistas el reembolso de las mismas a los cambios - que resulten de valorar el activo social a los cam- bios de cotización corrientes, menos los gastos y la correspondiente comisión.

Corolario obligado de las dos condiciones anteriores se- ría, naturalmente, que en las ampliaciones de capital no se reconociera derecho preferente a los anteriores accionistas y que se permitiera a estas sociedades mantener indefinida- mente sus acciones en cartera.

Una legislación especialmente liberal ha permitido en -- los Estados Unidos de América la constitución de gran núme- ro de compañías o sociedades de inversión de "puerta abier- ta" (open-end) en forma de "corporations" o sociedades anó- nimas. Sus promotores han podido valerse del principio del "authorized capital" o capital autorizado, así como de la -- posibilidad -que ante el silencio de la legislación federal reconoce expresamente la de la mayoría de los Estados- de -- recomprar las propias acciones sin obligación correlativa -- de reducir el capital. Al permitirse la existencia de un -- capital suscrito y desembolsado o "issued capital" -único -- que responde de las obligaciones sociales- que no represen- ta mas que una fracción del capital estatutario autorizado, los Consejos de Administración se encuentran con la posibi- lidad permanente de hacer continuas puestas en circulación de acciones y organizar su propio mercado de las mismas en idéntica forma que lo hacen los "trusts" o Fondos de Inver- sión con base contractual. Esto explica por qué en los Es- tados Unidos han tenido proporcionalmente mas éxito las for- mas estatutarias que las contractuales para encauzar la in- versión colectiva.

3. EFECTOS ECONOMICO-FINANCIEROS  
DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION  
MOBILIARIA COLECTIVA.

---

### 3.1 Su influencia en el fomento del Ahorro y la Inversión.

Hasta la primera guerra mundial el capital necesario para el desenvolvimiento de la economía privada de los países era aportado solamente por unos sectores sociales muy reducidos, como hemos apuntado anteriormente, ya que la mayor parte de los inversores preferían los fondos públicos, las cédulas hipotecarias o las libretas de ahorro (16).

Esta inversión mobiliaria se efectuaba normalmente en empresas familiares de fuerte solidez económica, que hacía desaparecer prácticamente el riesgo de la inversión.

Esta situación se vió alterada, de una manera especial, en los años que siguieron a la primera guerra mundial, por la aparición de fenómenos económicos nuevos, como las variaciones continuas de cotización de los títulos en la Bolsa, la inflación, las devaluaciones monetarias y la casi desaparición de esos valores que se habían venido considerando como títulos "seguros".

El inversor potencial se enfrenta así, por primera vez, con el problema no solo de obtener una rentabilidad de su ahorro, sino también de mantener el valor adquisitivo del mismo. Ya no resultan tan atractivos los fondos públicos ni las libretas de ahorro y es necesario buscar nuevas posibilidades para la inversión de capitales.

Estas posibilidades pueden ser la adquisición de valores mobiliarios, pero estos valores ya no ofrecen la simplicidad y garantía de los mismos en periodos anteriores. Empieza a ser necesaria, como apuntábamos al principio de este estudio, una especialización y un conocimiento de los factores económicos que no están al alcance de los ahorradores medios (17) y ello represen-

---

(16) Servien (L.M.): Les sociétés d'investissement ou fonds de placement: Nouvelle formule d'épargne. Lausanne 1962.

(17) Wiesenberger (A): Investment Companies. Nueva York 1963.

ta el peligro de la retracción de sus ahorros al proceso de capitalización que toda economía nacional necesita.

Hay que buscar soluciones para evitar esa falta de inversión y lo más razonable es ofrecer a ese pequeño ahorro una fórmula que, superando las dificultades técnicas y de especialización, asegure, dentro de unos límites, una garantía frente a la pérdida constante del valor adquisitivo del dinero y una rentabilidad aceptable. Esta fórmula ha sido en muchos países, como ya se ha dicho, las instituciones de inversión colectiva que constituyen la solución a las dificultades encontradas por el pequeño ahorrador para la colocación y defensa de su patrimonio (18). Estas instituciones proporcionan al modesto inversor los conocimientos técnicos de que él carece y le facilitan la información necesaria para la mejor utilización de sus recursos, salvando ese telón que existe entre el accionista y la dirección de las grandes sociedades, que hace imposible conocer la situación real de la sociedad (19). Desgraciadamente, la evolución económica y social después de 1930 no ha sido favorable a la inversión mobiliaria, ya que las devaluaciones monetarias, ruina del obligacionista, y las nacionalizaciones, peligro del accionista, han supuesto un freno considerable a las mismas y la huida del ahorrador a otros campos de inversión, con lo que se han producido frecuentes fenómenos de descapitalización, sobre todo en el terreno industrial, que ha causado graves problemas económicos y sociales.

La lucha contra esta aptitud es uno de los grandes problemas de los últimos años y precisamente estas fórmulas de inversión colectiva que estamos analizando pueden constituir una buena solución al problema, al ofrecer garantías al ahorrador.

---

(18) Fain (G.): Les placements, París 1950; Donner (O.): La science de la Bourse, París 1941; Angas (L.L.B.): -- Placements rationnels et spéculation raisonnée. París 1930. Leroy-Beaulieu (P.): l'Art de placer et de gérer la fortune, París 1929.

(19) Larcier (R.L.): Introduction aux Fonds de Placement (Investment Trust), Bruselas, 1953.

Estas garantías se derivan de la concentración de capitales que estas instituciones efectúan. La concentración de capitales permite, en primer lugar, una gestión verdaderamente cualificada de los valores que constituyen la cartera de estas instituciones por especialistas que vigilan continuamente la inversión y que al dividir el coste de su gestión entre una masa de capitales hace desaparecer el carácter prohibitivo que este asesoramiento tiene para el inversor individual.

De esta forma, estas instituciones de inversión colectiva se convierten en una especie de sindicatos de accionistas (20), que representa una fuerza que las sociedades deben de tener en cuenta y una garantía para el accionista individual.

La concentración de capitales supone, por otro lado, la posibilidad de efectuar una adecuada política de división de riesgos que asegure a los inversores un rendimiento estable y una protección de sus capitales frente a la continua depreciación monetaria.

La división de riesgos tiene varios aspectos: un aspecto financiero, constituido por la limitación de cada inversión y la emisión de participaciones; un aspecto jurídico, constituido por una división de los títulos de la cartera en valores de renta fija y renta variable y un aspecto económico constituido por la división de las inversiones entre las diferentes ramas de la economía del país. El primer aspecto es esencial, los otros varían según el tipo de fondo, así numerosas instituciones de este tipo en los Estados Unidos están especializadas solo en valores de una determinada rama industrial. La división jurídica de riesgo es, por su parte, una función de análisis de la coyuntura que implica el mantenimiento de un determinado porcentaje de liquidez, que varía según las circunstancias y que presenta una importancia considerable, ya que el mantenimiento de la liquidez asegura la auténtica división de riesgos. Por el contrario, el inversor individual se encuentra en la imposibilidad de estar, en la mayoría de los casos, en una situación de liquidez, especialmente en los periodos de crisis, que no puede advertir y que produce la crisis en lugar de prevenirla.

---

(20) Larder (R.L.): Obra citada. P. 87.

Una división de riesgos por medio de inversiones debidamente analizadas permite a estas instituciones el asegurar a sus partícipes unos rendimientos favorables (21).

Una división de riesgos es, igualmente, la fuente de protección contra las fluctuaciones de la Bolsa y la de apreciación monetaria (22).

Esta institución no constituye, sin embargo, un milagro financiero, sino que, esa política de división hace a sus participaciones menos sensibles a los cambios coyunturales que pueden serlo las acciones de una sociedad comercial o industrial.

En resumen, que la concentración de capitales y la sustitución en la gestión de los mismos de sus propietarios por un cuadro de especialistas hacen que estas instituciones tengan un papel importante en la defensa y desarrollo del ahorro, proporcionando las siguientes ventajas:

- a) Una adecuada división de riesgos con un rendimiento razonable.
- b) Participación en una serie de sociedades cuidadosamente escogidas.
- c) Vigilancia constante de los capitales invertidos por profesionales en materias financieras.
- d) Posibilidad de participación en la economía extranjera.
- e) Protección contra la depreciación monetaria y la pérdida del valor adquisitivo del dinero.
- f) Considerable liquidez de la inversión, sobre todo en las formas "open-end".

---

(21) Larcier (R.L.): Obra citada. P. 73.

(22) Larcier (R.L.): Les "trust" de placement et l'épargne. Rev. de l'Institut de Sociologie Solvay, Bruselas nº 2/3, 1953. P. 319.

De este resumen se comprende fácilmente que una inversión realizada según estos principios y en estas condiciones conviene particularmente a las operaciones que efectúen capitales modestos.

### 3.2 Su influencia en la economía empresarial.

Las Sociedades y Fondos de Inversión Colectiva pueden influir tanto en el funcionamiento corporativo como financiero de las empresas. En cuanto al primero, cabe decir que esta influencia constituye uno de los mayores recelos de los legisladores frente a este tipo de instituciones. Se trata de evitar el que, por una desviación en el objeto social de las mismas, se puedan convertir en auténticos grupos de control del mundo empresarial.

Decimos que esta situación solo puede producirse por una desviación del objeto social porque, si esta desviación se efectúa, el temor es infundado, ya que, el principio de la limitación de riesgos y de la distribución de inversiones que las es característico, las hace desviarse de la línea de actuación de los grupos financieros cuya actuación se caracteriza por inversiones a corto plazo, de tipo especulativo (23). No entramos aquí en más consideraciones sobre esta diferenciación, ya que a ella nos hemos referido anteriormente.

Por tanto, podemos decir que las instituciones de inversión no buscan nunca el control de los negocios en los que invierten sus capitales, sino que, por el contrario, actúan siempre de acuerdo con la política de los órganos gestores de las sociedades, puesto que una de las consideraciones fundamentales que estas sociedades hacen para invertir parte de su capital en una sociedad es la confianza que le inspiran los órganos gestores de la misma. En los Estados Unidos, país donde estas instituciones han tenido su mayor desarrollo, son innumerables los ejemplos sobre esta no intervención de las instituciones de inversión colectiva en la dirección de las empresas en las que invierten. (24)

---

(23) Rosset: *Traité theorique et pratique des sociétés financières*. París 1960, P. 29 y siguientes.

(24) Lewis Gilbert: *Annual Report 1959*, Nueva York 1960

En resumen, el principio de la división y compensación de riesgos se opone a toda política de especulación, de financiación directa o de control de empresas. A los gerentes de los Fondos y Sociedades de Inversión les está prohibida toda intervención en la gestión de las empresas donde invierten y su única posibilidad frente a una gestión desafortunada de los órganos directivos de las sociedades es la venta de sus títulos (25). A estas instituciones nunca se les puede tachar de organismos monopolísticos comerciales o industriales. Por otro lado, son tantos los controles que establecen las legislaciones sobre inversión mobiliaria colectiva, que difícilmente pueden producirse esas desviaciones del objeto social que podían suponer el control por estas instituciones de las empresas en las que invierten sus capitales. Al estudiar el Derecho comparado, así como la reciente legislación española, se pondrá de relieve toda esta serie de limitaciones.

En cuanto al segundo aspecto, el financiero, en que las Sociedades de Inversión puedan influir sobre la economía empresarial, podemos decir que tienen un futuro halagueño en lo que se refiere a los procesos de inversión, amortización y autofinanciación de la empresa. Las Sociedades y Fondos de Inversión pueden facilitar las inversiones que, con carácter transitorio, las empresas han de realizar hasta tanto es llegado el momento de verificar sus immobilizaciones funcionales en los llamados bienes de equipo (26).

La materialización de los fondos de amortización e de los fondos para ampliación de inversión, presenta, con bastante frecuencia, dificultades por no encontrarse los bienes ideales para concretar tales materializaciones. Dichas dificultades pueden reducirse a un mínimo, merced al funcionamiento de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y de los llamados Fondos de Inversión.

---

(25) Schwob: Les investment trusts aux Etats-Unis. P. 41 y siguientes; Cheminai: Des sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères, Ps. 171-4 y 240 y siguientes.

(26) Fernández Pirla (J.M.): Los procesos de inversión amortización y autofinanciación en la empresa. Barcelona, 1964.

El análisis de la problemática financiera de los fondos de amortización y de los de renovación y ampliación de equipos en la empresa, al necesitar de unas materializaciones ajenas a los riesgos típicos empresariales - de las unidades de inversión que los genera, demuestra el papel que en este ámbito pueden cumplir las instituciones de inversión mobiliaria colectiva.

La materialización de estos fondos de amortización, renovación y ampliación de equipos puede ser muy diversa, ya que, con frecuencia, las empresas suelen prescindir de concretar en forma específica dicha rúbrica, - pues vienen utilizando la liquidación del activo, a través del proceso de amortización, en la financiación de nuevas inversiones fijas que realizan, o aún en la expansión de su activo circulante.

En tales casos la contrapartida o materialización de las amortizaciones y fondos de renovación y ampliación de equipos la constituyen ciertamente los valores que han sido adquiridos con fondos procedentes de las mismas, pero sucederá que la reposición por agotamiento de los equipos, o su renovación o ampliación, no podrá ser realizada utilizando dichos fondos, pues ello pondrá en grave peligro la estabilidad económica de la empresa al exigir de una rápida liquidación de activos funcionales (existencias en almacén, créditos contra clientes, etc. etc.).

Este proceder, bastante usual por razones que más tarde expondremos, desvirtúa el significado principal de dichos fondos.

Un análisis detenido de estos procesos y su significado económico nos pone en forma inmediata de manifiesto que dichos procesos no pueden ser considerados autónomamente, esto es, aisladamente del proceso total de inversión en la empresa.

En efecto, los activos fijos de la empresa, como un todo o conjunto, entrañan, como un aspecto del mismo, - la problemática de las amortizaciones, pero íntimamente vinculada a la cuestión de las inversiones transitorias de los fondos obtenidos en el proceso de depreciación de los bienes del activo.

Así considerando el problema resulta importante que la empresa coordine su política de amortizaciones y renovación de equipos con la gestión de colocación de los fondos de amortización en inversiones transitorias; pero como tales fondos, financieramente hablando, solo se han alcanzado cuando los productos o servicios han sido cobrados después de vendidos, resulta que la materia de amortizaciones e immobilizaciones aparece íntimamente vinculada a la propia gestión comercial y aún financiera de la empresa.

En este punto es cuando tropezamos con uno de los mayores problemas de la gestión empresarial, a saber: cómo, cuándo y en qué condiciones han de materializarse los fondos de amortización y renovación para que se cumplan todos los objetivos propuestos por la política de amortizaciones y renovaciones. La importancia de este planteamiento es todavía mayor cuando la empresa, en su deseo de aquilatar los costes, atribuye a priori un rendimiento a la materialización de dichos fondos, ya que en tal caso, la no obtención del mismo debido a una inadecuada inversión de los fondos o a un retraso en la capitalización de los mismos, puede crear problemas financieros en el momento de la renovación de los bienes del equipo, por insuficiencia del montante constituido.

Surge, por consiguiente, la duda acerca de cual ha de ser la óptima materialización de estos fondos. A la empresa se le presentan, en principio, las siguientes posibilidades:

- a) Mantener en cuentas de ahorro el importe de tales fondos. Se señala como inconveniente grave para esta solución la escasa rentabilidad de la materialización y el efecto pernicioso que sobre la misma ejerce la inflación.
- b) Adquirir títulos de renta fija con tales fondos, siempre que los mismos tengan un fácil y ágil mercado. Esta solución es muy parecida a la anterior, ya que, aunque la rentabilidad resulta algo mayor, no se evitan los efectos del fenómeno inflacionista.
- c) La materialización de los fondos en la adquisición de títulos de renta variable. A esta solución se opone la posible inestabilidad del mercado bursátil que obliga a la empresa a asumir un-

riesgo en relación con sus fondos de amortización y renovación ajeno a su objeto empresarial.

- d) Si la empresa, huyendo de los inconvenientes apuntados anteriormente, opta por materializar sus fondos adquiriendo determinados valores, --- por ejemplo oro o moneda extranjera de la calificada como "divisa fuerte", podrá obviar el --- riesgo de inflación, pero, ciertamente, no obtendrá rendimiento alguno a tales fondos, que--- permanecerán, por consiguiente, inactivos desde un punto de vista económico.
- e) Puede optar la empresa, entonces, por adquirir bienes raíces, concretamente solares, de tal modo que además de evitar los efectos inflacionistas, obtenga de su inversión un incremento de valor especulativo, pero no por ello menos cierto y real, que le proporcione la rentabilidad esperada. Ahora bien, esta solución no se halla exenta de inconvenientes. Primeramente, la dificultad de materializar los fondos que se obtienen fraccionadamente, en la adquisición de bienes que exigen una determinada inversión en un cierto momento. La utilización del crédito puede salvar, ciertamente, este inconveniente. La otra objeción, de mayor entidad a nuestro juicio, es la de involucrar la gestión de la empresa en una nueva actividad, ajena normalmente a su objeto, como es la especulación en bienes raíces.

Las soluciones expuestas y los inconvenientes enunciados aconsejan buscar una materialización distinta que garantice a la empresa el cumplimiento a un nivel mínimo de las siguientes condiciones:

- a) Permanencia en el valor de los fondos invertidos.
- b) Obtención de una rentabilidad calificada de normal y que se haya tenido en cuenta al establecer los planes de amortización y renovación.
- c) Ausencia de riesgo en tales inversiones, para, de esta forma, garantizar su valor de liquidación y con ello la posibilidad de renovación de los equipos.
- d) Posibilidad de invertir fraccionadamente las disponibilidades financieras resultantes de las

amortizaciones y renovaciones a medida que se vayan obteniendo, sin necesidad, por tanto, de esperar a una cierta acumulación de las mismas.

Como encontrar una materialización que cumpla simultáneamente las condiciones expuestas, no viene siendo tarea fácil para las empresas, se ha producido con frecuencia el fenómeno de desconectar la política de amortizaciones y renovaciones con la reinversión, limitándose aquella a la elaboración de planes de depreciación de los elementos de activo o de nuevas ampliaciones y terminando con la práctica de las pertinentes anotaciones contables, resultando así, como lógica consecuencia, que las disponibilidades financieras obtenidas al recuperar mediante la percepción del precio de los productos vendidos las cuotas de amortización o renovación, se han venido utilizando en la financiación de las expansiones del capital circulante o en la adquisición de nuevos elementos de activo fijo indiscriminadamente. Este auténtico proceso de autofagia ha llevado a veces a la empresa a situaciones de grave inestabilidad económica y financiera y en todos los casos a ofrecer una visión falsa de su situación económica.

La solución de este problema pueden darla ciertamente las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, ya que la tenencia de títulos de dichas entidades, como materialización de los fondos de amortización y renovación, garantiza cumplidamente las exigencias expuestas (27).

---

(27) Basta examinar el activo de un balance y tratar de encontrar en el mismo valores que puedan ser fácilmente realizados para obtener la liquidez necesaria para la reposición de los bienes de equipo amortizados. Frecuentemente nos encontramos con empresas que tienen un elevado coeficiente medio de amortización (superior al 0,5) y que no disponen de bienes en el activo que fácilmente pueden ser liquidados para hacer frente a la renovación de los equipos agotados. En tales supuestos, es decir, cuando el índice de envejecimiento contable de los bienes (amortizaciones acumuladas/valor de adquisición de los bienes amortizables) no tiene una réplica en el conjunto de los valores de activo, será preciso pensar en acudir al mercado de capitales para obtener los medios financieros necesarios en el proceso de renovación de equipos.

Ciertamente las Sociedades de Inversión Mobiliaria - dan estabilidad a los mercados financieros, al proporcionar simultáneamente y por la adecuada composición de activo, la permanencia de valor de sus títulos y la rentabilidad media de los mismos. Si además dichas entidades son capaces de proporcionar a sus accionistas la liquidez necesaria de su inversión, bien por las facilidades crediticias que pueden alcanzar de los poderes públicos, o bien por la propia ordenación de su mercado, - como sucede en la nueva legislación española sobre la materia, cumplirán con todos los objetos que hemos señalado con carácter necesario para la realización de las inversiones transitorias de los fondos de amortización y renovación.

De esta manera las empresas podrán resolver su problema de colocación de tales fondos adquiriendo los títulos representativos del capital de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, con lo que estas Sociedades vendrán a cumplir así una interesante misión en la solución de uno de los problemas mas graves que tiene hoy planteados la economía de las empresas.

### 3.3 Su influencia en el mercado de valores mobiliarios.

Han sido muchas las objeciones que por parte de los profesionales de la Bolsa se han puesto a las Sociedades y Fondos de Inversión diciendo que en definitiva lo que producían era una reducción del mercado bursátil. - (28).

De otra parte, consideraban que estas instituciones de inversión pueden producir un desequilibrio en el mercado bursátil y las acusan de la llamada crisis Baring en Inglaterra y de la famosa crisis americana de 1928.

En la práctica uno se pregunta si estas afirmaciones no son en realidad fruto de especulaciones teóricas, ya que, de una parte, es necesario que concurren una serie de circunstancias, todas ellas excepcionales, para que-

---

(28) Lercier (R.L.): Obra citada. P. 86; Fain (G.): - Investment trust, investment companies et sociétés - d'investissement. Rev. Banque, 1948 P. 755.

la compra y venta de títulos por las instituciones de inversión colectiva, cuya política de inversión varía de unas a otras, efectúe al mismo tiempo la compra o la venta de títulos. De otra parte, no conviene olvidar que estas instituciones invierten sus capitales fundamentalmente en sociedades importantes donde el mercado de sus títulos es muy amplio y donde sería necesario disponer de grandes capitales para enrarecer el mercado de dichos títulos, que por otro lado no les estaría permitido efectuar, debido a que todas las legislaciones establecen unos límites muy estrechos a la posible inversión de estas instituciones en una sola sociedad.

Por otro lado, en la mayoría de los países, el capital que imponen estas instituciones en la total transacción de valores mobiliarios es todavía tan reducido que no cabe hablar de que su política puede ser determinante de los movimientos del mercado bursátil (29). Se puede decir que, dentro de sus posibilidades, las Sociedades y Fondos de Inversión regularizan e incluso estimulan las transacciones de valores mobiliarios. La regularización se produce porque su política de inversión a largo plazo puede permitirles comprar valores cuya cotización se considera excesivamente alta debido a circunstancias especiales.

Se puede afirmar que la venta de los títulos por estas instituciones no contribuye a acentuar la baja de la Bolsa.

De una parte, es necesario tener en cuenta que la mentalidad de los clientes de estas instituciones es distinta a la del inversor directo en Bolsa, como lo prueba la experiencia de la Bolsa en la que estas instituciones tienen una mayor importancia: la de los Estados Unidos. Durante la crisis bursátil del otoño de 1955, producida por la enfermedad del Presidente americano, las operaciones bursátiles de las entidades de inversión se caracterizaban por la compra de valores, mientras que la actuación del inversor individual marcó claramente una tendencia a la venta (30).

---

(29) Ravel Rolland (R.): Les sociétés d'investissement Paris 1959.

(30) Faffa (J.C.): Les sociétés d'investissement. Paris 1963.

La explicación de esta situación puede encontrarse, como indica Lestrade (31), en que en estos momentos de incertidumbre, el inversor siente más que nunca la necesidad de un asesoramiento profesional característico de estas instituciones.

Las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria puede decirse que estimulan las inversiones y transacciones de valores mobiliarios mediante un drenaje hacia la Bolsa de capitales que sin ellas no se habrían jamás invertido en valores mobiliarios.

Una estadística efectuada en los Estados Unidos, ha demostrado que los clientes de estas entidades de inversión colectiva jamás habían poseído con anterioridad a la compra de los certificados de estas instituciones valores mobiliarios. (32)

Las Sociedades y Fondos de Inversión son el intermediario ideal entre la inversión segura, pero de muy escasa rentabilidad, y la inversión arriesgada, pero con posibilidad de originar grandes beneficios. Pueden servir perfectamente como vehículo de iniciación para todas las categorías sociales que actualmente están ajenas a la actividad bursátil y con ello pueden originar un auténtico ensanchamiento del mercado de valores mobiliarios.

#### 3.4 Su influencia en las economías nacionales.

Los economistas se han ocupado cuidadosamente de estas instituciones, ya que se considera que su papel puede ser importante en la organización del mercado bursátil, como colectoras de capitales, como instrumentos de exportación de capitales y, especialmente, como transformadoras del ahorro a corto plazo en inversiones a largo plazo.

---

(31) Lestrade (R.): Les Sociétés Nationale d'Investissement. La Revue du Trésor, Mayo 1954.

(32) Staff Report to the Committee on Banking and Currency, United States Senate (28.12.1956): Institutional Investors and the Stock Market 1953-55: Este informe se conoce comunmente con el nombre de Fullbright Report.

Las funciones económicas de las Sociedades y Fondos de Inversión pueden resumirse de la forma siguiente -- (33):

- a) Son organismos de inversión y de distribución de valores mobiliarios.

Como colectores de capitales, estas instituciones tienen un papel fundamental en efectuar una agrupación del ahorro disperso en un gran número de particulares y la puesta a disposición del mismo en el mercado bursátil a través de expertos en estas materias. Ello supone la participación de este ahorro en el proceso racional -- del desarrollo económico. Por otro lado, su papel es importante como órganos de difusión de la propiedad mobiliaria, al permitir el fraccionamiento de dicha propiedad entre un gran número de individuos (34).

- b) Son instituciones que sirven para la transferencia y exportación de capitales.

Es evidente que estas instituciones son el elemento adecuado para la inversión de capitales en el extranjero. Esta función ha sido especialmente desarrollada en Suiza, donde por mucho tiempo ha sido su principal función.

Si el ahorrador medio encuentra dificultades para invertir en su propio país, estas dificultades se multiplican si la inversión se efectúa en un país extranjero.

Estas instituciones se transforman así en el vehículo ideal para su inversión, ya que un grupo de especialistas pone a disposición unos conocimientos que difícilmente podrían adquirir, incluso entre expertos en materias financieras.

---

(33) Servien (L.M.) Obra citada. P. 63.

(34) En este sentido la Ordenanza francesa sobre Sociedades de Inversión de 2.11.1945 dice: "Les sociétés d'investissement qui existent a l'étranger ont permis de répartir entre un très grand nombre de porteurs le capital des entreprises industrielles et commerciales et de donner ainsi a celles-ci un assise plus large en les soustrayant a l'entreprise des grands intérêts financiers". (Exposición de motivos).

- c) Son organismos de transformación del ahorro, --- que normalmente se coloca en inversiones a corto y medio plazo, en inversiones a largo plazo.

Esta función puede considerarse como una de las mas esenciales, desde el punto de vista económico, de las instituciones de inversión mobiliaria colectiva, ya que, si bien los tenedores de certificados de estas instituciones suelen efectuar una política de movilidad inversora, las instituciones, por el contrario, efectúan una política de inversión a largo plazo. (35)

Ciertos economistas belgas se han preguntado si los fondos de estas instituciones no podrían servir para mejorar la distribución de capitales (36) y suplir ciertas lagunas del crédito industrial a largo plazo por medio de la suscripción de las nuevas ampliaciones de capital.

Sin embargo, esta función presenta serios peligros que el legislador debe prever, ya que puede producirse la transformación de esta institución en auténticas organizaciones de financiación directa, separándose así de su objetivo central.

Su función debe ser siempre de financiación indirecta, es decir, permitir a los promotores de nuevas industrias y empresas en general, el liberar sus medios de acción, que se encontrarán así disponibles para nuevas iniciativas y nuevas inversiones. (37)

---

(35) Report of "Committee on the Working of the Monetary System" (1959) indica: "From the point of view of monetary policy the importance of the investment trust lies in their power to procure liquid funds from investors or from their own profits, and make them available for long-term investment to particular borrowers".

(36) Este movimiento de la opinión belga, originado por el "Comité national pour le développement de l'épargne mobilière", pide que estas instituciones reemplacen a la antigua banca mixta.

(37) Servien (L.J.): "Los fondos de inversión colectiva o "Investment Trust". Información comercial española, Agosto 1963.

4. EL DERECHO POSITIVO ESPAÑOL Y  
LAS FORMULAS DE INVERSION  
MOBILIARIA COLECTIVA

---

#### 4.1 Evolución legislativa

El Código de Comercio, en su Artículo 116, da una definición omnicomprensiva del contrato de sociedad, conceptuándolo como aquel contrato por el que dos o mas -- personas se obligan a poner en fondo común bienes, in-- dustrias o alguna de estas cosas para obtener lucro y -- reputándolo mercantil cualquiera que fuese su clase, -- siempre que se haya constituido con arreglo a las dispo-- siciones de este Código.

El Artículo 122 del propio Código de Comercio lleva a cabo una clasificación tricotómica de las sociedades mercantiles, pero hay que tener en cuenta que esta clasificación no es exhaustiva, según lo que se desprende de la propia letra del precepto, que se inicia precisamente con las palabras "Por regla general, las compañías mercantiles se constituirán adoptando una de las formas siguientes...". Las tres formas que el Artículo 122 recoge, la sociedad colectiva, la comanditaria y la anónima, no suponen una enumeración completa de las posibles modalidades de las compañías mercantiles y en consecuencia, dentro de la regulación general de nuestro ordenamiento mercantil, es posible hablar de Sociedades de Inversión adaptándolas a la conceptuación del Artículo 116 y a la clasificación del Artículo 122 del Código de Comercio.

La dificultad fundamental que las Sociedades de Inversión suscitan en este punto, es su tratamiento fiscal, ya que las antiguas tarifas 2ª y 3ª de la Contribución de Utilidades, en su aplicación a estas entidades, implicaban que el fenómeno de la inversión colectiva incurriera, las mas de las veces, en un supuesto de doble imposición.

La Ley de 17 de Junio de 1951, vino a precisar mas -- sobre la forma jurídica de las sociedades que nos ocupan, ya que, en su Artículo 4º, determinó que las sociedades que limiten en cualquier forma la responsabilidad de sus socios y tengan un capital superior a cinco millones de pesetas, deberán revestir necesariamente la forma de sociedad anónima. Si tenemos en cuenta que -- las Sociedades de Inversión son, normalmente, sociedades de un gran capital y sociedades en las que, por otra

parte, se tiende a lograr una responsabilidad limitada, parece indiscutible que, en su generalidad, las Sociedades de Inversión pasaran a regirse por los preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas. Pero la regulación de dicha Ley se adaptaba mal a la flexibilidad propia de las Sociedades de Inversión, especialmente en lo referente a los aumentos y reducción del capital y por ello, muy poco después de la promulgación de la Ley General de Sociedades Anónimas, se publicó la Ley de 15 de Junio de 1952, que estableció el régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión.

Esta Ley no se propuso crear una nueva figura jurídica, ni siquiera estimular la formación de esta clase de sociedades, tan solo se ocupó de las posibles excepciones fiscales que eran necesarias para dar un tratamiento mas justo y mas atinado a estas sociedades. En todo lo demás, en el régimen jurídico material, las Sociedades de Inversión se seguían rigiendo por la Ley de Sociedades Anónimas, salvo aquellos extremos en los que la Ley de 1952 la contradijera expresamente.

El fruto práctico de esta Ley de 1952 fue bien escaso y, por eso, el legislador se vió en la necesidad de preparar una nueva legislación, la Ley de 26 de Diciembre de 1958, con la que pretendió lograr una mas amplia acogida. Para ello, se disminuyeron los límites y las trabas que a las Sociedades de Inversión imponía la legislación anterior, fomentándose la institución mas libre de estas. Pero, tampoco la Ley de 1958 vino a llenar plenamente las dificultades que la inversión colectiva plantea. Para tratar de solucionarlas había que encontrar otro camino. En primer lugar, se debía intentar llegar a las llamadas Sociedades de Inversión de capital variable. En segundo lugar, los Fondos o "trust" de Inversión eran una figura de una amplia acogida en el ordenamiento jurídico comparado que debía de introducirse en nuestro Derecho.

Esta orientación fue recogida por la base 8ª de la Ley de Ordenación del Crédito y de la Banca de 14 de Abril de 1962, que en su redacción parece tender al incremento de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria.

Este cambio de mentalidad en el legislador tenía que implicar necesariamente una reforma de los preceptos de la Ley de 1958. Tal reforma se inició, con un carácter dogmático, por un Decreto-Ley de 30 de Abril de 1964.

El carácter incompleto y meramente orientador de este Decreto, suponía la necesidad de un reglamento que le desarrollara. Por ello, el Artículo 17 del propio Decreto autorizaba al Ministro de Hacienda para dictar las oportunas disposiciones complementarias y elevar al Gobierno un texto refundido de la legislación sobre entidades de inversión mobiliaria colectiva.

En cumplimiento de este mandato, la Orden del Ministerio de Hacienda de 5 de Junio de 1964, reglamenta la regulación jurídico-fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria y también, otra disposición de la misma fecha, -- complementa la normativa de las Sociedades de Inversión de capital fijo. En la actualidad falta por regular, en su detalle, el tratamiento jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión de capital variable. De otra parte, -- parece evidente que cuando este proceso legislativo termine, habrá de pensarse en un nuevo texto refundido de toda la legislación sobre inversión colectiva mobiliaria, texto refundido que habrá de recoger toda la legislación vigente, completándola, perfeccionándola y coordinándola en las muchas contradicciones e inexactitudes que en la actualidad adolece.

#### 4.2 Estudio dogmático de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria.

Las Sociedades de Inversión, y no digamos nada de los llamados Fondos de Inversión, tienen una dogmática jurídica propia, especialmente en la forma de capital variable.

Hay que tener en cuenta la anomalía que en una sociedad anónima implica la falta de fijeza del capital y la ausencia de determinados y precisos requisitos para su aumento o disminución.

Por su parte, los Fondos de Inversión obedecen a una tipología "sui generis". Modalizan una serie de relaciones jurídicas, interconexionando distintas relaciones de tipo jurídico privado. Hacen surgir un negocio unitario que da lugar a una pluralidad de obligaciones. Todo ello implica una dogmática difícil y propia.

La nueva regulación de la inversión colectiva mobiliaria peca de un fundamental defecto, al no haber comprendido el carácter "sui generis" de sus fórmulas.

Está encaminada predominantemente a regular los aspectos jurídico-fiscales de tal inversión, pero no los jurídico-materiales, entendiéndose por tales los que estudian los distintos aspectos civiles, mercantiles, etc.-de esas instituciones.

Esta anomalía no es sino una muestra más del fenómeno de la obsesión fiscal. La normativa fiscal está llegando a una auténtica derogación de los principios fundamentales de nuestro ordenamiento positivo. Baste como muestra (38) aludir a la Ley de Reforma Tributaria - de 11 de Junio de 1964 en su Artículo 133, apartado 14, cuando se refiere a la sucesión entre adoptantes y adoptados. El tratamiento que el Impuesto sobre la Sucesión da, a partir de tal Ley de Reforma, a la adopción, supone una derogación expresa respecto a las situaciones, al menos a las expectativas adquiridas al amparo - de la legislación anterior.

Un defecto de nuestra actual legislación, tan bien - destacado por Vallet (39), es considerar que cada Ministerio es la fuente de toda legislación y que cada órgano de la administración tiene en sí la razón de la justicia. Esta configuración, errada desde el punto de -- vista de la organización administrativa, es, por otra -- parte, bien equivocada en cuanto a los fines mismos de -- nuestra legislación, ya que es indiscutible que en nues -- tro ordenamiento se está llegando a lo que Alvaro D'Ors (40) ha llamado la "elefantiasis legislativa".

La llamada legislación motarizada, que sustituye un precepto por otro, olvidándose de los principios fundamentales que el propio precepto anterior quería mantener, va teniendo una acogida exagerada en nuestro ordenamiento positivo y pone de manifiesto el intervencio-- nismo administrativo que cada día se destaca más en el ámbito del derecho privado.

---

(38) Ley de Reforma del Sistema Tributario. Art. 133, -- ap. 14.

(39) Apuntes del Derecho Sucesorio. Nota final.

(40) Los romanistas ante la actual crisis de la ley. -- P. 31.

No puede olvidarse aquí el luminoso estudio de Guasp dedicado a la organización del derecho privado (41). Guasp destacó acertadamente cómo la organización del derecho privado exige la intervención de la Administración en la vida jurídica privada, pero esa intervención ha de caracterizarse por su actuación a posteriori y no a priori, como ocurre dentro del ámbito propio de la vida administrativa.

En materia de inversión colectiva mobiliaria, ya hemos visto que se adolece del defecto del exagerado fiscalismo, hemos visto que la legislación se sucede con una rapidez vertiginosa en este punto y que se adolece también del defecto de una "elefantiasis legislativa". Nos queda, por último, destacar como en la actualidad hay también una enorme intervención administrativa. No se debe olvidar que se exige una autorización del Instituto de Crédito a medio y largo plazo para distintos supuestos y, en otros casos, se preceptúa incluso la intervención del propio Ministerio de Hacienda. Esto no es sino una muestra de que la intervención administrativa quiere penetrar de una manera completa en el ámbito de la inversión mobiliaria colectiva. Es cierto que el peligro de fraudes fiscales y la necesidad de proteger la libre concurrencia económica, puede imponer en algunos casos la necesidad de ese intervencionismo, pero, no estará de más apuntar como ese intervencionismo, precisamente por exagerado, puede llegar a imponerse mucho más allá de lo que es la propia intención de la Administración.

Hasta ahora, la legislación sobre entidades de inversión mobiliaria, puede decirse que ha fracasado y, si se produjera un nuevo fracaso, quizá la causa más grave de tipo formal que lo explicara, no sería otra que el excesivo intervencionismo administrativo en la vida de las Sociedades y los Fondos de Inversión. Este intervencionismo, al suponer un fracaso de la inversión mobiliaria colectiva, exigiría una actuación aún más positiva de la Administración, la actuación de atraer y lograr que una determinada esfera del ahorro privado llegara a la inversión, y este es el fin de las Sociedades y Fondos de Inversión.

---

(41) La organización del Derecho Privado. Rev. Crítica de Derecho Inmobiliario, 1961.

Si ese fin no se logra, porque el Estado con su intervención en la vida de las Sociedades y los Fondos produjera recelos en los promotores, el Estado deberá suplir el defecto de ese ahorro, imponiéndose sacrificios y esfuerzos mayores de los que se proponía evitar con ese intervencionismo que tan contraproducente puede resultar.

En cuanto a la naturaleza jurídica de las normas que regulan las Sociedades y Fondos de Inversión, hay que tener en cuenta que, según las conceptúa Senn (42) se trata de normas caracterizadas por:

- a) Ser imperativas, es decir, que no pueden ser derogadas por la voluntad de las partes. Son normas mínimas que en todo supuesto han de cumplirse.
- b) Ser reglas excepcionales, es decir, que vienen a modificar con un criterio de excepción las disposiciones generales que regulan la vida y el funcionamiento de las sociedades anónimas.

#### 4.2.1 Estudio de las Sociedades de Inversión Mobiliaria Colectiva de capital fijo.

Vamos a analizar en este apartado los aspectos más característicos de este tipo de sociedades, desarrollando la doctrina que sobre los conceptos jurídicos empleados pueda servirnos como elemento determinante de su deficiente regulación jurídico-material.

Analizaremos especialmente los siguientes aspectos: Objeto social, interdicciones especiales, constitución, nacionalidad, capital social, funcionamiento, reservas, gastos, retribuciones y beneficios.

En general, conforme a lo dispuesto en el Artículo 1º de la Ley de 1958, y en el apartado 1º del Artículo 2º de la Orden de 5 de Junio de 1964, las Sociedades de Inversión Mobiliaria,

---

(42) Obra citada, P. 105.

para poderse acoger a los beneficios fiscales determinados por nuestro ordenamiento positivo, única forma en la que es posible su existencia, deberán tener por exclusivo objeto social 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 o política en otras sociedades.

El estudio del objeto social de las Sociedades de Inversión, nos plantea, en primer lugar, una doble consideración. Se habla en los artículos citados de adquisición, tenencia, disfrute, administración y enajenación, pero esta enumeración se puede simplificar. La adquisición, la tenencia, el disfrute, implican simplemente hallarse en posesión de valores mobiliarios. La Sociedad de Inversión ha de tener por objeto lograr la posesión de tales valores.

No se puede olvidar que el concepto de posesión ha sido utilizado en distintos términos en los ordenamientos jurídicos francés, el antiguo italiano de 1865, incluso el propio español, frente al concepto más estricto del Derecho germánico recogido en el Artículo 858 del BGB. Mientras que el ordenamiento germánico hace una contraposición entre posesión y tenencia, nuestro ordenamiento incluye, dentro del concepto de posesión tanto la llamada posesión legítima como la mera tenencia.

Por lo que se refiere a las entidades objeto de nuestro estudio, podemos entender que la adquisición, la tenencia de valores mobiliarios, implica en último término la posesión de los mismos, la posesión por cualesquier títulos (43). En cuanto al disfrute, no puede olvidarse que viene a implicar una noción semejante al Derecho limitado de goce sobre valores mobiliarios. Principio "salva rerum substantia" que deberá conservarse y

---

(43) Castán (J.) Derecho Civil. Tomo I, P. 411.

mantenerse, en cuanto delimita el disfrute de -- los valores mobiliarios. Por lo que hace a las ideas de administración y enajenación de los mismos, la contraposición entre una y otra no resulta fácil. Castán caracteriza (44) como actos de administración aquellos que hacen referencia tan solo al aprovechamiento y conservación de la cosa y que afectan tan solo a las rentas de las -- mismas. También caracteriza al acto meramente administrativo el que su resultado es meramente transitorio. Planiol y Ripert (45) vienen a considerar como es acto de administración el que -- afecta tan solo a un periodo breve, mientras que por el contrario, los actos de disposición son -- los que tienen una naturaleza perdurable. Con -- una idea análoga, Coviello (46) destaca como los actos de disposición o de enajenación son aquellos que afectan al capital, mientras que los -- actos de administración tan solo afectan a las -- rentas del mismo.

Realmente, la contraposición entre acto de administración y acto de enajenación o disposición ha sido muy cuidada por la doctrina moderna española, piénsese por ejemplo en los estudios exhaustivos de Gitrama en lo referente a la administración de herencia (47) y de la Cámara respecto a la interpretación del Artículo 1.413 del Código Civil (48). Pero, en todo caso, y a lo que nosotros importa, la enumeración que se hace en las disposiciones sobre Sociedades de Inversión no -- es una enumeración exhaustiva, sino meramente indicadora. Se habla en ellos de actos de administración, tenencia, disfrute, administración, enajenación. Nosotros entendemos que, en general, se quiere referir a todo supuesto de detentación de valores mobiliarios por una sociedad.

---

(44) Ibidem. P. 351.

(45) Traite de droit civil. N° 2 388, P. 757.

(46) Manuale. P. 64.

(47) La administración de herencia en el Derecho español.

(48) El nuevo artículo 1.413 del Código Civil.

Ello nos lleva a destacar una nueva nota en la - caracterización del objeto de las Sociedades de Inversión, es la idea del valor mobiliario.

El concepto de título-valor como documento referido a un derecho, como cosa corporal que representa un derecho incorporal, como documento que llega a convertir en accesorio al derecho que incorpora, logrando una plena función de legitimación y una plena finalidad traslativa, es demasiado amplio para nuestro estudio. Nuestro Derecho positivo habla de valores mobiliarios, no en general de títulos-valores (49).

El concepto de valor mobiliario ha sido caracterizado cuidadosamente en la doctrina francesa por Ripert (50). A su juicio, la expresión valor mobiliario designa un título negociable que representa un derecho social o de préstamo efectivo a largo plazo.

No debe confundirse la idea del valor mobiliario con la idea de título de Bolsa. No puede olvidarse que nuestro ordenamiento positivo, en el Artículo 68 y siguientes del Código de Comercio, establece los requisitos exigibles para que los efectos públicos o privados, españoles o extranjeros, sean admitidos a la cotización en Bolsa, fijando, por lo tanto, una diferenciación clara entre valor cotizable y valor mobiliario. Tampoco estará de más referirnos a como el Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio de 1964, al estudiar las posibles inversiones de las sociedades mobiliarias acogidas a la Ley, establece la posibilidad de que tal inversión se realice no solo en títulos cotizables en Bolsa, sino también en títulos carentes de tal cotización, siempre que se reúnan los requisitos exigidos por la propia disposición.

En su consecuencia, tendremos que acudir a otros criterios para caracterizar exactamente la noción de valor mobiliario, a la que nos estamos refiriendo. Lo esencial en ella, según Ripert, es la referencia a la movilidad. Precisamente porque se trata de cosas muebles, de cosas obje-

---

(49) Garrigues: Los contratos bancarios. P. 99.

(50) Traite I, P. 727.

to de tráfico mercantil, es por lo que, en todo supuesto y aun cuando no se trate de valores incluidos en Bolsa, la negociación, respecto de ellos, tendrá siempre carácter mercantil.

Los valores mobiliarios que detenten una Sociedad de Inversión, deberá de adquirirlos, de tenerlos, de disfrutarlos, podrá administrarlos o enajenarlos. En consecuencia, deberá de incorporar derechos que sean susceptibles de este tratamiento jurídico. Estos derechos son, fundamentalmente, el derecho de socio, el derecho social y el derecho de crédito incorporado a una obligación a favor del prestamista y en contra del prestatario. No podrá así darse la calificación de valor mobiliario a los billetes de Banco, que tienen un simple papel monetario, ni a los efectos de comercio que no pueden ser objeto de un derecho de disfrute. Tampoco al cheque, en cuanto que el mismo no devenga interés, ni a los cupones que representan el pago de un dividendo o de un interés, ni a un derecho de suscripción, ya que se trata, en todo caso, de documentos accesorios a otro y que carecen de propia sustantividad para ser objeto del tráfico jurídico que la Sociedad de Inversión implica.

El valor mobiliario, para poder ser incluido en la cartera de una Sociedad de Inversión, para que pueda determinar el objeto de ésta, tiene que ser negociable, y no lo son ni las meras promesas de acciones, salvo en el caso excepcional de que éstas puedan ser negociadas, ni los resguardos de depósitos bancarios, salvo aquellos casos en que la negociación de los mismos esté también permitida.

Pudiera dudarse si la noción de valor mobiliario se refiere tan solo a títulos emitidos por el Estado, las corporaciones, las entidades públicas o las sociedades mercantiles; pero, en nuestro ordenamiento positivo, a partir de la Ley de Diciembre de 1964, que regula la emisión de obligaciones por particulares, parece indiscutible que la noción de valor mobiliario no está reñida con que su emisión haya sido realizada por un comerciante individual, o incluso por una simple persona individual.

Los valores mobiliarios, como posibles objetos de las Sociedades de Inversión, podrán ser, bien de renta fija, bien de renta variable, emitidos por el Estado, las corporaciones, sociedades o por los particulares y cabe incluso que se les vea vista con una denominación peculiar, así, por ejemplo, las llamadas cédulas para inversiones. En todo caso podrán serlo tanto los valores nacionales como los extranjeros y, según antes vimos, los cotizados en Bolsa como los no cotizados.

El concepto del objeto social de las Sociedades de Inversión, encierra una idea de finalidad de intención, como es compensar, con una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras sociedades. La división de riesgos es el fin primordial de la Sociedad de Inversión. Por ello, Senn (51) denominar a las acciones de las Sociedades de Inversión los valores de un buen padre de familia.

Se habla en nuestro Derecho de que las Sociedades de Inversión habrán de tener como objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, etc. de valores mobiliarios. Esta determinación será, por tanto, en cuanto a su objeto social, una noción de exclusividad.

La trascendencia del objeto social para delimitar a la propia sociedad es diversa, según destaca Rava, en el ordenamiento jurídico alemán y en el ordenamiento jurídico anglosajón. En el ordenamiento alemán, y partiendo de una tesis orgánica sobre la naturaleza de la personalidad jurídica y de la personalidad de la sociedad, se estima que se entiende incluido en el objeto social todo aquello que pueda tener referencia con la finalidad de la sociedad. Por el contrario, en Inglaterra, tan solo se considera, basándose en la tesis de la ficción legal, que podrá estimarse como objeto de la sociedad lo expresado como tal en la carta constitutiva de la misma.

---

(51) Obra citada, P. 110.

En nuestro Derecho, esta es la postura a la -- que llega Girón Tena, que coincide también con la tesis de Garrigues de que el objeto social se identifica con el giro o tráfico de la empresa. Esta es una noción semejante a la utilizada por el Código de Comercio para delimitar la actividad del factor mercantil. A su tenor resulta imprescindible determinar el alcance del objeto social, o lo que es lo mismo, determinar el alcance del giro o tráfico de la empresa, perollo que resulta dudoso es si tal determinación ha de entenderse con tal rigor que solo abarca el objeto social aquello que se ha expresado en la redacción estatutaria, o, por el contrario, se extiende también la actividad social a otros aspectos que, aunque no se hallan incluidos en la enumeración de los estatutos, se encuentran en conexión con lo determinado en ellos.

Indudablemente, el primer criterio sería demasiado estrecho y llevaría a complicaciones incompatibles con la flexibilidad de toda gestión empresarial. Por ello, hay que aceptar la segunda solución y a ésta es a la que hace referencia -- nuestro Derecho en alguna importante resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, quien, después de afirmar que las limitaciones a la actuación de un consejo de administración, impuestas estatutariamente, solo producen efectos internos y no perjudican a terceros de buena fe, y que la única limitación legal a tal actuación es la contenida en el Artículo 76 de la Ley de Sociedades Anónimas, a cuya forma social -- se refería el supuesto contemplado, manifiesta -- que tal objeto no puede calificarse con criterio estrecho que impida la explotación de sus productos, materias primas necesarias y otras análogas relacionadas con sus fines, lo que no debe confundirse con la ampliación de operaciones a que se refiere el Artículo 86 de la Ley de Sociedades Anónimas, ni implica alteración del objeto social.

Pudiera dudarse si esta interpretación amplia, hecha por la autorizada opinión de la Dirección General de los Registros y del Notariado, es de aplicación o no a las Sociedades de Inversión. Ya vemos como en éstas se habla de objeto "exclusivo"

Al hablar del objeto exclusivo, parece que la interpretación del objeto social debe hacerse en términos estrictos y rigurosos, pero, por estrictos y rigurosos que sean tales términos interpretativos, nunca podrán contradecir la ratio misma del concepto de objeto social y ésta es la que destacó la Resolución a que hemos hecho referencia. La exclusividad podrá referirse a la imposibilidad de acudir a otro tipo de negocios, aún cuando estatutariamente se determinara la aptitud de las Sociedades de Inversión para los mismos, pero no a una exclusividad en cuanto a la enumeración de las actividades de la Sociedad de Inversión, limitándolas a las comprendidas tan solo en los preceptos legales que estudiamos.

Creemos que esta es la mejor interpretación que puede darse al concepto del objeto social en el ámbito de las Sociedades de Inversión.

Esta noción del fin exclusivo, ha venido a hacer innecesario en nuestro Derecho las precisiones que Senn (52) destaca que se hacen por la legislación francesa en cuanto al objeto de las Sociedades de Inversión, señalándole algunas interdicciones especiales. Así, la de adquirir inmuebles mas allá de los necesarios para el desempeño de su actividad y la de intervenir en la creación o explotación de empresas privadas. El propio Senn (53), viene a señalar como estas interdicciones no tienen un carácter exhaustivo, sino que, por el contrario, se pueden deducir de los preceptos de la legislación francesa otra serie de prohibiciones como la de intervenir en los sindicatos financieros, garantizar la colocación o la venta de títulos, la prohibición de comprar sociedades en liquidación o en quiebra, o que se encuentren en una situación de insolvencia, etc.

En nuestro Derecho, estas interdicciones, expresas o inducidas, no se precisan, por la propia exclusividad del objeto social en la Sociedad de

---

(52) Ibidem. P. 115.

(53) Ibidem.

Inversión. Sin embargo, en distintos preceptos de nuestra regulación positiva, se deducen reglas análogas, como por ejemplo la limitación en cuanto a la adquisición de inmuebles, que aparece como lógica consecuencia de las restricciones que se imponen en cuanto a la inversión de la cartera. Se establece que, en general, todo el activo social, al menos en un 90 por 100, deberá estar constituido por valores mobiliarios de renta fija o variable, cotizados o no en algunas de las Bolsas oficiales. De la Orden de 5 de Junio, parece indiscutible que la inversión en inmuebles estará muy limitada, como se deduce del propio Artículo 3º, que se limita a determinar que el resto del activo social podrá mantenerse en efectivo, invertirse en mobiliario, operaciones, inmuebles, valores mobiliarios cotizados o no en Bolsa, etc.

Por otra parte, el Artículo 1º del Decreto de 4 de Mayo viene a establecer, en su apartado 2º, que las obligaciones de toda orden frente a terceros de una Sociedad de Inversión, en ningún caso podrán exceder del 50 por 100 del patrimonio social neto. De otra parte, también el Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio viene a determinar como los valores industriales o mercantiles cotizados en Bolsa que figuren en su cartera, deberán haber sido emitidos por empresas que cuenten, por lo menos, con tres años de existencia, de lo que se deduce que no debe haber una intervención por parte de las Sociedades de Inversión en la creación o constitución de nuevas sociedades.

Estas limitaciones hacen que sea innecesario, en nuestro Derecho, el concepto de acto de gestión que el propio Senn destaca como básico para limitar la capacidad y actividad de la Sociedad de Inversión en el Derecho francés. Este autor (54) determina como característica del acto de gestión el que debe suponer una inversión en valores mobiliarios. En segundo lugar, el que debe tener excluida por completo toda idea de especulación.

---

(54) Ibidem.

En tercer lugar, que se debe de separar de él toda noción de financiamiento y en último término, que no debe intentarse en forma alguna a través del acto de gestión de la Sociedad de Inversión el control de otra sociedad.

Todas estas notas también aparecen recogidas por la normativa de nuestro Derecho. Esta última por ejemplo, en las limitaciones que luego estudiaremos, referentes a la posibilidad de que valores de una misma sociedad sean detentados por una sola Sociedad de Inversión, tan solo hasta un cierto límite.

En cuanto a la idea de especulación, vemos que la excluye el propio concepto del objeto social, al hablar de una distribución del activo para lograr una mejor compensación de los riesgos y de los tipos de rendimiento, es decir, no se trata de lograr una distribución de la idea especulativa que siempre entraña toda actividad mercantil.

Continuando con el análisis del objeto, cabe preguntarse sobre la posibilidad de que las Sociedades de Inversión verifiquen préstamos a empresas mercantiles que en cualquier otra manera contribuyan a su financiación. Senn (55), se muestra contrario a la admisibilidad de estos actos por parte de las Sociedades de Inversión. Como luego veremos, las limitaciones impuestas en nuestro Derecho a la posibilidad de emitir obligaciones por parte de estas sociedades, nos deben aconsejar seguir en este punto una postura negativa.

Otro aspecto de que podría hablarse es de la legitimidad de la cesión, verificada por la Sociedad de Inversión, de toda su cartera en favor de otra sociedad, a través de un contrato por el que ésta última se comprometiera a satisfacer una determinada cantidad o una participación en los beneficios a la Sociedad de Inversión.

---

(55) Ibidem.

La jurisprudencia italiana, mantiene que no hay cambio de objeto social cuando, en lugar de ejercer un determinado ramo de la actividad, la misma sociedad cede temporalmente su ejercicio a otra sociedad, mediante un precio fijo de alquiler, o una participación proporcionada en los beneficios. Sin embargo, en el ámbito de las Sociedades de Inversión, se encuentra un motivo importante para adoptar una postura contraria a esta tesis, ya que un peligro que se trata de evitar siempre en las Sociedades de Inversión, es la exagerada concentración de empresas y a ello conducen las limitaciones que, en cuanto a la cuantía de inversión en valores de una sola sociedad, se vienen a establecer por la ley.

Según ha fijado en la doctrina francesa Hamel,--seguido en este punto por Lagarde y Schwob, la Sociedad de Inversión debe ejercer ella misma la gestión de su cartera. Si bien es posible que la confíe a un mandatario, no se puede considerar admisible la cesión de la misma "a forfait" a un tercero, (56), esta misma razón de evitar la excesiva concentración de un poder industrial en una sola mano es la que nos induce a proscribir en nuestro ordenamiento los supuestos de fusión, absorción y transformación que en alguna medida impliquen concentración, de las Sociedades de Inversión.

En cuanto a la transformación de las Sociedades de Cartera en Sociedades de Inversión, Hamel (57)--admite tal posibilidad. Senn (58) matizando más --destaca, según antes vimos, cómo las normas que regulan las Sociedades de Inversión tienen un carácter imperativo y, en el caso de que la sociedad no se amolde plenamente a ellas, es posible su constitución, como igualmente es posible que se cumpla --el fin que les es peculiar, pero, en todo supuesto

---

(56) Hamel: Les sociétés d'investissement. ANSA---1946. P. 19; Lagarde: Comme devant fonctionner ---les sociétés d'investissement. Vie Française, 14 --Mayo 1954. P. 137; Schwob: Les Investment Trust en USA. P. 161.

(57) Hamel. Ibidem.

(58) Obra citada. P. III.

en el que falten los requisitos legales, se perderán los beneficios, especialmente los beneficios impositivos que la ley determina.

La posibilidad de la transformación de las Sociedades de Cartera en Sociedades de Inversión, en nuestro Derecho aparece reconocida en estos mismos términos. Es decir, exigiendo el amoldarse a los preceptos aplicables a las Sociedades de Inversión. El Artículo 3º, apartado D, párrafo 4º de la Orden de 5 de Junio, establece que, cuando se trate de Sociedades de Inversión que están ya operando, pero no disfrutaran de las exenciones fiscales previstas en la ley y tuvieran en su cartera títulos no cotizables en Bolsa, el Ministro de Hacienda se pronunciará sobre este extremo, previo informe del Instituto de Crédito a medio y largo plazo, al tiempo de resolver sobre la concesión de las citadas exenciones fiscales. De este precepto se deduce cómo la orientación de nuestro Derecho positivo es idéntica a la ya expuesta por la doctrina francesa, siguiendo el criterio de la admisibilidad de la sociedad con un fin de inversión que no sea propiamente una auténtica Sociedad de Inversión, pero, para ser definida como tal y sobre todo para gozar de los beneficios fiscales que la misma implica, se exige una completa adecuación a los preceptos legales, adecuación que, en este caso concreto, se admite sea paliada a través de esta auténtica disposición transitoria.

La constitución de la Sociedad de Inversión y los requisitos que la misma implica, aparecen determinados en el Artículo 2º, apartado 2º de la Orden de 5 de Junio. En primer lugar, se establece en dicho precepto que la Sociedad de Inversión ha de ser una sociedad anónima. En este punto, no podemos olvidar la postura mantenida por Alvarez-Quelquejeu (59) destacando como preferible, en todo supuesto de concentración de empresas, a la sociedad capitalista, debido, precisamente, a los

---

(59) "La sociedad de responsabilidad limitada como instrumento de la concentración de empresas."

perfiles mas acusados de su personalidad jurídica a su mas perfecta organización corporativa y al valor normativo de sus estatutos. Nuestro Derecho positivo en este punto es tajante, exige que se trate de una Sociedad Anónima. Esta Sociedad Anónima habrá de tener algunos requisitos peculiares. En primer lugar, se determina que, en los estatutos de la misma, consten las normas generales a que habrá de ajustarse su política de inversiones, caso de existir dichas normas, es decir que, en que éstas existan, se impone necesariamente la constancia de las mismas en sus estatutos sociales. En segundo lugar, se precisa una serie de inscripciones, no solo las inscripciones normales de una Sociedad Anónima, sino también la inscripción en un registro especial, inscripción que como destaca el Artículo 10 de la Ley de 5 de Junio en su último párrafo, tiene la característica de ser no rogada, sino automática, en contraposición a la orientación fundamental de nuestro Derecho registral. Así, este precepto dice que la resolución ministerial favorable, dará lugar en todo caso a la inscripción automática de la sociedad en el registro especial de Sociedades y Fondos de Inversión que a estos efectos llevará el Instituto de Crédito a medio y largo plazo.

Impone nuestra legislación también una serie de requisitos en lo que respecta a la nacionalidad de la Sociedad de Inversión. Así, se llega a determinar por esta Orden de 5 de Junio, que es imprescindible se trate de Sociedades Anónimas de nacionalidad española, constituidas con arreglo al régimen jurídico vigente y, por tanto, inscritas en el correspondiente Registro Mercantil y domiciliadas en territorio nacional.

No procede llevar a cabo aquí un estudio detallado del problema de la nacionalidad de las sociedades. Ha habido autores, como Laurent y Pillet, que han negado la posibilidad de que una sociedad tenga una auténtica nacionalidad. No faltan por el contrario otros, como por ejemplo Rustein, que afirman que se puede atribuir a una sociedad el concepto de nacionalidad. A esta misma solución ha llegado en nuestra doctrina Garrigues, que entiende muy conveniente la noción de nacionalidad en cuanto se permite, a través de ella, - -

regular la constitución, funcionamiento y extinción de sociedades, así como otorgar la protección extraterritorial suficiente a los intereses nacionales.

En cuanto a los criterios para llevar a cabo tal determinación, se ha hablado por algunos autores, Garrigues y Jiménez Artigues, del criterio de la autonomía de los contratantes, es decir, considerar que deberán ser los propios contratantes quienes determinen la nacionalidad de la sociedad. El criterio de la incorporación atribuye al reconocimiento estatal el conferimiento de la propia nacionalidad. El criterio de la nacionalidad de los socios identifica la nacionalidad de éstos con la de la propia sociedad. El criterio del lugar de emisión identifica la nacionalidad con la localidad en que la emisión de las acciones haya tenido lugar. El centro de explotación, el domicilio social, según la opinión de Garrigues y especialmente el domicilio-constitución, son los criterios que mas han sido utilizados por la doctrina.

En nuestro ordenamiento positivo, a tenor del Artículo 28 del Código Civil, así como de lo establecido en otros preceptos, el Artículo 59 de la Ley de Sociedades Anónimas y fundamentalmente el Artículo 87 del Reglamento del Registro Mercantil y el 15 del Código de Comercio, se ha venido a entender por los autores españoles, Garrigues, Puig Brutau, etc., que en nuestro Derecho se sigue el criterio del domicilio-constitución.

Se puede decir que el domicilio de la sociedad y la constitución de la misma, con arreglo a la legislación española, determinan la nacionalidad de una Sociedad Anónima. Este criterio ha sido también el mantenido por nuestra jurisprudencia como lo ponen de manifiesto diversas sentencias del Tribunal Supremo y una Resolución de la Dirección General de los Registros y el Notariado de 17 de Abril de 1953. Tal criterio, es también el sustentado por nuestra legislación de Sociedades de Inversión, ya que, para conceptuar como nacionales a las Sociedades Anónimas de inversión, el Artículo 2º de la Orden de 5 de Junio, establece

que debe tratarse de sociedades constituidas con arreglo al régimen vigente, inscritas en el Registro Mercantil y domiciliadas en territorio nacional. La referencia por lo tanto al criterio domicilio-constitución es patente.

Las consecuencias que de esta nacionalidad se derivan, son, lógicamente, la aplicación a las mismas de la legislación española. Pero esta aplicación no impide que la sociedad pueda detentar valores extranjeros y que pueda incluso actuar enteramente en el extranjero. La capacidad de las sociedades españolas para operar en el extranjero, se regirá tan solo por las limitaciones establecidas por la legislación comparada, pero nuestro ordenamiento jurídico les da una amplia autonomía en este terreno.

Otro aspecto a considerar debe ser el concepto de capital social. El capital social desembolsado, según el apartado 4 del propio Artículo 2º de la Orden de 5 de Junio, no ha de ser inferior a cincuenta millones de pesetas, si bien, cuando se trate de sociedades ya acogidas a los beneficios de la legislación sobre inversiones, la cifra del capital desembolsado se reduce a veinticinco millones de pesetas.

La razón que justifica el que legislativamente se determine una cifra como capital mínimo de la Sociedad de Inversión, no es otra que garantizar la seriedad de la empresa y lograr una plena distribución de los riesgos y de los gastos administrativos en un amplio campo. No puede olvidarse que el objeto fundamental de las Sociedades de Inversión es lograr, compensar, por una adecuada distribución de los activos, los riesgos y los tipos de rendimiento. Esa adecuada composición, no es posible lograrla con unos recursos escasos. Es necesario un cierto capital para lograr una justa distribución de riesgos y tipos de rendimiento.

Pudiera dudarse si el capital de la Sociedad de Inversión debería estar plenamente desembolsado, ya que de la dicción literal de la Orden de 5 de Junio, se deduce que el capital desembolsado no debe ser inferior a cincuenta millones de pesetas, pero no se impone terminantemente que el capital esté plenamente desembolsado, es mas, se --

hace referencia a la cuantía del capital desembolsado, que no se identifica con capital escriturado. Por lo tanto, tan solo se exige que el capital desembolsado exceda de tal cifra. El capital escriturado podrá guardar con el desembolsado la proporción establecida por la legislación general de Sociedades Anónimas. Por otra parte, se establece por nuestra legislación de Sociedades de Inversión la posibilidad de que, durante el plazo de un año, se pueda ir llevando a cabo la inversión de capital desembolsado. La determinación de tal plazo no puede menos de elogiarse, porque, de esta manera, se logra que el impacto de la Sociedad de Inversión en el mercado de valores sea mucho menor.

Se da también en las Sociedades de Inversión el proceso normal de toda Sociedad Anónima, exigiendo la emisión de las acciones, su suscripción y el desembolso de las aportaciones prometidas.

El anuncio de la emisión de las acciones deberá de hacer constar que se trata de una Sociedad de Inversión. Este dato deberá constar también en los boletines de suscripción.

El proyecto general de inversiones deberá consignarse en los estatutos sociales y las menciones fundamentales de estos estatutos sociales, según la legislación común de Sociedades Anónimas en tales boletines de suscripción.

Un problema interesante es la posibilidad de efectuar en las Sociedades de Inversión aportaciones "in natura".

Las aportaciones "in natura" tienen, en las Sociedades de Inversión, el defecto que ha apuntado Fain (60) de la posibilidad de que los inversores obtengan acciones estabilizadas a cambio de acciones no cotizadas o de mercado estrecho, con lo que, mediante una hábil maquinación, se puede elevar, en el momento en que la aportación se realiza, el valor del título aportado.

---

(60) Banque. 1949, P. 142.

Por otra parte, no hay que olvidar, como ha destacado Perridom, que la mayor parte de las Sociedades de Inversión (61) han sido constituidas por los bancos y las sociedades de seguros y a través de la conversión de las sociedades "holding", lo que, naturalmente, significa que la mayor parte de estas Sociedades de Inversión están sujetas a la posibilidad de que fuerzas financieras muy considerables puedan influir en la cotización de las acciones a ellas aportadas.

En nuestro Derecho parece posible que estas aportaciones "in natura" consistan incluso en aportación de inmuebles, mobiliario, instalaciones, etc., ya que el Artículo 3º, apartado a) de la Orden de 5 de Junio, admite la posibilidad de que un 10 por 100 del activo social se invierta, precisamente, en bienes de este tipo. La aportación en valores mobiliarios será aún mas fácil, ya que cumple la finalidad propia de la cartera de la Sociedad de Inversión, pudiendo, de esta manera, llegarse a aportar hasta el 90 por 100 del activo social.

Hamel, en la doctrina francesa, ha destacado como la aportación de valores mobiliarios, e incluso la aportación de inmuebles, se entiende como posible en cuanto se precise para el funcionamiento de las Sociedades de Inversión.

De todo ello se deduce el que parezca posible, en principio, la aportación de valores que no reúnan los requisitos exigidos para constituir la cartera social. Esta aportación, en último término, podrá ser identificada dentro de una interpretación analógica de lo establecido en el Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio, apartado a), párrafo último, que admite la posibilidad de que la Sociedad de Inversión disponga del plazo de un año para efectuar la inversión en valores mobiliarios de las aportaciones dinerarias obtenidas con motivo de su constitución o de su ampliación de capital, al efecto de alcanzar el límite del 90 por 100 anteriormente citado.

---

(61) Citado por Senn en su obra. P. 69, nota 24.

Estas aportaciones "in natura", deberán valorarse conforme a las reglas generales establecidas en los Artículos 31 y 32 de la Ley de Sociedades Anónimas. Sin embargo, como ha destacado Hepain, cuando se trata de una sociedad de otro tipo que se transforma en una Sociedad de Inversión, pueden suscitarse diferencias de apreciación entre los accionistas antiguos y los aportantes en cuanto a las reglas a aplicar para la evaluación del activo social. Cuando se trata de acciones cotizadas en Bolsa, la cotización bursátil será el mejor índice para valorar las acciones aportadas. Si se trata de acciones no cotizadas en Bolsa y se da, precisamente, este supuesto de preexistencia de la sociedad, será de aplicación la regla ya citada del Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio en su párrafo 4º, que indica que cuando se trate de Sociedades de Inversión que estaban ya operando, pero no disfrutaran de las exenciones fiscales previstas en la ley y en uno u otro caso tuvieran en su cartera títulos no cotizados en Bolsa, el Ministro de Hacienda se pronunciará sobre este extremo, previo informe del Instituto de Crédito a medio y largo plazo, al tiempo de resolver sobre las citadas exenciones fiscales. Esta autorización exigida en nuestro ordenamiento, tiende, precisamente, a asegurar una justa valoración de tales acciones. (62)

Estudiada la constitución de las Sociedades de Inversión, vamos a estudiar a continuación su vida y funcionamiento, iniciando tal estudio por algunas consideraciones en torno a la cartera de las Sociedades de Inversión.

El activo de éstas, según el Artículo 2º del Decreto de 1964 y el Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio, estará constituido, al menos en un 90 por 100, por valores mobiliarios de renta fija o variable, cotizados o no en alguna de las bolsas oficiales. El resto del activo social podrá mantenerse en efectivo o invertirse en mobiliario, instalaciones, inmuebles, valores mobiliarios cotizados en Bolsa, o cualquier otra rúbrica dedicada al cumplimiento de sus fines sociales.

---

(62) "Les Sociétés d'Investissement" Journal de Sociétés 1954. P.30.

Los valores mercantiles e industriales cotizados en Bolsa y que figuren en su cartera, tienen que haber sido emitidos por empresas que cuenten, por lo menos, con tres años de existencia y que tengan los balances de resultados y cuentas correspondientes a los ejercicios que cubran dichos años legalmente aprobados en la fecha de adquisición de sus títulos por la Sociedad de Inversión. La adquisición de títulos que no figuran en la cotización oficial, requerirá la previa autorización del Instituto de Crédito a medio y largo plazo. El importe de estos títulos no podrá exceder del 30 por 100 del activo de la Sociedad de Inversión y las sociedades emisoras de los títulos habrán de reunir los requisitos exigidos de la preexistencia, por un plazo de tres años y la aprobación, por tres años también, de los balances y cuentas de los resultados de dichas sociedades.

No será precisa la autorización aludida cuando se trate de incorporar a la cartera, valores emitidos por el Estado que gocen del aval del mismo, títulos precedentes de nuevas emisiones que pueda adquirir la sociedad ejercitando los derechos de suscripción preferente que le otorguen los valores de su cartera y títulos derivados de ampliaciones de capital, efectuadas por sociedades cuyos valores procedentes de emisiones anteriores, de similares características, se encuentren ya admitidos a cotización oficial en Bolsa y no hubiere transcurrido mas de un año desde la emisión de los nuevos títulos.

De la dicción literal del Decreto de 30 de Abril, tantas veces citado, parece deducirse que la necesidad de limitar la tenencia de valores no cotizados a un 30 por 100, se da, tan solo, respecto de aquellos valores no emitidos por el Estado o avalados por el mismo, o consecuencia de las ampliaciones de capital a que hemos hecho mención. Parece que el límite del 30 por 100 solo se da para las autorizadas, es decir, para aquellas que exigen una autorización expresa del Ministerio de Hacienda. En las demás parece que, teniendo en cuenta que no se exige la autorización, tampoco se da el límite que en el mismo se marca.

Una interpretación lógica de este precepto, nos dice que las acciones emitidas por el Estado o avaladas por el mismo, gozan de una garantía superior en cuanto a la ausencia de posibles intenciones especulativas que las cotizadas en Bolsa. Por otra parte, el ejercicio de los derechos de suscripción de las acciones en cartera, es un lógico crecimiento de la misma. Con ella se trata de no perder una buena coyuntura de negocio. En los otros casos, se trata de supuestos meramente temporales, transitorios, en los que se puede llegar al cumplimiento de los requisitos exigidos por la ley en un breve plazo. Se trata, pues, de una admisión condicionada, si bien parece que debía de tratarse de una hipótesis de adquisición sin límites, pero ésto encierra un grave peligro. La aceptación ilimitada, dentro de la cartera de la Sociedad de Inversión de acciones provinientes de ampliaciones de capital, puede desequilibrar la proporción de la misma, en cuanto a la compensación de riesgos y rendimientos, con un peligro especulativo grave, pues, precisamente las acciones de sociedades no cotizadas de pequeño capital, son las que en mayor medida cabe que, mediante testaferros o "trusts" secretos, las Sociedades de Inversión, respetando los límites de cuantía de su participación en las distintas empresas individuales, lleguen a dominarlas.

Todas estas consideraciones deben dejarse a un lado ante la dicción literal, aun cuando no enteramente justa, del Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio, en el que se dice literalmente que "no se precisa la autorización aludida, por no ser aplicable el límite previsto, cuando, en cualquier caso, se trate de incorporar a la cartera valores emitidos por el Estado que gocen del aval del mismo, los títulos procedentes de emisiones que pueda adquirir la sociedad ejercitando los derechos de suscripción de los que ya fuere titular, y los títulos derivados de ampliaciones de capital y de acciones ya cotizadas en Bolsa".

Otro problema interpretativo, que plantea el entendimiento exacto de lo preceptuado en el párrafo 3º del Artículo 3º de la Orden de 5 de - -

Junio de 1964, es que en él se determina que, no obstante con carácter circunstancial o transitorio, una tercera parte del 90 por 100 del activo citado en el primer párrafo de este apartado, podrá ser mantenido en efectivo por plazo no superior a un año y ello pudiera dar pie a que se diera si este plazo no superior a un año se daría tan solo en el momento de la constitución de la Sociedad de Inversión o, por el contrario, en todo supuesto de su vida o funcionamiento. Entender ésto último implicaría el rebajar el monto del activo social, que necesariamente ha de consistir en valores de renta fija o variable cotizados o no en Bolsa, a un 60 por 100, ya del tal 90 por 100, ya que esta otra tercera parte, a través de sucesivas ventas y compras, podría mantenerse, en todo caso, en una hipótesis de liquidez. Por otra parte, el párrafo 4º del Artículo que estamos estudiando, se refiere a la posibilidad de que, en el momento de la constitución de la Sociedad de Inversión, y por un plazo de un año, las aportaciones dinerarias se mantengan sin invertir. Esto último, parece quiere decir que lo expuesto en el párrafo anterior no hace referencia a este supuesto concreto de la constitución de la sociedad, sino, por el contrario, a toda hipótesis de su vida o funcionamiento. La solución, sin embargo, es mas que dudosa.

La rigidez que en esta materia domina nuestro ordenamiento positivo, no puede menos de criticarse.

Senn (63), destaca en el proyecto francés de 1930 sobre inversión colectiva, que en su exposición de motivos mantenía que las Sociedades de Inversión podían efectuar libremente todas las operaciones de empleo temporal de sus disponibilidades, esperando la inversión definitiva de los fondos. Este criterio liberal, indiscutiblemente se acomoda mejor a la flexibilidad y variaciones frecuentes del mercado de valores.

---

(63) Obra citada. P. 116.

Siguiendo con sus contradicciones, nuestro ordenamiento dice: "La cartera puede consistir en valores de renta fija o variable", pudiendo darse la posibilidad de una Sociedad de Inversión que fuera titular tan solo de valores de renta fija. Parece que tal hipótesis contradice a la propia intención de la Sociedad de Inversión, ya que con ello no se lograría compensar, debido a la distribución del activo, los riesgos y los tipos de rendimiento, obrándose tan solo una auténtica y hasta cierto punto inútil, interposición de personas

Como resumen de lo anteriormente expuesto, cabe decir que el criterio de nuestro legislador en este punto es auténticamente liberal, en cuanto a las características de los valores que pueden constituir la cartera de la Sociedad de Inversión. Las partes de fundador, los bonos de tesorería, etc., pueden integrarse en la misma. De otra parte, en ninguno de los preceptos de la legislación sobre Sociedades de Inversión se exige expresamente que se trate de valores que la sociedad haya adquirido en pleno dominio. La hipótesis de copropiedad de las acciones en cartera, de tenencia tan solo de derechos reales limitados como es el usufructo, parece posible.

La limitación mas rigurosa de nuestro ordenamiento, hace referencia a la intención de evitar todo control de empresa por parte de la Sociedad de Inversión. Así, el Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio, en sus apartados e) y f), establece: "El activo social no podrá estar integrado en mas de un 25 por 100 por valores emitidos por una misma entidad o empresa, ya se trate de acciones, obligaciones u otros títulos cualesquiera. Se exceptúan de esta norma los valores emitidos por el Estado o que gocen de su aval. No podrán participar en mas del 20 por 100 en cada uno de los capitales propios de las sociedades en que estén interesadas. Tampoco podrán poseer obligaciones por un importe nominal, que sumado al valor nominal de las acciones, hiciera exceder el total de las inversiones en la misma entidad del 20 por 100 de su capital social".

La razón de estos límites no es sino aplicar - al supuesto concreto de las Sociedades de Inver-- sión las reglas generales de la Ley de 20 de Ju-- lio de 1963, sobre prácticas restrictivas de la - libre competencia (64). Hay que tener en cuenta- que esta disposición, en su Artículo 1º, conside- ra comprendidas en las mismas todas aquellas con- ductas concurrentes que tienden a impedir o limi- tar la libre competencia, y, en su Artículo 2º, es- tablece la nulidad, como contrarias a la ley y al orden público, de las decisiones de todo género - de fusiones, asociaciones o agrupaciones que vigi- lan prácticas prohibidas en el Artículo 1º de la- misma Ley.

Estudiado el objeto fundamental de la Sociedad de Inversión y la finalidad de la misma, compen-- sar con una adecuada composición de sus activos - los riesgos y los tipos de rendimiento, hay que - tener en cuenta que la cartera de la Sociedad de Inversión deberá de reunir los requisitos destaca- dos por Senn (65). Se impone una división finan- ciera, una división económica y una división geo- gráfica.

Nuestro ordenamiento jurídico establece cómo - se deriva de estas normas anti-control a que he-- mos hecho referencia, una auténtica división fi- nanciera. Por el contrario, la división económi- ca y la división geográfica no aparecen recogidas en forma alguna por nuestro ordenamiento positivo y esta falta de limitación en un ordenamiento tan lleno de ellas, se puede considerar como una autén- tica laguna y un defecto criticable.

La adquisición de los valores que integran la- cartera de la Sociedad de Inversión, si se trata- de títulos cotizados en Bolsa, no se podrá hacer- a cambio superior del oficial de cotización del - día en que tuviese lugar, o, en su defecto, al -- del anterior mas próximo.

---

(64) Ley de 20 de Julio de 1963.

(65) Obra citada. P. 120.

La adquisición de títulos que no figuren en la cotización oficial, requerirá la previa autorización del Instituto de Crédito a medio y largo plazo. En todo caso, los valores mobiliarios de toda clase constitutivos de sus carteras, deberán estar depositados en establecimiento de crédito autorizado para ello. Así se determina por el Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio de 1964.

El Artículo 4º de la misma Orden, desarrollando lo preceptuado en el Artículo 1º del Decreto, establece las reglas generales de la financiación de las Sociedades de Inversión, limitando las obligaciones de todo orden frente a tercero, al 50 por 100 del importe total del patrimonio social neto. De otra parte, limita y prohíbe la emisión de obligaciones y otros títulos de renta fija, así como admitir depósitos en cuenta corriente de valores o efectos.

El Artículo 3º, en su apartado g), establece que los valores mobiliarios de toda clase, constitutivos de la cartera de la Sociedad de Inversión no podrán ser pignoralados.

Nuestra legislación no habla concretamente de las partes de fundador. En la doctrina francesa, Fain (66), Lagarde (67) y Lambert (68), prohíben la emisión de las mismas. Tal prohibición trata de evitar una proliferación de las sociedades filiales de inversión, creadas por el interés de los fundadores en obtener partes de fundador. Además, dice Fain, no hay razón para crearlas, ya que en estas sociedades los fundadores no se exponen a los riesgos que trae consigo la fundación de sociedades ordinarias. La emisión de partes de fundador, equivaldría, según tal autor, a un tributo leonino a pagar por el valor de las acciones ordinarias.

---

(66) Banque. 1949. P. 141.

(67) "Comme devant fonctionner les sociétés d'investissement" P. 141.

(68) "Les Investment Trust". P. 33.

La emisión de obligaciones fue uno de los factores que mas contribuyó en Inglaterra y en los Estados Unidos al éxito de las Sociedades de Inversión, pero los peligros que las mismas encierran indujeron a que, en Norteamérica, a partir de la crisis de 1929, se proscribiera su emisión. El "leverage factor", o, según la terminología inglesa "dealing", refleja el porcentaje de la capitalización total de las "senior securities" (obligaciones) emitidas por una sociedad, respecto del capital total de la misma. La emisión de obligaciones permite en la Sociedad de Inversión introducir un valor diferencial en la misma, pero constituye un elemento especulativo para las acciones ordinarias, tanto sobre su rendimiento como sobre su valor de liquidación. Cuanto mas elevado es el porcentaje de capitalización de los títulos, mas volátiles son las acciones ordinarias. El rendimiento se eleva a medida que es mas sensible a las fluctuaciones, lo mismo que las cuotas de liquidación.

La introducción del "leverage factor", es decir, la admisibilidad de la emisión de obligaciones, o, en general, de títulos de renta fija, por las Sociedades de Inversión, se puede considerar favorablemente en periodo de bolsa con tendencia alcista, pero, por el contrario, en periodos de orientación decreciente, entrañan un grave peligro.

En nuestro ordenamiento, el Artículo 4º de la Orden es terminante al establecer que no se podrán emitir obligaciones ni otros títulos de renta fija.

La proscripción de emitir obligaciones implica naturalmente, la de emitir bonos de caja, ya que éstos no difieren de las auténticas obligaciones sino por su plazo mas breve.

Hamel (69) ha considerado que el legislador debe prohibir a las Sociedades de Inversión emitir títulos susceptibles de una circulación en el - -

---

(69) Brochure ANSA. 1953. P. 27.

público, pero, el mismo Hamel, admite que se emitan títulos representativos de préstamos civiles, con tal de que no sean títulos negociables ni transmisibles por los modos comerciales, e incluso llega a admitir que la Sociedad de Inversión cree efectos de comercio (70). Raleigh considera esta opinión de Hamel como criticable, ya que viene a contravenir la intención clarísima del legislador al proscribir la emisión de obligaciones. Se duda si esta prohibición de proceder a la emisión de obligaciones implica, también el que la Sociedad de Inversión no deba de tomar un préstamo a corto plazo en proporción importante (Lagarde (71), Hamel (72) y Retain (73)). Indiscutiblemente, es una mala política proceder a inversiones a largo plazo con préstamos a término corto. Los préstamos bancarios suelen ser muy onerosos y constituirían un "leverage factor" que podría presentar inconvenientes. Solo cabe aconsejar esos préstamos para fines de ampliación de capital, de liberación total de las acciones, como destaca Hamel (74). En cualquier caso, la obtención del préstamo no será un acto de gestión de la Sociedad de Inversión, destinado a permitir a la misma adquirir títulos nuevos, aunque este préstamo esté garantizado por valores mobiliarios.

En nuestro ordenamiento positivo, el Artículo 4º de la Orden de 5 de Junio, es terminante. Aparte de proscribir la emisión de obligaciones u otros títulos de renta fija, niega la posibilidad de admitir depósitos en cuenta corriente de valores o efectos y parece que de su propio espíritu se debe de derivar la proscripción de los préstamos, en los términos que hemos visto. En último término, estos préstamos estarán siempre sometidos a las restricciones que el propio precepto establece, ya que las obligaciones de todo orden de la Sociedad de Inversión frente a tercero, no po-

---

(70) Ibidem. P. 14.

(71) Lagarde: "Comme devant fonctionner..." P. 135

(72) Hamel. Brochure ANSA. 1953. P. 18.

(73) "Les sociétés d'investissement", Journal de sociétés. 1954. P. 8.

(74) Brochure ANSA. 1953. P. 18.

drán exceder del 50 por 100 del importe total del patrimonio social neto.

De todo ello se deriva como, de otra parte, el ordenamiento positivo español impide, según antes vimos, la pignoración de los valores que constituyen la cartera de la Sociedad de Inversión y del espíritu de este precepto parece derivarse toda clase de limitaciones, en cuanto a la posibilidad de constituir derechos reales limitados sobre tales valores. Vemos, por lo tanto, que las Sociedades de Inversión actúan tan solo financiadas con el capital-acción mas las reservas, sin otra vía de financiación. Esto pone de manifiesto la necesidad de que esta Sociedad de Inversión se configure bajo fórmulas de capital abierto, fórmulas que, como luego veremos, se van abriendo paso en los ordenamientos positivos.

Otro punto que debe considerarse es las reservas a constituir, a las que la ley impone requisitos especiales.

Como destaca Lacombe (75), se invoca en esta materia el principio de libertad de convenciones, pero la realidad es que cada vez se tiende mas a imponer una fuerte reserva legal. Así, el proyecto francés de reforma del Derecho de Sociedades tiende a aumentarla.

El Artículo 5 de la Orden prevé para las Sociedades de Inversión ciertos tipos de reservas. En primer lugar una reserva legal, análoga a la prevista en el Artículo 106 de la Ley de Sociedades Anónimas, pero incrementada con el 25 por 100 del beneficio obtenido en la enajenación de valores integrantes de la cartera de la sociedad o derecho de suscripción, y el importe de las cantidades percibidas en concepto de prima en la emisión de acciones, en su caso, hasta que la misma alcance un importe total igual al 50 por 100 del capital social.

No puede menos de estimarse anómalo que la reserva legal se fije bajo un aspecto respecto del capital desembolsado, y en otro con relación al ca

---

(75) "Les reserves dans les sociétés par actions" P. 121.

pital social o escriturado.

Las Sociedades de Inversión tienen dos fuentes de beneficios: el producto de los títulos de su cartera y las plusvalías obtenidas por la venta de dichos títulos.

En el Derecho británico, sistemáticamente se lleva a las reservas el producto de tales plusvalías. Por el contrario, en el Derecho americano, se aplica la "conduit theory" y se reparten no solo los beneficios de los títulos, sino también las plusvalías que resultan de su enajenación. El Derecho francés sigue una postura eléctica, destinando esas plusvalías en parte a las reservas, en parte a los beneficios sociales. Esta es también la postura del Derecho español. Aunque este criterio pueda estimarse económicamente acertado, su fundamentación jurídico-doctrinal no es fácil.

Esta reserva legal -según el Artículo 5- se destinará a la regularización de la cuenta de resultados o la de cartera, si no bastara para ello el fondo de fluctuación.

Este fondo de fluctuación se constituirá con el 50 por 100 de los beneficios obtenidos en la enajenación de valores integrantes de la cartera de la sociedad o derechos de suscripción, hasta que el fondo alcance un importe total igual a la mitad del capital social. Como se ve, las limitaciones que nuestra legislación de inversiones pone a la distribución de plusvalías, se suceden. Tal distribución, como destaca Letrade (76), va contra la garantía de los inversores, nota característica de las Sociedades de Inversión, ya que, en situaciones de alza, supone una disparidad entre los beneficios y la capitalización y, en momento de baja, implica que la Sociedad de Inversión reparte como beneficios lo que realmente integra el capital. Este razonamiento no deja de ser cierto, y aplicar indiferenciadamente la "conduit theory" no puede estimarse acertado. Una buena solución apuntada por la doctrina es repartir en nuevas acciones el incremento obtenido por las plusvalías.

---

(76) "Les sociétés d'investissement en France"... Problemes Economiques. 1953. P. 7.

Existe también la reserva de regularización de dividendos, que se nutre, como mínimo, con el 10 por 100 de la parte de beneficio neto ordinario del ejercicio que exceda del 5 por 100 del capital desembolsado. Este beneficio neto, como el mismo Artículo 5 define, no incluye las llamadas plusvalías.

La aplicación de estas reservas será la que la ley taxativamente preceptúa. Si los valores que integran la cartera sufren una "minus valía", la distribución, en ese caso, de beneficios encierra un grave peligro. Hasta el punto que Senn (77) aconseja en este caso la no distribución de tales beneficios. Esta es la postura a la que se llega en el Artículo 5 de la Orden a través de la regularización de la cartera. Este precepto fija las normas contables que se han de aplicar para la valoración de las "minus valías". Normas uniformistas y que se aplican diversamente a los valores cotizables y a los no cotizables. En este último caso será preceptiva la intervención del Instituto de Crédito a medio y largo plazo. La Orden de 5 de Junio deroga el Artículo 4 de la Ley de Sociedades Anónimas en este punto, derogación expresa que ya estaba implícita en su misma normativa.

A enjugar las diferencias de la cuenta de regularización de cartera se destinarán los fondos de fluctuación de valores y en su defecto el de reserva legal, y agotada ésta, los sucesivos beneficios que la sociedad obtenga hasta cubrir plenamente el saldo deudor.

Como en estos casos la ley marca el fin de los distintos fondos de reserva, se trata, según la terminología de Lacombe (78) de reservas especiales y, en su consecuencia, consolidadas por oposición a las llamadas generales o flotantes.

El orden para aplicar tales reservas se deducirá de la posibilidad de aplicar cada una a su distinto supuesto de hecho.

---

(77) Obra citada.

(78) Lacombe: "Les reserves dans les sociétés par actions. P. 159.

El momento en que tal deducción procede se discute por la doctrina. Lagarde (79) se pregunta si -- la inclusión de frutos en la reserva debe hacerse antes o después del cálculo del saldo. El entiende que procede efectuarlo antes, ya que si no el beneficio que consta en el balance no es el real, y puede dar lugar a confusiones. Claramente se comprende, como destaca Senn (80), que esto obedezca a un examen superficial del problema. Hay que tener en cuenta que la reserva legal se debe calcular sobre los beneficios totales y no los distribuibles, que no son precisamente sino aquellos -- sin las reservas.

Los gastos de Administración podrán señalarse en su tope máximo por el Ministerio de Hacienda.--

La retribución del Consejo ha de figurar en los estatutos sin que pueda exceder del 5 por 100 de los beneficios repartidos.

Como el Artículo 2, apartado 4º de la Orden -- proscribire las partes de fundador y la creación de acciones con desiguales derechos y en el 4º se establece la prohibición de emitir obligaciones, el reparto de beneficios se rige por normas simples, estableciendo su reparto en los casos en que no -- haya pérdidas y se cubran los fondos y reservas -- ya examinados, en la forma que prevé el Artículo-7 de la Orden.

Pudiera dudarse con Bergamo (81) la licitud del pago de un dividendo fijo en las sociedades. En -- general, parece admisible esta fórmula si tiene -- la característica de ser un anticipo a cuenta de los dividendos reales, solo se debe exigir que lo perciban todos los accionistas, si, como en el caso de las Sociedades de Inversión, todas las acciones son iguales. El socio en este caso se limita a recibir una suma que deberá restituir, -- todo o en parte, si no procede la distribución de beneficios.

---

(79) Lagarde: "Comme devant fonctionner ...P.140

(80) Les sociétés d'investissement. P. 128.

(81) Instituciones de D. Mercantil. P. 247.

La vida de las Sociedades de Inversión está sujeta a unos requisitos de publicidad. Esta publicidad es difícil de lograr en cuanto que el cambio de títulos, propio de las sucesivas inversiones, provoca una constante alteración de la cartera. Los Artículos 8 y 9 de la Orden desarrollan los requisitos de los balances y las obligaciones de información de estas sociedades con respecto a su contabilidad.

Pero no basta con tal publicidad, pues se llega a una auténtica intervención administrativa, a través del Ministerio de Hacienda, del Instituto de Crédito a medio y largo plazo y mediante la Inspección de los intendentes al servicio de la Hacienda Pública. Los casos en que esta intervención se precisa son muy varios: adquisición de valores, fijación de gastos, nombramiento de censores, etc. En el caso de que la actuación de las Sociedades de Inversión no se ajuste a los términos legales, cabe incluso la imposición de sanciones en el sentido que establece el Artículo 14 de la Orden.

El Artículo 2 de la Orden exige que la mitad de las acciones pertenezcan a españoles y este mismo requisito se establece en cuanto a los administradores sociales. La Orden dice textualmente que los administradores en la mitad mas uno como mínimo de berán ser españoles de origen o nacionalizados, con veinte años de antelación a su nombramiento.

Este precepto hace referencia a la nacionalidad de origen. De Castro (82) destaca los distintos sentidos con que la doctrina ha entendido el concepto de nacionalidad de origen.

Así, Niboyet entiende como nacionalidad la adquirida al nacer, o al menos por un acontecimiento relacionado con el nacimiento; la que procede del nacimiento aunque la prueba se suministre después; la que adquiere por sí una persona sin intervención de otra. A juicio de Erlich la que adquiere al crearse un nuevo estado. De todos estos sentidos parece preferir Castro el segundo, porque la condición de originario conviene mejor a quien es español desde su nacimiento y no al que lo es solo desde que se hizo la opción, mientras que compete

---

(82) D. Civil. Tomo II. P. 396.

plenamente al que recupera o demuestra la nacionalidad española que ya detentaba.

En el mismo sentido que exponemos ha resuelto la doctrina las dificultades que suscitan las leyes de 13 de Noviembre de 1957, sobre matrimonio de militares con extranjeros, y la de 22 de Julio de 1961 sobre matrimonio de diplomáticos.

Otro requisito exigido a los administradores de la Sociedad de Inversión es el evitar que incurran en actuaciones que impliquen prácticas restrictivas de la competencia por aplicación de la ratio de los preceptos antes expuestos que determinan los límites de la inversión de estas sociedades en una sola empresa.

La Sociedad de Inversión tiene un objeto propio que determina la actuación por otras sociedades ejercitando el derecho de voto, el de suscripción preferente, etc. Pudiera dudarse si estos derechos deberán estar atribuidos a los administradores de la Sociedad de Inversión o, por el contrario, competen a la junta general.

La tesis orgánica de Brunetti, Frey y Garri--gues, entiende que el administrador es la misma sociedad actuante y el límite de su actuación es el objeto social, base y presupuesto de la persona jurídica social.

La tesis contractualista de Minervini entiende que el administrador es un mandatario de la sociedad y su actuación viene equiparada a la del factor, y consagra el principio de la "contemplatio in re", limitando la posible actuación del factor al giro o tráfico de la empresa, análogamente a lo que ocurre en el Artículo 76 de la Ley de Sociedades Anónimas española.

Girón Tena opina que, en vez del giro o tráfico de la empresa, debería hablarse de objeto social. Pero, realmente, esta crítica resulta irrelevante, ya que, en último término, la sociedad no es sino un manto que cubre a la empresa subyacente.

Planteado así este problema, podemos llegar a las conclusiones de Garrigues (83). El órgano administrativo está investido de las facultades de gestión normal, le corresponde la dirección de la vida interna de la sociedad, la adopción de acuerdos sobre los negocios en curso, los asuntos en curso. En todo caso son los estatutos sociales -- los que determinarán en qué caso es necesaria y cuando no la intervención de la junta general. En este punto plantea cierta duda el ejercicio del derecho de voto por la Sociedad de Inversión de las acciones que figuran en su cartera. El Artículo 60 de la Ley de Sociedades Anónimas proscribiera que el ejercicio del mismo se confiara a una persona jurídica o a una persona individual que represente a una persona jurídica. El Artículo 61 del proyecto de 1947, citado por Motos (84) y comentado elogiosamente por Neumayer, (85) permitía esta representación con tal que se confiriera, especialmente para cada junta, a la persona jurídica. Pensando en esta dificultad, hay quien ha opinado que era necesario acudir a figuras forzadas, como la cesión legitimadora. Mas atinados parece la apreciación de Motos y de Garrigues (86) A su juicio, el Artículo 60 de la Ley de Sociedades Anónimas está dictado para ordenar la representación voluntaria y no la orgánica o necesaria y no afecta a las personas que ostentan estatutariamente la representación de personas jurídicas-accionistas. La razón de ello estriba en que a los mismos les corresponde ejercitar los derechos de socio propios de su sociedad y hacer valer las relaciones externas de la misma.

Podemos terminar este estudio de las Sociedades de Inversión de capital fijo resaltando una vez más la necesidad de una adecuada regulación jurídico-material de estas entidades que, incorporando las elaboraciones doctrinales, complete y aclare las lagunas observadas.

---

(83) Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas-II, P. 17.

(84) La fusión de Sociedades Mervantiles. P. 389

(85) Los intereses del pequeño accionista en el anteproyecto español para la reforma de las Sociedades Anónimas. Rev. de D. Mercantil 1950 II P.390

(86) Comentarios. Tomo I, P.585. La fusión de sociedades. P. 390.

#### 4.2.2 Estudio de las Sociedades de Inversión de capital variable.

No vamos a referirnos en su estudio a sus aspectos comunes con las Sociedades de Inversión de capital fijo, sino solo a aquellos aspectos característicos y especiales que constituyan una novedad en nuestro Derecho. Tratamos de indicar su encaje dentro de la normativa de nuestro Derecho societario.

Las ventajas de las fórmulas de inversión colectiva "open-end" son indudables.

Senn destaca dos ventajas fundamentales (87):--- la posibilidad de emitir nuevos títulos de participación con entera libertad, atrayendo así nuevos inversores y adecuándose de esta forma a la oferta del mercado de capitales y, por otra parte, la posibilidad de que los partícipes se retiren libremente de la Sociedad de Inversión, ejercitando un derecho de rescate, con lo que el inversor logra prácticamente una plena liquidez y la Sociedad de Inversión se adapta por entero a las demandas de su mercado.

Estas dos características determinan el que la sociedad de Inversión atraiga el ahorro modesto, para el que la liquidez es esencial, y logre el capital preciso para su política financiera por la única vía apta, dada la proscripción que la ley impone a estas sociedades para emitir obligaciones.

Encajar el mecanismo de las Sociedades de Inversión de capital variable en el marco de nuestras sociedades anónimas, presenta dificultades de fondo. Todas ellas están derivadas de un principio que es de esencia a la sociedad: la fijeza de su capital social, así como su entera suscripción.

El derecho americano de sociedades, a través de la fórmula del "authorized capital", habilita a las sociedades americanas a constituirse con un capital emitido, diferente de su capital estatutario.

---

(87) Obra citada. P. 170.

Como destaca Lepargneur (88), el Derecho americano de sociedades no impone una suscripción total del capital, ya que en el momento de la incorporación el capital objeto de suscripciones efectivas constituye el capital emitido, que no es sino una fracción del capital estatutario o autorizado, y solo el capital emitido está llamado a responder de las deudas de la sociedad.

Por el contrario al Derecho americano, el rigor de las legislaciones europeas en este punto es total, no siendo la española en esto una excepción. Garrigues (89) destaca los dos principios clásicos que definen el capital en la sociedad por acciones:

- a) El principio de determinación y unidad del capital social. La fijación del capital social es una de las menciones de la escritura fundacional (Artículo 11, apartado 3 f) de la Ley de Sociedades Anónimas). De otra parte, se impone la suscripción total, ya que se dice: "No podrá constituirse sociedad alguna que no tenga su capital suscrito totalmente y desembolsado al menos en una cuarta parte;" (Artículo 8, Ley de Sociedades Anónimas).
- b) El principio de estabilidad del capital. -- Significa este principio que la cifra de éste no puede ser libremente alterada, ya que toda alteración del mismo puede ser un engaño para los acreedores, si no va unida a la correspondiente rectificación del patrimonio social. Por lo tanto, solo será posible modificarlo con los requisitos legales exigidos para el aumento y reducción del capital social.

En este marco institucional ha surgido la nueva figura de las Sociedades de Inversión de capital variable.

---

(88) "Les sociétés commerciales aux EE.UU., Leur regime juridique". P. 180.

(89) Curso de Derecho Mercantil, I, P. 365.

El Artículo 6º del Decreto de 4 de Mayo de 1964 dice: "Las Sociedades de Inversión Mobiliaria podrán funcionar, en la forma y condiciones que reglamentariamente se determinen, bajo la modalidad de capital variable, siempre que tengan la misma finalidad y cumplan las condiciones establecidas para las de capital fijo. A la vista de esta innovación, podríamos plantearnos en todo su rigor los dos problemas que ya venimos apuntando. Por un lado, la posibilidad de la Sociedad de Inversión de capital variable en nuestra legislación sobre Sociedades Anónimas, con la necesidad o no de una reglamentación especial. Por otro, la normativa y funcionamiento propio de esas sociedades de capital variable.

La primera nota característica de las Sociedades de Inversión de capital variable, es su libertad para aumentar el capital social. El párrafo 2º del Artículo 6º del Decreto citado, declara: "Los estatutos de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable y los acuerdos de su modificación podrán encomendar a los administradores de la sociedad la facultad de aumentar su capital sin las limitaciones previstas en el Artículo 96 de la Ley de Sociedades Anónimas, siempre que se cumplan los requisitos de los artículos 89, 90, 91 y 92 de la misma Ley. En ningún caso se admitirán aportaciones no dinerarias, excepto títulos que puedan ser integrados en la cartera de estas sociedades".

La fórmula ordinaria del aumento de capital se ajustaba mal a las necesidades de estas sociedades ya que no era posible exigir, en todo caso y para todo aumento, la convocatoria especial de la junta con su publicidad, el acuerdo sujeto a un "quorum" cualificado, etc.

Tampoco era viable la delegación del aumento en los administradores conforme al Artículo 116 del Reglamento del Registro Mercantil, ya que esta autorización, según González Enríquez (90), no es posible en el momento de la constitución de la sociedad y sí solo con ocasión de las modificaciones --

---

(90) Notas sobre el nuevo Reglamento del Registro Mercantil. Revista de Derecho Mercantil, 1958. P. 328.

estatutarias, debiendo además emitirse el importe apzado de una sola vez. La única ventaja frente al capital autorizado consiste en que no se fija un tope máximo de aumento.

A la vista de estas notas fácilmente se deduce la inutilidad de esta fórmula a nuestro objeto, ya que en la Sociedad de Inversión de capital variable las nuevas emisiones empiezan quizá desde el día siguiente a la constitución de la sociedad, y la puesta en circulación tendrá lugar fraccionada<sub>da</sub> mente, a medida que lo exijan las demandas de los inversores, es decir, en forma bien distinta a como lo permite esta delegación del aumento. Por ello se acude a la fórmula del capital autorizado que ofrece también, como veremos, no pocas dificultades.

Los estatutos de la Sociedad de Inversión de capital variable deberán contener la cifra de su capital social, por ser un requisito institucional de estas sociedades, cubriendo así, además, por otra parte, el requisito del capital mínimo que el Decreto exige ineludiblemente a las Sociedades de Inversión. En los mismos estatutos o en su modificación deberá constar la autorización a los administradores para las posteriores emisiones.

El Decreto destaca cómo el capital autorizado en este caso no estará sujeto a las limitaciones del Artículo 96 de la Ley de Sociedades Anónimas, pero, ¿podrá pensarse que se trata de un capital autorizado indefinido?. De no estar sujeto a tales limitaciones, se deduce claramente que no le constreñirá el plazo tope que en él se marca, ni la cuantía señalada como máxima, pero esto no quiere decir que no haya que señalar cuantía para el aumento, ya que sin ella no estaríamos ante un capital autorizado, sino ante un capital sin cifra. Por todo ello, se ha de señalar un máximo, si bien en una posterior ampliación del capital es posible una nueva autorización.

No puede olvidarse que el capital autorizado no implica una libre emisión "a robinet", sino mas bien una simple transferencia cualificada de las facultades de alteración del capital social --

de la asamblea a los administradores.

Entendida así esta facultad, no deja, sin embargo, de quedar desvirtuado su concepto, ya que si entendemos en las sociedades de capital variable que se trata de un aumento sin cuantía o con un tope máximo, al exigir éste se haría en la práctica exorbitante y entendido así, solo queda del capital autorizado el nombre. Realmente, nuestro ordenamiento ha tenido la obsesión de seguir lo mas de cerca posible la Ley de Sociedades Anónimas sin tener en cuenta que las Sociedades de Inversión de capital variable obedecen a unos principios institucionales enteramente diversos.

El Artículo 15-4 de la ley francesa sobre Sociedades de Inversión, modificado por el Decreto de 20 de Septiembre de 1963, establece que las variaciones del capital social pueden efectuarse sin modificación de los estatutos, sin que se precise someterlas a la asamblea general de accionistas y sin que se precisen los prescritos requisitos de publicidad, ni las menciones rectificativas relativas al registro mercantil. Las tres primeras circunstancias se dan, sin duda, en nuestro Derecho. Vamos a plantearnos especialmente la última.

Conforme al Artículo 114 del Registro Mercantil, concordante con el Artículo 90, el aumento de capital deberá constar en el mismo. Girón Tena, con una interpretación literal, dice que el acuerdo de emisión es el que debe tener acceso al Registro, ya que este acuerdo, y solo él, es el que consta en la escritura. Pero es preciso que Registro y realidad coincidan, y conste en el primero el acuerdo ya consumado, ya que en nuestro Derecho no se precisa una nueva junta ni otra escritura al efecto y bastará con la presentación de la escritura comprensiva del acuerdo, acompañada de la documentación bancaria que acredite el desembolso preceptuado por la ley. Garrigues, en base a la supresión de las acciones en cartera, exige, para que conste el aumento, la suscripción total y el desembolso del veinticinco por ciento.

En el caso de las Sociedades de Inversión de capital variable, se deduce de su propia mecánica que no es posible exigir en cada nueva acción o lote de acciones, emitidas como consecuencia del

del capital autorizado, el otorgamiento de escritura y la inscripción registral. El posible aumento constará ya con esta publicidad, pero la emisión concreta carecerá de ella. Quizá pueda pensarse que ésto implica dar cabida a las suprimidas acciones en cartera, pero, dejando para mas adelante este problema, es indudable que es la única forma en que puede comprenderse esta institución.

En principio, y puesto que nada se dice, parece indudable que las acciones de estas sociedades tienen un valor nominal en contra de la tesis del Derecho francés. En él, según el Artículo 15-5 de la ley aplicable, los títulos al portador y los certificados nominativos de las acciones de las Sociedades de Inversión de capital variable, pueden no tener ninguna mención de valor nominal. Según lo que dispone el Artículo 15-3, también reformado por el Decreto de 20 de Septiembre de 1963, la emisión y el rescate de acciones tienen lugar a precios obtenidos dividiendo el valor del activo neto de la sociedad por el número de acciones en circulación.

En nuestro Derecho la emisión ha de hacerse por el valor nominal, si bien la exigencia de una prima de emisión puede completar el desembolso hasta alcanzar el valor neto, pero solo en el supuesto de que éste sea superior al nominal, ya que en el caso contrario, habría una rebaja no admitida por la ley, pues el Artículo 33 de la Ley de Sociedades Anónimas no admite la emisión por bajo de la par.

Parece, por tanto, preferible que las acciones en este caso carezcan de valor nominal. Este tipo de valores tiene, como destaca Robbins, origen americano (91) y sus ventajas son varias.

Pero, como destaca Garrigues, entrañan graves peligros, e incluso la doctrina americana las mira con prevención, ya que van contra la realidad y estabilidad de las aportaciones, propia del Derecho continental.

---

(91) "No par-stock", Nueva York, 1927.

Así resulta posible que las mismas aportaciones se entreguen como beneficios y caben emisiones por bajo de la par.

A la vista de las argumentaciones en pro y en contra de las acciones sin valor nominal, no puede menos que destacarse que las dificultades y peligros que ellas entrañan no son graves en las Sociedades de Inversión de capital variable, que ofrecen de por sí peligros semejantes y, por el contrario, facilitan una de las primeras necesidades de este tipo social: la emisión de nuevas acciones.

El decreto regulador, dispensa a la emisión de capital autorizado, en este caso, de los requisitos del Artículo 96, pero lo sujeta a lo preceptuado por los Artículos 89, 90, 91 y 92. Estudiemos la compatibilidad de cada uno de estos preceptos con la naturaleza peculiar de las Sociedades de Inversión de capital variable. La exigencia del Artículo 89, imponiendo el total desembolso de las acciones ya emitidas, resulta paradójica en el ámbito de las Sociedades de capital variable. Este requisito se impone para evitar que aparezca como capital lo que realmente no tiene la condición de tal, pero en estas sociedades se admite un capital autorizado superior, no ya, como en el supuesto común, al desembolsado, sino al suscrito y admitiendo esa disconformidad no solo con carácter temporal, sino aun permanentemente. No resulta pues explicable, a nuestro juicio, dentro de la ratio de este precepto, su pretendida aplicación a las Sociedades de Inversión de capital variable. Por otra parte, como destaca Garrigues, el Artículo 89 no condiciona el acuerdo de ampliación, sino tan solo la efectiva emisión de las acciones. En las sociedades que estudiamos, y de no adoptar la postura radical de rechazar ese requisito, esta interpretación será también la aplicable y, en todo caso, según opina el mismo autor, de llevarse a cabo la emisión pese a la prohibición expresada, no sería nula, sino no tan solo incurrirían los administradores en responsabilidad.

El Artículo 90 establece, por su parte, la posibilidad de que las nuevas acciones emitidas no estén enteramente desembolsadas, pudiendo limitarse el desembolso inicial en un 25 por 100. Frente a esta postura, el Artículo 15-2 del Decreto francés

establece que las acciones de las Sociedades de Inversión de capital variable deben estar enteramente liberadas desde la suscripción.

Las razones expuestas al comentar el Artículo anterior, parece que deberían aconsejar una crítica favorable del presente, ya que, si antes hablamos de la flexibilidad y libertad del capital de la Sociedad Anónima de capital variable, ello nos debería inducir a considerar acertado el que las acciones pudieran liberarse solo en parte, ya que con ésto se logra una mayor flexibilidad. Pero si esta argumentación es lícita, "de lege ferenda", la solución permisiva que implica esta referencia al Artículo 90 es, "de lege data", contradictoria con la remisión al Artículo 89, dada la mecánica de las sociedades que estudiamos.

Si se emite una acción, parte de cuyo importe no se desembolsa, mientras esto no se verifica, no se dará "el pleno desembolso de las emitidas anteriormente" y no cumplirán los requisitos exigidos por el Artículo 89, limitándose así la posibilidad de emitir acciones nuevas en contradicción con las características esenciales de las Sociedades de Inversión de capital variable.

Respecto de las aportaciones no dinerarias en el cuadro de la autorización, una parte de la doctrina se muestra contraria a las mismas, entendiéndose que la remisión al Artículo 90 se reduce al párrafo primero. Garrigues opina que siendo los administradores los que redacten el informe y la memoria oportunos, que luego examinará la junta, sería absurdo que los propios administradores tuvieran facultades para aprobar el informe por ellos redactado. Girón Tena piensa que la junta general puede aprobar las valoraciones, pero no cabe una aprobación en blanco, sino que la misma junta ha de dar su conformidad a las valoraciones de lo aportado. González Enríquez (92) interpreta también el Artículo 115 del Reglamento del Registro Mercantil en el mismo sentido, atribuyendo a la junta la aprobación exigida por el Artículo 90.

---

(92) Obra citada.

En las Sociedades de Inversión de capital variable, el Decreto limita las aportaciones no dinerarias a aquellas acciones que pueden integrar su -- cartera. Es cierto que la Sociedad de Inversión -- puede mantener, por un cierto plazo, parte de sus fondos en efectivo o en valores que no reúnan los requisitos exigidos, pero esta disposición, mas general, aparece aquí precisada por ésta, mas especial.

Las dificultades surgen tratando de aplicar el Artículo 17 párrafo 2 en lo referente a la memoria exigida para las aportaciones en especie. Este precepto de la Ley de Sociedades Anónimas exige que -- en tal memoria consten los nombres de los nuevos -- accionistas, número de acciones dadas en pago de -- su aportación, etc.

Con la interpretación antes dada, ya vimos como el capital autorizado requiere la aprobación por -- la junta de tal memoria valorativa y esto encaja -- mal en el juego de las Sociedades de Inversión de capital variable, ya que, al conferirse la autorización a los administradores en el momento de constituirse la sociedad o al modificarse sus estatutos, es prácticamente imposible prever los nombres de quienes vayan suscribiendo las acciones que se pondrán en circulación. Es rigurosamente imposible, con la interpretación antes dada, fijar el número de acciones que se darán en pago de la aportación, ya que, según vimos, el valor de las acciones dependerá del valor neto de la cartera social.

Por lo tanto, pese a la declaración del Decreto, la aportación "in natura" no cabe en la mecánica -- de las sucesivas emisiones de la Sociedad de Inversión de capital variable. A menos de prescindir de los requisitos a los que el Decreto, que admite esas aportaciones, se remite expresamente. La contradicción, por tanto, es palmaria.

En cuanto al Artículo 91, para no reiterar machaconamente un fácil tono de crítica, nos excusamos de comentar la remisión a este precepto. Presupone en las nuevas emisiones de las Sociedades de Inversión de capital variable determinar el valor nominal en las acciones, derecho de suscripción -- preferente, desembolso aplazado de las nuevas acciones, aportaciones no dinerarias, etc. Como reiteradamente estamos indicando la aplicabilidad de tales conceptos a este tipo de sociedades, la remisión indiferenciada no puede menos de criticarse.

El Artículo 92 establece que el derecho de suscripción preferente es un derecho esencial de los socios. No obstante, hay quien admite la posibilidad de que se excluya por pacto incluido en los estatutos. Hay supuestos en los que, por la misma fuerza de las cosas, el derecho de suscripción preferente no se da, así, en los casos de aportaciones "in natura", de absorción de sociedades, en los que el contravalor de las acciones procede de plusvalías o reservas, o procede de conversión de obligaciones o de entrega de acciones por vía de dividendo.

Resulta muy dudoso que este derecho de preferente suscripción sea aplicable a las Sociedades de Inversión de capital variable.

El derecho a suscribir se confiere por un cierto plazo, que no podrá ser inferior a un mes. Esto implica que en este plazo no se podrán emitir nuevas acciones, ya que antes de que las anteriores no estén desembolsadas el Artículo 89 cierra esta posibilidad, lo que implica una limitación funcional a la libre emisión que es de esencia a las Sociedades de Inversión de capital variable. Por otra parte, resulta muy dudoso que juegue en este caso la ratio del derecho de suscripción preferente.

Así, José Luis Alvarez (93) nos resume cual es el fundamento de este derecho. Las nuevas acciones sumadas a las antiguas hacen que la cuota de éstas en el patrimonio social disminuya proporcionalmente, al atribuirse a las nuevas parte de las reservas y beneficios que eran realmente de las antiguas. Esta dificultad parece que podría salvarse con emisiones con prima, pero, en todo caso, siempre se verían perjudicadas las antiguas en sus derechos políticos, ya que, como es sabido, la Ley de Sociedades Anónimas atribuye un valor cualificado a determinados porcentajes, el 10 por 100 en el Artículo 108, el 25 por 100 en el 65, etc., y la emisión

---

(93) El derecho preferente de suscripción. Anuario de Derecho Civil, 1964, P. 266.

de nuevas acciones puede suponer la pérdida de esos derechos. Pero, a nuestro juicio, si tuviéramos que elegir entre el aspecto económico o el político del derecho de suscripción preferente, daríamos al primero mayor relieve, y, sin embargo, el aspecto económico que explica el derecho de preferente suscripción, no se da en las Sociedades de Inversión de capital variable. Piénsese que en estas las nuevas acciones se emiten a un valor que es reflejo exacto de la valoración de las antiguas. Con ello se salva sin más el peligro que trata de evitar el derecho de suscripción preferente. Por ello, resulta lógica la postura del Derecho francés, que en el Artículo 15-4 de la norma ya citada suprime en este caso el derecho de suscripción preferente.

Ya vimos como el Artículo 6º del Decreto se refiere al capital autorizado de la Ley de Sociedades Anónimas, pero liberándole de los requisitos del Artículo 96 de dicha Ley, aunque puede dudarse de la aplicación al caso que estudiamos del párrafo último de dicho Artículo: "Hasta que la emisión se realice, el capital autorizado no podrá estar representado por acciones, ni llevado al pasivo del balance". Con una interpretación literal, debemos excepcionar a las Sociedades de Inversión de capital variable de esta limitación, ya que el Decreto las dispensa de los requisitos del Artículo 96. De otra parte, esta limitación tampoco se les aplica siempre a las Sociedades de Inversión de capital variable. No puede olvidarse que el Artículo 103, apartado 15, se refiere al importe de las acciones no suscritas procedentes de aumentos de capital. Boter Mauri entiende que este precepto supone admitir las acciones en cartera, al menos en las ampliaciones de capital. Gavarro Sanso (94) entiende que esto supone que en la realidad de los hechos se ha superado la intención del legislador de suprimir las acciones en cartera, ya que en la práctica se suele inscribir la escritura recogiendo el acuerdo de aumentar el capital sin acreditar la suscripción, e incluso en el balance de la sociedad se incluye a veces el capital con cifra - -

---

(94) "La Ley de Sociedades Anónimas. Nuevos hechos, nuevas soluciones" Anales Academia Matritense Notariado. V. XII, P. 182.

aumentada y en el activo los créditos por acciones suscritas y no desembolsadas y el importe de las pendientes de suscripción.

Todo este razonamiento será aplicable con mayor razón a las Sociedades de Inversión de capital variable. En ellas figurará el capital autorizado y las acciones pendientes de emisión, serán unas auténticas acciones en cartera. Dado el criterio de amplia libertad que el Decreto establece, también quedará a la autonomía de la Sociedad de Inversión de capital variable el determinar cuando esas acciones en cartera deberán figurar en el balance.

La configuración "open-end" de este tipo de sociedades, se muestra, como hemos visto, en la libre emisión de nuevas acciones, permitiendo el libre ingreso de nuevos socios, pero a la vez se manifiesta en la libertad con que los socios pueden salir de la sociedad. También en esta materia la regulación española sigue con excesiva fidelidad el texto de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, tratando de salvar aquellas normas de esta que resultan contradictorias con el instituto que estudiamos, sin comprender que éste tiene una finalidad exclusiva y singular.

La salida de los accionistas de la sociedad, se configura bajo dos modalidades: la adquisición por la sociedad de sus propias acciones y el reembolso de las mismas a instancia de los accionistas.

La adquisición por la sociedad de sus propias acciones aparece regulada en el Artículo 6º del Decreto: "Las Sociedades de Inversión de capital variable podrán adquirir sus propias acciones, siempre que estén totalmente desembolsadas sin previo acuerdo de reducción de capital, y retenerlas hasta que se considere conveniente su venta. Entre tanto, quedará en suspenso el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la sociedad."

La Ley de Sociedades Anónimas admite la adquisición de las propias acciones sociales, pero con los requisitos rigurosos que en la misma se establecen y, salvo supuestos excepcionales, se impone en este caso la reducción del capital, mediante el cumplimiento, como destaca Garrigues-Uria - - -

(95), de toda la normativa establecida por el Artículo 98 de la Ley de Sociedades Anónimas en protección de los acreedores.

La adquisición de las propias acciones se verifica para permitir la salida de los socios, con --pervivencia de las acciones de que éstos eran titulares. La adquisición tiene lugar por el acuerdo -- libre de la sociedad y los socios y la sociedad no podrá ser constreñida a tal adquisición, ya que la expresión del Decreto es meramente facultativa: -- "Podrán adquirir sus propias acciones".

Como decíamos anteriormente, esta peculiaridad--normativa de las Sociedades de Inversión de capi--tal variable ha de estudiarse en parangón a las re--glas de la Ley de Sociedades Anónimas, que no pro--scribe en términos absolutos la adquisición por la--sociedad de sus propias acciones. El artículo 47 -- diferencia distintos supuestos: "La sociedad podrá adquirir sus propias acciones con cargo al capital social únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital, adoptado conforme a -- las disposiciones de esta Ley..". Dado que el De--creto se expresa con una gran generalidad, hay que suponer que se limita a dispersar en cada caso e--sos requisitos legales. Así, en este supuesto, no--se precisará acuerdo para reducir el capital, ni--será preciso amortizar las acciones adquiridas.

"Con los beneficios y reservas libres" --sigue el Artículo 47- "al solo efecto de amortizarlas, po--drá la sociedad adquirir sus acciones por compra--venta o permuta". En este caso las Sociedades de -- Inversión de capital variable estarán dispensadas--de amortizarlas, ya que se establece: "Con cargo -- a estos mismos bienes y por otro título oneroso, -- podrá también la sociedad adquirir las acciones, -- sin necesidad de amortizarlas, cuando la adquisi--ción se haga para evitar un daño grave, y haya si--do autorizada por acuerdo de la junta general". De este supuesto se dispensará la necesidad de causa--grave, de amortización y de acuerdo de la junta. -- La reducción de capital que este supuesto implica--siempre en la Sociedad Anónima debe ser acordada, a

juicio de Garrigues-Uría (96), previo acuerdo de la junta general aun en este último caso, pues -- conducen a una reducción del capital.

En las Sociedades de Inversión de capital variable no se precisa la amortización, ni la existencia de causa grave y el acuerdo de la junta. Serán los administradores quienes puedan decidir sobre la reducción del capital, en otro caso las dificultades del procedimiento la identificarían -- con el proceso de reducción del capital. "Es lícita" -sigue el Artículo 47- "la adquisición de acciones propias a título gratuito", precepto que, naturalmente, es aplicable a las Sociedades de Inversión de capital variable.

Termina el Artículo 47 de la Ley de Sociedades Anónimas refiriéndose al régimen peculiar de las acciones así adquiridas, e indica que deberán estar enteramente desembolsadas, deberán amortizarse o venderse y entre tanto quedarán en suspenso los derechos a ellas incorporados.

Mayores problemas suscita la suspensión de los derechos sociales. Brunetti (97) opina que el dividendo debe ser percibido por la propia sociedad. En nuestro ordenamiento, Garrigues-Uría opinan -- que la suspensión de los derechos sociales es plena, si bien deben de llevarse al activo del balance (Artículo 103, n. 8) porque no pierden por esta suspensión su valor de partes alícuotas del capital social (98).

En las Sociedades de Inversión de capital variable, se plantean problemas peculiares y pudiera dudarse si las acciones adquiridas por la sociedad deben computarse a efectos de la valoración de las restantes, aplicación de los tantos por cientos establecidos para la distribución de la cartera, etc.

---

(96) Ibidem I. P 483.

(97) Derecho de Sociedades II, P. 447.

(98) Comentarios. I. P. 487.

Aunque la ley guarda silencio sobre este punto, parece que la solución de "lege ferenda" será computar estas acciones a todos los efectos, ya que así se asegura con mayor plenitud el principio de distribución de los riesgos característicos de estas sociedades. No se puede olvidar la expresión de Senn, que califica a sus acciones como valores del "buen padre de familia".

La fórmula segunda que permite la libre separación de los socios, es el ejercicio del derecho de reembolso. El último párrafo del Artículo 6º del Decreto dice: "Se determinarán reglamentariamente las normas que en los estatutos sociales han de figurar para regular la voluntaria separación del accionista de la sociedad, mediante el reembolso de las acciones de la misma y la valoración de los títulos a efectos del reembolso".

Esta modalidad consagra mejor que la anterior el carácter "open-end" de la Sociedad de Inversión de capital variable, ya que, si en aquella era imprescindible el acuerdo entre la sociedad y los socios, aquí éstos pueden imponer su voluntad unilateral de separarse. En principio, parece admisible, dentro del régimen de la Sociedad Anónima, que en sus estatutos se determine un derecho de separación en favor de los socios, previo reembolso de su cuota, valorable según determinado criterio y en las sociedades personalistas el Artículo 225 del Código de Comercio consagra un derecho de separación. En la Sociedad Anónima, el Artículo 85 lo reconoce expresamente en el caso de cambio de objeto y en los supuestos de fusión y transformación y aun cuando no se declara en forma expresa, se deriva del carácter voluntario de la adhesión a estos acuerdos.

En el Derecho italiano, Scialoja (99) e Inocenti (100) estudian este derecho de separación en base al Artículo 2.285 del Codize, que establece que todo socio puede apartarse de la sociedad cuando esta se constituya por tiempo indeterminado o por toda la vida de uno de los socios.

---

(99) Studi sul diritto de recesso nelle societe per azioni. Saggi II P. 3

(100) La esclusión del socio. P. 57.

Puede también apartarse en los casos previstos en el acuerdo social, o bien cuando exista justa causa. Mejam, en sus notas a la versión española de la obra de Inocenti, parece seguir un criterio restrictivo (101), aun cuando el Artículo 225 hable de compañía en general, la interpretación del Artículo expresado, con un criterio racional y sistemático, al estar situado junto a un artículo como el 224, aplicable solo a las sociedades personalistas por tiempo indefinido, no parece limitar solo a éstas el derecho de separación, salvo que se haya -- previsto en la escritura social.

Garrigues califica a este derecho de separación como una disolución y división parcial de la sociedad (102). Este derecho no puede perder de vista -- una consideración cuidadosa de uno de los derechos individuales que al accionista reconoce el artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas: el derecho de participar en el patrimonio resultante de la liquidación.

En las Sociedades de Inversión de capital variable previsto este derecho en los estatutos, toda la problemática se centra en el respeto a ese derecho, coordinándolo con las peculiaridades del proceso liquidativo.

El derecho de separación es una liquidación anticipada. Una auténtica división parcial del patrimonio social y, al no ser posible la liquidación total, se suple por otros medios.

En principio, parece que esta es una materia de derecho dispositivo. El Artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas dice: "La división del haber social se practicará con arreglo a las normas que se hubieran establecido en los estatutos o, en su defecto, por la junta general". Cámara (103) defiende la naturaleza dispositiva de las normas sobre liquidación social aun en el caso de la Sociedad Anónima, pero una sentencia de 14 de Febrero de 1964 declara imperativas las normas de la Ley de Sociedades Anónimas sobre esta materia.

---

(101) Notas a la obra de Inocenti, P. 60.

(102) comentarios I. P. 482

(103) La sucesión en el patrimonio de las sociedades mercantiles disueltas. Separata de los Anales-

El problema esencial que en este punto plantea la Sociedad de Inversión de capital variable es la valoración del derecho del socio separado. En el supuesto del cambio de objeto social, el Artículo 85 de la Ley de Sociedades Anónimas acude al fijado en el último balance o el que alcanzare en la cotización oficial. En los supuestos de transformación y fusión, el Artículo 135 y 144 acude al balance cerrado el día anterior al acuerdo. Pero es preciso destacar que el balance de fusión o transformación es un balance especial y no puede equipararse ni al balance de fin de ejercicio, regido principalmente por el principio del menor valor, en interés de los acreedores sociales, ni al balance de liquidación, regido por el valor en renta de los elementos del activo, siendo un supuesto difícil de precisar, ya que se trata de un fondo empresarial en marcha.

En el caso de las Sociedades de Inversión de capital variable pudiera acudir a la cotización media.

En el Derecho francés, en estos casos de separación, se tiende a restituir no la aportación inicial, sino el valor actual. Una jurisprudencia constante, aprobada por la doctrina, admite la validez de las cláusulas estatutarias, que deroga el Artículo 48 de la Ley de 24 de Julio de 1867, concediendo a los accionistas que se retiran de la sociedad derecho a los beneficios puestos en reserva (104), llegando a la derogación de tal norma aun en ausencia de disposiciones estatutarias expresas.

El Artículo 15-3 de la Ley francesa sobre estas sociedades, concede el derecho de rescate por el valor neto real que resulta de dividir la cartera total por el número de acciones en circulación.

Si el problema fundamental que el reembolso suscita es el de valoración de la acción, no se pueden olvidar otros. Así la responsabilidad del socio separado por las deudas sociales. El Derecho francés establece que el socio separado responderá de las obligaciones contraídas antes de la separación, por un plazo de cinco años, solo hasta el importe de su aportación.

---

(104) Debesset. Citado por Senn en "Les Sociétés d'investissement".

En nuestro Derecho no puede olvidarse que todas las garantías que la Ley de Sociedades Anónimas establece para la reducción del capital social miran especialmente, a proteger a los acreedores sociales (Art. 98). El Artículo 225 del Código de Comercio limita el derecho de separación para que no se dificulte la marcha de los intereses y negocios sociales. Y el 235 declara que "ningún socio podrá exigir la entrega del haber que le corresponda en la división de la masa social, mientras no se hayan extinguido todas las deudas y obligaciones de la compañía o no se haya depositado su importe si la entrega no se pudiera verificar de presente". Los Artículos 947 y 948 establecen la duración de las acciones de los acreedores contra los socios separados, mientras no se hayan satisfecho las deudas sociales. Manuel de la Cámara ha estudiado a detalle los problemas que suscita la división del haber social sin que todas sus deudas estén satisfechas, y fija la responsabilidad directa del socio, si bien limitada a su aportación, excepto en casos en los que incurre en una sanción semejante a la que sufre el heredero al perder el beneficio de inventario (105). En este caso debemos llegar a una solución semejante.

También puede dudarse sobre la suerte de las acciones reembolsadas. Senn considera de esencia para las sociedades "open-end" que subsistan las acciones reembolsadas. La jurisprudencia francesa-moderna (106) se pronuncia en favor de esta solución. No hay, como se pensó, una confusión entre acreedor y deudor, extintiva de la obligación, simplemente los derechos sociales quedan en suspenso. Pero, al poner la acción nuevamente en circulación, no se da una nueva emisión, sino tan solo una reventa.

En nuestro derecho la postura legal se muestra contraria a la subsistencia de las acciones reembolsadas. De aquí la regla que contiene el propio articulado de la Ley, imponiendo que la sociedad vuelva al capital mínimo en el plazo de un año si, como consecuencia de los sucesivos reembolsos, hubiera llegado a tener un capital inferior al legal

(105) *Ibidem*. De la Cámara. La sucesión en el patrimonio.

(106) Veaux. Sociétés de assurance de capitalisation et de paragne. Rev. trimestrelle de droit com-

Esto indica que las acciones decaen como consecuencia del reembolso.

Tampoco puede elogiarse la regulación de la posible disminución del capital social. La imprecisión con que se usan los términos adquisición de las acciones y reembolso de las mismas es grande y resulta un tanto innecesaria la casuística regulación del primero de estos fenómenos.

En cuanto al derecho de reembolso en las Sociedades de Inversión de capital variable, no se debe concebir como algo que los estatutos pueden incluir o no. La concesión del derecho de separación a sus socios es de esencia en este tipo de sociedad y solo pueden quedar a la disposición de los estatutos algunas de sus modalidades. Estudiado el encuadre institucional de la Sociedad de Inversión de capital variable, estamos ya en disposición de contestar a la primera pregunta que nos formulamos. Indiscutiblemente, esta sociedad no puede encajarse en el molde ya existente de la Sociedad Anónima. Las modalidades de los sucesivos aumentos de capital, la ausencia de requisitos en la adquisición de las acciones por la propia sociedad, el derecho de reembolso que se ha de reconocer a los socios, casan mal con la regulación de la Ley de Sociedades Anónimas. Por ello, ha de elogiarse que el Decreto comentado tratara de configurarlas, pero son tantos los puntos pendientes de solución que resulta imprescindible el reglamento que desarrolle su normativa.

Lo que realmente preocupa, es que, dada la imprecisión y los errores del Decreto, no pueda pensarse en que el reglamento resulte exacto y cumplido, a menos que adopte una postura rectificadora, probablemente excesiva, en un precepto reglamentario, que tiene por fin desarrollar un texto legal.

#### 4.2.3 Estudio de los Fondos de Inversión Mobiliaria.

Esta es una figura nueva en nuestro ordenamiento jurídico y a la que debemos prestar la mayor atención en nuestro estudio, para tratar de determinar su posición jurídica dentro de nuestro ordenamiento positivo.

Este análisis lo efectuaremos examinando los siguientes aspectos del Fondo de Inversión: su negocio constitutivo, su posible tipificación como negocio fiduciario, su normativa, su naturaleza jurídica, las relaciones jurídicas que supone la participación en el Fondo y su vida y participación.

#### 4.2.3.1 La constitución del Fondo de Inversión

Vamos a expresar en apretada síntesis el proceso constitutivo del Fondo de Inversión según lo dispuesto en el Reglamento de 5 de Junio de 1964.

Con anterioridad a la creación del Fondo, (Artículo 2º a), la sociedad gestora deberá redactar el reglamento en cuestión.

La sociedad gestora (Artículo 2º a.), en unión del depositario (Artículo 3º a.), deberán otorgar la escritura pública de constitución del Fondo, en la que se contendrá su propio reglamento. Conteniéndose en él (Artículo 1º, 2º f.i.j.) algunas menciones de efectos constitutivos. El procedimiento para la emisión y colocación de los certificados. La fijación de las normas por las que habrá de regirse la prestación de servicios, tanto por la sociedad gestora como por el depositario, con la remuneración que proceda, así como las normas para la dirección y administración del Fondo.

La escritura de constitución (Artículo 2º a.) debe estar inscrita en el Registro Mercantil. Así como en un registro especial a cargo del Instituto de Crédito a medio y largo plazo (Artículo 12).

Los certificados deberán contener las circunstancias esenciales del Fondo, de su constitución y de su reglamento. Su inscripción implicará la aceptación del reglamento por el que se rige el Fondo y deberá firmarse por un administrador de la sociedad gestora y por un apoderado del depositario (Artículo 5º d.).

En el momento de constitución, el precio de suscripción de cada certificación será de mil pesetas. (Artículo 5º c.).

La entidad depositaria cumplimentará la suscripción de participaciones, cobrando el importe correspondiente, cuyo neto abonará en la cuenta del Fondo, recibiendo y custodiando el haber líquido en cuenta corriente (Artículo 3º d.f.).

El pago o cobro se hará por el depositario en el plazo de cinco días desde la presentación de la solicitud. (Artículo 5º d.).

Será preceptiva la intervención de Agente de Cambio y Bolsa o Corredor de Comercio en la suscripción de participaciones.

La cuantía del Fondo no podrá ser inferior a cincuenta millones de pesetas en el acto de su constitución. Vamos a tratar, a continuación, de precisar su naturaleza jurídica, para lo que podemos encontrar analogías con dos negocios mercantiles: la constitución de sociedades y la emisión de obligaciones.

La constitución de sociedades presenta, sin embargo, una diferencia esencial. En la Sociedad Anónima el Artículo 8º y en la Sociedad de responsabilidad limitada el Artículo 3º de sus respectivas leyes, exigen la total suscripción del capital desde el momento de su constitución, mientras que este requisito no se precisa en los Fondos de Inversión. El fondo de constitución se constituye al otorgarse la escritura por el depositario y la sociedad gestora y en ese momento nada se suscribe, ni en forma alguna concurren los suscriptores. La suscripción va efectuándose en forma sucesiva, conforme se previno en el reglamento, con la necesaria intervención de Agente de Cambio y Bolsa o Corredor Colegiado de Comercio. Bien es verdad que en la Sociedad Anónima se prevé la constitución en forma sucesiva, por suscripción pública de las acciones (Artículo 9), pero en este caso la sociedad no se constituye hasta que tal suscripción haya terminado, y solo después se otorgará la escritura (Artículo 25) y se inscribirá en el Registro Mercantil (Artículo 20), mientras que, en el Fondo, la constitución es previa a la suscripción.

Mayores analogías presenta este negocio con la emisión de obligaciones (107). Como destaca la Dirección General de los Registros, la emisión "consiste en una serie de actos y de requisitos, que se extienden desde el acuerdo de creación de los títulos a la constitución de garantías, la formación de sindicatos, cumplimiento de requisitos legales y expedición material de las obligaciones, hasta su lanzamiento al mercado". También la constitución del Fondo es un auténtico proceso, redacción de reglamento, escritura, suscripción de partes, etc. Estudiaremos a continuación el posible parangón de ambos negocios.

---

(107) Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 22 de Enero de 1929.

La sociedad gestora ha de redactar, antes del otorgamiento de la escritura, el reglamento del Fondo. De modo semejante a cuando en las obligaciones se adopta el acuerdo de emisión por la sociedad (Artículo 113 de la Ley de Sociedades Anónimas. El reglamento, con el acuerdo, no puede estimarse en principio mas que como una oferta de contrato, con la fuerza vinculante que ésta tiene (108) a diferencia de los tratos preliminares, que carecen de tal trascendencia. La oferta es una declaración de voluntad recepticia, expresada con intención de concluir un contrato con todos los elementos precisos para ello. (109). En el caso de ofertas hechas al público (110), el oferente marca las condiciones del contrato con tal que ésto no suponga desvirtuar el mismo concepto de la oferta por infringir el Artículo 1.262 del Código Civil.

El reglamento del Fondo cubre los requisitos de la oferta en alguna medida, pero no plenamente. Las relaciones de custodia con la entidad depositaria no aparecen en él. Por lo tanto, no puede estimarse realmente como una auténtica oferta la de constitución del Fondo, sino simplemente como unos meros trámites preliminares para la configuración de tal negocio.

La escritura otorgada por la sociedad gestora y la entidad depositaria ofrece analogías con la escritura de emisión de obligaciones, donde consta el acuerdo de la sociedad. Aquí deberá constar el reglamento de gestión. Pudiera pensarse que la intervención en ella del depositario es análoga a la participación del comisario en la emisión de obligaciones. Actuación que, como destaca Núñez Lagos (111) queda bastante borrosa en su intervención "en nombre de un sujeto futuro e indeterminado, los obligacionistas". Esta función representativa, le es reconocida por Uría (112) que, en contra de la tesis de Girón Tena, estima se trata de una medida fiscalizadora (113). En la escritura de constitución del Fondo el depositario actúa en su propio nombre, ofreciendo la constitución de las relaciones de depósito a los futuros suscriptores, y así se completa la oferta.

---

(108) La oferta de contrato. P. 28.

(109) La oferta de contrato. P. 60.

(110) La oferta de contrato. P. 77.

(111) Reforma de la Sociedad Anónima. Revista de Estudios políticos, Vol. XIX, P. 161 y siguientes.

(112) Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. T.II, P. 486.

(113) Derecho de Sociedades Anónimas. P.554.

Resulta muy dudoso, sin embargo, que esta escritura haga surgir relaciones jurídicas directas entre depositario y sociedad de gestión, que tan solo se ven ligados a través de sus mutuas relaciones con los suscriptores. En este caso mas bien nos encontramos ante un acto colectivo, según la terminología recogida entre nosotros por Fernandez de Velasco (114). Aquí puede servirnos el concepto de convención-reglamento, en el que solo se precisa que las partes tengan intereses distintos no opuestos, en contradicción a la convención-contrato en que se exige la oposición de intereses (115).

Es posible que en la constitución del Fondo de Inversión se de un supuesto análogo a la emisión de obligaciones ya que se concierta la obligación con personas o entidades que tienen a su cargo el importe total de la emisión, con el fin de colocar posteriormente los títulos, dándose un doble negocio: La suscripción primaria y la posterior colocación de los títulos en el mercado (116). Esta finalidad tiene una ventaja indudable, dado que la cuantía del Fondo (Artículo 1º y 3º del Reglamento) no podrá ser inferior a cincuenta millones de pesetas en el acto de su constitución y asegurada la suscripción, en una sola vez, de un número de participaciones superior a los cincuenta millones, queda garantizada la válida constitución del Fondo.

Pero, pese a la modalidad anterior, que mas adelante comentaremos, el modo normal de constituirse el Fondo es mediante la suscripción pública de las participaciones.

Nada se dice en la legislación especial de Fondos de Inversión sobre el modo de dar a conocer la constitución del Fondo. El otorgamiento de la escritura y la publicidad registral no parecen bastante. Puede pensarse en la intervención facultativa en este aspecto de la emisión, intervención que Hemenndiger consideraba como el mejor medio de publicidad (117), si bien, este mismo autor destaca como requisitos imprescindibles el programa, que será necesario en todos los casos y compete a un cierto número de menciones. De este programa serán responsables sus redactores.

---

(114) Relaciones jurídicas bilaterales de origen contractual. Rev. general de legislación y jurisprudencia. 1924, P. 566.

(115) En contra de esta distinción García Linares. Del con-  
depto de contrato. Rev. Gen. de leg. y j. 1930. P. 249.

(116) Arrillaga. Emisión de obligaciones y defensa de obli-  
gacionistas. P. 89.

(117) De la publicite financiere: "Les prospectus de place-  
ment" tesis. Estrasburgo 1945. Clermont Ferrant.

La publicación de tal programa debe estar prevista (Artículo 1º párrafo 2º apartado f. del Reglamento) en el Reglamento de gestión del Fondo. En todo caso, al menos, se deben publicar anuncios en los periódicos de mayor circulación e incluso en el Boletín Oficial del Estado.

La suscripción puede definirse como "el acto por el cual una persona declara su voluntad de adquirir uno o varios títulos" (118). No presenta este negocio problemas peculiares en cuanto a capacidad o requisitos conexos, y la legislación sobre Fondos de Inversión presta una atención muy escasa al negocio constitutivo. La Orden de 5 de Junio se limita a destacar (119) que el reglamento de gestión debe marcar el procedimiento de emisión y colocación de las participaciones. La sociedad gestora (120) deberá emitir en unión del depositario, los certificados de participación en el Fondo. El depositario (121) efectuará las suscripciones de participación cobrando un importe, cuyo neto abonará en la cuenta del Fondo. La suscripción de las participaciones (122) implica la aceptación del reglamento por el que se rige el Fondo. En las participaciones (123) constará solo la firma de un administrador de la sociedad gestora, cuya firma puede figurar estampillada, un apoderado y el depositario con poder bastante, pero será, por el contrario, perceptiva la intervención de Agente de Cambio o Corredor de Comercio colegiado, formalizándose así con el suscriptor la oportuna póliza (124). El cobro de las suscripciones (125) se hará por el depositario en el plazo de cinco días de la presentación de la solicitud.

Todo ello destaca la naturaleza de la suscripción de participaciones como un negocio de adhesión en el que los suscriptores aceptan las condiciones propuestas por los constituyentes. Y conforme antes admitimos, estimamos que la escritura constitutiva integra la oferta de las relaciones contractuales, respecto de la sociedad gestora y el depositario. La suscripción es la aceptación, por parte de

---

(118) Arrillaga. Emisión de obligaciones y defensa de obligacionistas. P. 82.

(119) Artículo 1º, 2º, apartado f)

(120) Artículo 2º c)

(121) Artículo 3º d)

(122) Artículo 5º b)

(123) Artículo 5º d)

(124) Artículo 5º, e)

(125) Artículo 5º d)

todos y cada uno de los suscriptores, de tales relaciones, completándose así el conferimiento del Artículo 1.262 del Código Civil.

En la escritura de constitución se fija una serie de condiciones que no pueden ser modificadas por el suscriptor, lo que supone estemos ante un caso de contrato de adhesión. Al igual que, como destaca Palá Mediano (126), para la emisión de obligaciones los obligacionistas han de aceptarlas íntegramente o rechazar la oferta. Las críticas formuladas a este figura de los contratos de adhesión han sido violentas, hasta el punto que Castán (127) ha podido decir que la adhesión a un contrato redactado por la otra parte no es un acto de creación de derecho, sino mas bien un acto de unión al derecho.

Los contratos de adhesión, a juicio de Saleilles (128), no tienen de tales mas que el nombre, hay en ellos predominio exclusivo de una sola voluntad que dicta su ley a una colectividad indeterminada. Royo Martínez (129), tras una síntesis de la doctrina comparada sobre los contratos de adhesión, contraponiendo la tesis del acto unilateral, defendida por Lluch, a la de Ripert y Mossa, concibiéndolo como un contrato solo especial por su forma de perfección, u a la ecléctica de Dereux o de la base contractual con fondo reglamentario, reconduce el problema de contratos de adhesión al de las condiciones generales.

El luminoso estudio de Federico de Castro (130) ha puntualizado los principales extremos en torno al problema de las condiciones generales de la contratación, diferenciando "Las condiciones generales de la contratación" y "Las condiciones generales de los contratos en particular" (estas últimas firmadas por el cliente y aceptadas posteriormente por él). Este segundo tipo es el único que puede tener ciertas analogías con la suscripción de participaciones del fondo. Las distintas tesis que de Castro refuta mal se pueden aplicar al tema que nos ocupa.

---

(126) Obra citada.

(127) El principio de autonomía de la voluntad en Derecho privado. P. 275. (128) De la declaración de la voluntad P.229

(129) Los contratos de adhesión. Anuario de Derecho Civil 1949, P. 59.

(130) Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las leyes. Anuario de Derecho Civil 1961. P. 295 y siguientes.

En cuanto al contenido del contrato, por el contrario, sí nos pueden interesar, ya que es bien posible que la sociedad gestora y la entidad depositaria, para relevar su responsabilidad, incluyan en la escritura constitutiva cláusulas de exoneración previamente aceptadas por el suscriptor de la participación, que ratifica el reglamento de gestión por la misma fuerza de la suscripción. La impugnación de las condiciones generales, propias de los contratos de adhesión o de contratos tipo, según la terminología de Charbonnier, cabe (131), en vías de equidad, destacando la falta de consentimiento, de libertad, utilizando la llamada interpretación contra precedente destacada en el Artículo 1.268 del Código Civil, en base a la buena fe, a la equidad, al abuso de derecho de libre contratación, según la moderna doctrina de Rainer. Pero ninguna de estas posturas convence a de Castro que, siguiendo la tesis clásica de nuestro Castillo de Solorzano, ve en las condiciones generales un posible supuesto de renuncia a las leyes, que aún siendo dispositivas no pueden alterarse sino por razón suficiente. Esta es, igualmente, la tesis de Brandt, Laurent, etc. En este sentido, el reglamento del Fondo sería nulo en aquella de sus cláusulas que llevara a exigir a los suscriptores una auténtica renuncia a la ley (132 y 133).

Una fuerte dificultad para la admisión de la suscripción sucesiva de las participaciones nos suscita la suscripción incompleta. Ripert (134) cree que la emisión debe suscribirse por entero y si no los obligacionistas tendrán derecho a separarse, ya que el contrato se perfecciona cuando el emisor acepta el boletín de suscriptor y entre tanto es posible dejar sin efecto el contrato. Por el contrario, Arrillaga (135) estima que tal oposición a la suscripción incompleta, proviene de una aplicación indebida de la teoría de las acciones, ya que en este último caso van implicados problemas sustantivos nacidos de la fijeza del capital social. En los Fondos de Inversión, sin embargo, las dificultades pueden ser de distinto orden, ya que si la suscripción en el acto de constitución (Artículo 1º 3º a. de la Orden de 5 Junio) excede de cincuenta millones de pesetas, pero no alcanza la cifra superior inicialmente prevista, no parece --

---

131) Las condiciones generales de los contratos de eficacia de las leyes. Ibidem. P. 322.

(132) Ibidem. P. 334.

(133) Ibidem. P. 338

(134) *Traté élémentaire de droit commercial.*

(135) *Emisión de obligaciones y protección de obligacionistas.* P. 85.

pueda dudarse de la válida constitución del Fondo. Las participaciones no suscritas, podrán suscribirse en el futuro al modo previsto en el Artículo 5º, e incluso no existiendo un auténtico capital nominal, es dudoso que se marque esa cifra inicial con alguna trascendencia.

El problema se plantea si la cantidad inicialmente suscrita es inferior a cincuenta millones de pesetas. Puede pensarse, dado que en este caso la expresión legal es rigurosa, que en tal supuesto se incurre en nulidad radical. En pro de esta tesis se podría aducir la misma finalidad del Fondo y la distribución de los riesgos de la inversión mediante su mecánica colectiva. En contra, la simple penalidad, expresada en el párrafo siguiente del mismo Artículo 5º, que se prevé para el supuesto en que con posterioridad a dicho acto de constitución la cuantía del fondo se redujera, sancionando este supuesto simplemente con la pérdida de los beneficios fiscales. Quizá la solución nos la dé el considerar esta cifra como requisito constitutivo, con la ineludible exigibilidad propia de ello.

Es cierto que se habla de cuantía superior a cincuenta millones en el acto de su constitución, pero exigir esta cuantía inicial no puede estimarse como una imprescindible suscripción inicial de participaciones, y en pro de esta tesis hay una razón irrefutable, la necesaria intervención de Agente o Corredor, en contra del supuesto de la suscripción inicial de las acciones de una Sociedad Anónima, que se formaliza en la propia escritura de constitución. Todo ello hace pensar en un supuesto de suscripción sucesiva.

La escritura de constitución del Fondo deberá incluir el reglamento de su gestión. Las modalidades notariales que podrá adoptar serán las previstas para la escritura constitutiva de la Sociedad Anónima por el Artículo 101 del Reglamento del Registro Mercantil.

La escritura deberá inscribirse en el Registro Mercantil. No es fácil acoplar este precepto del Artículo 2º, párrafo a) de la Orden de 5 de Junio, con la estructura del Registro Mercantil. Bien es verdad que el Artículo 1º del Reglamento del Registro Mercantil se refiere con gran amplitud en general "a los actos o contratos que sean inscribibles con arreglo a la ley", y en su consecuencia podría pensarse que el Fondo de Inversión debía inscribirse en hojas separadas, como empresa acogida en la fórmula del Artículo 69 del Reglamento del Registro Mercantil, pero ésto se refiere a los empresarios individuales y el Fondo es colectivo.

Aparte de que la utilización del concepto de empresario, destaca García Enríquez, (136) no es sino una mera elucubración terminológica, falta de uso. Dado el sistema de folio personal del Registro Mercantil, nos parece la forma más viable la inscripción del Fondo en la hoja abierta a la sociedad gestora, precisamente con un acto, (Artículo 86, nº 8) contrato o acuerdo social que modifique el contenido de los documentos inscritos e influya sobre la libre disposición del capital, ya que, la constitución de un Fondo afecta a la sociedad gestora en su propio capital, según se deduce del Artículo 2º, apartados 1 y 2 de la Orden de 5 de Junio.

Casimiro García Jiménez (137) destaca como la inscripción de los comerciantes individuales es la mera constatación de un hecho, el ejercer el comercio, por lo que se practica por una simple solicitud. En las sociedades la inscripción viene a significar la adopción de un registro de actos jurídicos en sí, no solo en su dimensión práctica, que necesitan rematarse en la publicidad registral para lograr su plena eficacia. Inscripción, pues, obligatoria pero declarativa. Calificación que con toda propiedad podemos transponer a la inscripción de los Fondos de Inversión.

Aparte de esta inscripción mercantil, se exige otra administrativa que tendrá trascendencia a efectos fiscales. Este registro meramente administrativo, presenta tan solo la modalidad de que la inscripción es automática y no rogada como en los supuestos generales, bien mediante la resolución que apruebe el Fondo constituido, (Artículo 10 de la Orden), o bien mediante el dictamen del Instituto, acompañado de la documentación que cumplimente tal dictamen. (Artículo 11 de la misma Orden).

Ya hemos visto que una de las características de la constitución del Fondo es su configuración plurilateral. Tan solo hemos apuntado -porque más adelante lo desarrollaremos- que en el Fondo de Inversión se configuran unas distintas relaciones jurídicas (de depósito, de gestión, etc). De otra parte resulta acertado estimar que la suscripción de participaciones tenga el sentido de un negocio de ratificación, que el Artículo 117 de la Ley de Sociedades -

(136) Revista de Derecho Mercantil 1953. P. 304. Notas sobre nuevo Reglamento del Registro Mercantil.

(137) Los principios registrales en el nuevo Reglamento del Registro Mercantil. Rev. de D. Mercantil 1957. P. 269.

Anónimas, atribuye a la suscripción de obligaciones. Mas - bien se trata de un negocio propio y sustantivo, diferen-- ciado de los que verifican los demás partícipes.

Las soluciones dogmáticas que pueden explicar este en-- tramado son dos:

Una, configurarlo como un negocio plurilateral, es de-- cir, en el que concurren mas de dos partes, según la defi-- nición de Cariotta-Ferrara (138), en el que intervienen -- varias, no personas, sino partes (139). En el que hay, se-- gún fórmula de Ascarelli, varias declaraciones de voluntad o intereses (140). Aún pudiera precisarse mas, dado que se trata de un contrato plurilateral, en el que se da entre - las partes contraposición de intereses, en vez del curso - paralelo típico de los negocios unilaterales, según algu-- nas opiniones. Así, hay quien mantiene que en el contrato- plurilateral las partes actúan con igual título, con igual plano funcional y con idéntica naturaleza, mientras que en el negocio plurilateral actúan con diverso título, en distin- to plano funcional y con efectos dispares. Pero la doctri-- na mas autorizada, Teduchi y Cariotta-Ferrara (141), esti- man pura sutileza esta distinción y afirman la identidad - entre negocio y contrato plurilateral, deducible, además, - del Artículo 1.321 del Código italiano.

Otra solución podría ser el pensar que se trata de una- pluralidad de negocios unidos, existiendo entre ellos una- comunidad de destino y efecto privado (Cariotta-Ferrara) - (142). Resulta difícil decidir si nos encontramos ante u- no o varios negocios, si se trata de distintos negocios -- unidos, o partes de un mismo negocio. Quizás el criterio - decisivo esté en computar tantos negocios como ofertas y - aceptaciones surjan para integrar un consentimiento con- - tactual.

---

(138) El negocio jurídico. P. 135.

(139) El concepto de parte en contraposición al de compare- ciente esbozado en el Derecho procesal, se consagra en el- Derecho notarial. (ver por ejemplo la obra de Avila Alvarez "Apuntes de Derecho notarial").

(140) Consorci volontari traimpedatori. Societa Comercia- le. 1936. P. 37 y siguientes.

(141) Obra citada. P. 137.

(142) Negocios fiduciarios en Derecho mercantil, P. 10.

A la vista de estas dos posturas podemos concluir que la constitución del Fondo de Inversión es un negocio plurilateral, dada la intervención de varias partes contrapuestas, - pero a la vez se trata de una pluralidad de negocios, formalizados con cada uno de los suscriptores. Se trata, pues, - de una pluralidad de negocios unilaterales que logra su unidad en virtud del ligamen que les confiere el mandato legal.

#### 4.2.3.2 El Fondo de Inversión como negocio fiduciario.

El Profesor Garrigues (143) ha destacado la posible intervención de la fiducia en el negocio jurídico con arreglo a una triple graduación.

Todo el derecho de obligaciones está basado en la confianza. La raíz etimológica de la palabra crédito puede encontrarse en el verbo latino "credere". Porque damos unos créditos a la persona en quien se cree y esta creencia implica una cierta confianza. En este sentido amplio, los Fondos de Inversión son indiscutiblemente negocios fiduciarios.

En algunos contratos el elemento psicológico de la confianza adquiere un rango predominante. De tal forma que la desconfianza es requisito suficiente para lograr su resolución. Son estos los negocios llamados "inquitto persone", (así el mandato o la comisión mercantil). De ello surgen situaciones jurídicas que la doctrina anglosajona califica de "fiduciary relationship". Los "investment trusts" - son típicamente negocios fiduciarios en este sentido menos amplio.

Los auténticos negocios fiduciarios implican una dualidad radical. Ferrara (144) contrapone el negocio real, que supone una auténtica transferencia del fiduciante al fiduciario, y no obligacional, que limita las facultades de éste, imponiéndole ciertas obligaciones respecto del objeto - que realmente se le transfirió. Cabe que el fiduciario abuse, incumpla la obligación y se sirva de la cosa en su provecho y no en los términos que el fiduciante le impuso. Es lógico que estos negocios fiduciarios surjan para cubrir un fin que no se podría cumplimentar con los tipos jurídicos - preestablecidos.

---

(143) Obra citada. P. 262.

(144) De la simulazione dei negozi iuridici. P. 57.

Nota distintiva de los mismos es la atipicidad de su causa, análoga a la "causa credendis" según Zittelman (145) o la especial "causa fiducie" destacada por Grasetti (146). Planteándonos la posible configuración de los Fondos de Inversión como negocios fiduciarios en sentido estricto, vaya por delante la opinión del propio Garrigues referida a los "investment trusts" (147). A su juicio, es muy dudoso que se les pueda aplicar tal calificación, al menos en todo caso, "entre los capitalistas que desean colocar su dinero en acciones u obligaciones y la entidad emisora de estos títulos, se interpone otra sociedad que, en un amplio sentido, desempeña funciones fiduciarias al convertirse en -- propietaria de los títulos, aunque en interés de sus propios accionistas"; reconoce, igualmente, las amplias facultades de los directores del "investment trust" al decir: -- "Si la cartera de valores no se entrega a un verdadero fiduciario ajeno a la sociedad, la relación entre ésta y sus socios se inscribe en el marco propio del derecho de sociedades y no en el del negocio fiduciario en sentido técnico. Su actitud es, pues, negativa respecto a las Sociedades de Inversión. En cuanto a los Fondos, todo estriba en precisar si puede hablarse de "entrega a un verdadero fiduciario". Mas adelante, y en parangón con la figura anglosajona del "trust", trataremos de llegar a definirnos en este punto, pero antes vamos a tratar de la posible aplicación a los Fondos de Inversión de aquellas figuras negociales que pueden estimarse como fiduciarias.

Las llamadas "sociedades fiduciarias" (148) nacieron en Inglaterra, pasando posteriormente en la práctica, aunque sin consagración legislativa, a Alemania y Suiza. Mientras que en el continente europeo estas sociedades desempeñan funciones preferentemente revisoras de la colectividad, en los Estados Unidos han desarrollado especialmente el ramo financiero y bancario.

El Artículo 9º del Decreto de 30 de Abril destaca como: "A todos los efectos la dirección, administración y representación de los Fondos de Inversión recaerá necesariamente en sociedades gestoras, que habrán de reunir las condi-

- 
- (145) Los negocios fiduciarios en Derecho Mercantil. P.28.  
 (146) Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento iuridico. Rev. Der. Commerciale 1936, I, P.38  
 (147) Los negocios fiduciarios en Derecho Mercantil. P.45.  
 (148) Ibidem. P. 40.

ciones que reglamentariamente se determinen". Esta determinación se lleva a efecto en el Artículo 2º de la Orden del Ministerio de Hacienda de 5 de Junio del mismo año; imponiéndole la gestión de fondos como fin exclusivo; fijando cifras preceptivas respecto del capital y la participación de extranjeros, aparte exigir requisitos en cuanto a la administración, domicilio e inscripción en el Registro especial a cargo del Instituto de Crédito a medio y largo plazo.

Realmente, las "sociedades fiduciarias" no se proponen - negocios fiduciarios, sino mas bien ejecutar mandatos mas o menos amplios de carácter económico-financiero. Así lo reconocía el Artículo 291 del proyecto italiano de la Real Comisión presidida por D'Amelio en 1925.

Es digno de resaltar que las sociedades gestoras han de tener la administración de fondos como objeto "exclusivo" y no puede estimarse a primera vista que ésto sea una dedicación general al desempeño de mandatos económico-financieros. Pero realmente así se deduce de la enumeración de las funciones que corresponden a la sociedad gestora, según el Artículo 2º de la Orden de 5 de Junio, y que son: representar a los partícipes, responder de la dirección y administración del Fondo y de sus títulos, emitir los certificados, seleccionar los valores, llevar la contabilidad. Todas estas funciones son económico-financieras propias de cualquier Sociedad Anónima, sin que esta exclusividad se dé respecto de los Fondos que pueda administrar una misma sociedad gestora o varias a un tiempo, según el propio precepto que se refiere al capital conjunto de los Fondos.

Algunos ramos de la actividad bancaria se han llamado -- "servicios fiduciarios", pero, como destaca Garrigues (149), realmente se califican así a departamentos bancarios dedicados a negocios que implican "meros supuestos de mandato, sea revocable o irrevocable, comisión, custodia de valores, representación, etc....", sin que se dé el elemento propio -- del negocio fiduciario, es decir, la atipicidad de la causa, ya que se trata de figuras típicas. Citemos, a título de ejemplo, el depósito administrado del Artículo 308 del Código de Comercio o el irregular del 309 del mismo cuerpo legal, etc.

Senn (150), explicando el funcionamiento de los "unit trusts", destaca como los "managers", o sociedades gestoras son asistidas por "trustees", fundamentalmente bancos, que-

---

(149) Obra citada. P. 43.

(150) Obra citada. P. 240.

aseguran el lanzamiento, que tienen la guarda de los títulos, que verifican la información contable y controlan la gestión de la carta fundacional del "trust".

El párrafo 2º del Artículo 9º del Decreto de 30 de Abril destaca que "la custodia de los valores mobiliarios o efectivos que constituyan el Fondo de Inversión deberá estar en comendada a una entidad depositaria". La configuración de esta entidad como fiduciaria en sentido estricto, en los términos señalados por Senn, depende de la efectividad de la transmisión que en su favor se verifica. Pero lo que sin mas podría pensarse es que el Banco, banquero o Caja de Ahorro que actúa como depositario, desempeñe servicios fiduciarios, según la numeración del Artículo 3º de la Orden de 5 de Junio. (recibir los valores, constituirlos en depósito, efectuar por cuenta del Fondo compras, ventas y cobros, vigilar a la sociedad gestora, certificar anualmente la observancia por ésta del reglamento del Fondo), no es exacto, ya que se trata realmente de los depósitos irregulares, comisiones, funciones de vigilancia, que la ley preceptúa nominativamente. Por ninguna parte aparece, pues, entre estos "servicios" un auténtico negocio fiduciario.

En el Derecho de Sociedades (151) surgen, igualmente, los "voting trusts", cuando la mayoría de los accionistas con derecho a voto transfieren sus acciones a uno o mas fiduciarios, dotándolos de un amplio poder de disposición sobre las acciones para el ejercicio del derecho de voto. Garrigues estudia los posibles mecanismos de los "voting trusts" a través de la representación del Artículo 60 de la Ley de Sociedades Anónimas, de los sindicatos de accionistas o de la cesión legitimadora, pero, realmente, en el caso de los Fondos de Inversión, la fórmula es bien distinta; se trata de una representación legal, a cargo de la sociedad gestora, en base al Artículo 2º de la Orden de 5 de Junio. No hay, pues, transmisión fiduciaria en atención al voto. No hay, anticipando ideas que mas adelante perfilaremos, ni tan siquiera transmisión, pues las acciones de la cartera estarán en poder del depositario. Ya veremos, también, los problemas que esto plantea en cuanto a la legitimación para votar. Pero en atención al tema que ahora nos ocupa, lo que se destaca mas es que la cesión del voto tiene un origen legal, sin base alguna fiduciaria, en sentido estricto.

---

(151) Il negozi fiduciari. P. 90.

La doctrina mercantilista (152) no considera posible que pueda cederse el derecho de voto, estimando que este derecho es inseparable de la propiedad de la acción. Por lo tanto, o hay que exigir la representación estricta del Artículo 60, o admitir la cesión legal, ya que no la convencional, porque la vía fiduciaria, con una transmisión aparente de la propiedad, muy facilitada en las acciones al portador, no encaja en el cuadro de los Fondos de Inversión. Cuando estudiemos, en otro apartado, las relaciones jurídicas a que el Fondo da vida, profundizaremos mas en su examen. Aquí nos basta con destacar la situación de interposición real de personas que crea la sociedad gestora respecto al Fondo, en los negocios de éste. De ello no surge simulación alguna la persona interpuesta actúa como contratante, el negocio, en vez de desenvolverse entre dos, afecta tres. (153).

Si de la situación "de facto", interposición, nos remontamos a las formas legales, mandato en nombre propio, o comisión del mismo tipo, la analogía con las fiducias es grande (154). El mandatario o comisionista obra en su propio nombre y en interés de otro, y el fiduciario obra en nombre propio y en interés de otro. En base a esta analogía, Grassetti (155), ha destacado la admisibilidad del contrato fiduciario del Derecho italiano. Frente a esta tesis que destaca las analogías, Cariotta Ferrara (156) resalta las diferencias. A su juicio, en la comisión, y análogamente en el mandato de la nueva interposición, el comitente no transmite nada al comisionista; por el contrario, en el negocio fiduciario se da una transferencia real de fiduciante a fiduciario, sin que tampoco se pueda olvidar la dualidad entre negocio real y obligacional típica del negocio fiduciario, en contraposición al negocio único, aunque de complejos efectos, de los demás supuestos.

El tratamiento jurídico de la quiebra, destacando las situaciones reales del Fondo sobre las meramente formales, nos puede servir como instrumento idóneo para detectar lo -

---

(152) La simulación en la Sociedad Anónima. Rev. de Derecho Mercantil. 1949. P. 395.

(153) Resolución de la Dirección General de los Registros - de 14 de Junio de 1922.

(154) De la fiducia y el "trust". P.37.

(155) Del negozio fiduciario e su admisibilita nel nostro ordinamento iuridico. Rev. Diritto Commerciale. 1936. P.377.

(156) I negozi fiduciari. P.73.

que haya de situación fiduciaria en los Fondos de Inversión. Muy sucintamente podemos destacar la relación entre quiebra y negocio fiduciario de estos términos. En el caso de quiebra del fiduciante, el Tribunal Supremo, en sentencia de 10 de Marzo de 1944, admite que los acreedores de la quiebra, - en cuanto sustituyen al quebrado, puedan ejercitar los derechos que se reservó éste último, frente a aquel a quien --- transmitió la cosa con fines puramente de garantía.

Si el declarado en quiebra es el fiduciario, dada la ---- fuerza real de la transmisión, el fiduciante nada puede reclamar, conservando solo un derecho personal a la restitución. El fiduciante, pues, no goza de la "separatius iure domine". Así opina en el Derecho italiano Cariotta y Ferrara (157). Por el contrario, los autores clásicos alemanes - Dernburg, Crome, Stammler y Kohler, estiman que el fiduciante conserva la propiedad real y el fiduciario tiene tan solo la propiedad formal, correspondiendo por ello al primero la "separatius iure domine" (158). En nuestro Derecho, escribe Garrigues, -habrá que resolver el problema interpretando los Artículos 908 y 909 del Código de Comercio, los - cuales se refieren a los bienes que existiendo dentro de la masa de la quiebra, no deben integrar la masa de derecho, -- por no haberse transferido al quebrado "por un título legal e irrevocable". Pues bien, esta expresión legal, transmi----- sión por título legal e irrevocable, induce a sostener la - opinión mas rigurosa frente a los derechos del fiduciante.- El fiduciante ha transmitido al fiduciario la propiedad de la cosa, del derecho, por un título legal e irrevocable .. - (Contrato real traslativo) y "en consecuencia no puede invo- car a su favor el Artículo 909, que se refiere a las mercaderías, efectos y cualquier otra especie de bienes que exis- tan en la masa de la quiebra, cuya propiedad no se hubiera- transferido al quebrado por un título legal e irrevocable"- (159).

Configurado esquemáticamente el Fondo como una relación- de depósito ligada a una comisión en la que la sociedad ges- tora actúa en propio nombre, el derecho de separación juga- rá siempre en favor de los acreedores del Fondo en los ca- sos de quiebra del depositario o de la sociedad gestora.

---

(157) Ibidem. P.90.

(158) Los negocios fiduciarios en Derecho Mercantil. Nota 66.

(159) Ibidem. P.68.

La exquisita minuciosidad con que la Orden de 5 de Junio -- diversifica (Artículos 2 y 3) la contabilidad, cuentas de efectivo y depósitos del Fondo, revela el propósito del -- legislador de mantener a éste último separado de los patri monios peculiares de quienes lo administran y detentan. Se le aplicarán, pues, las reglas y los números 3º, 4º, 5º, -- 6º y 7º del Artículo 909 del Código de Comercio, preceptos que Garrigues, solo con gran esfuerzo dialéctico y limitán doles algún caso concreto, ceñido a la regla 4ª, entiende-- aplicable a los negocios fiduciarios (160).

La razón de habernos planteado la naturaleza fiduciaria de los Fondos de Inversión está en que en la legislación -- comparada se ha utilizado principalmente la figura del -- "trust" para configurar la inversión mobiliaria mas allá -- del campø de las sociedades.

El "trust" es una institución del Derecho inglés, a la-- que ya nos hemos referido, y que no procede estudiarla -- aquí en su detalle, pero sí en su esquema esencial.

Surge en Inglaterra como consecuencia de la dualidad de jurisdicciones que implican la "Equity" y la "Common Law". Amparado en la doctrina del Tribunal de la Cancillería, el autor inglés Maitland (161), define el "trust" diciendo -- que "cuando una persona tiene un derecho que debe ejercer-- por cuenta de otra persona o para el cumplimiento de un ob jeto particular, se dice que tiene sus derechos en "trust" para ese fin, y que se llama "trust deed".

De esta noción se pueden deducir los elementos del -- "trust". Lep (162) los destaca así:

La "res", objeto del "trust", que puede ser todo elemen to activo de un patrimonio, ya un derecho real, ya un dere cho de crédito. La constitución del "trust" implica la -- transferencia de los derechos que integran su objeto, pero éstos no entran necesariamente en el patrimonio del "trus- tee". La afectación de la "res" tiene por efecto constituir la en unidad distinta de todo patrimonio, no solo del cons tituyente del "trust", sino también del propio "trustee" o del beneficiario.

---

(160) Ibidem. P.66.

(161) Equity. P.44.

(162) Les elements du trust. Bull. Sociéte Legislation -- Comparee. P.467.

Las personas que componen la figura del "trust" son tres- (163): el "setlor" o creador del "trust", el "trustee" o persona encargada de realizar las intenciones del "setlor", el "legal owner" inglés, que toma posesión de la "res" y la admite y el "cestui que trust", que goza del beneficio real de la disposición y en favor del cual se constituye y funciona el "trust".

Esta institución, genuinamente inglesa, se ha preguntado por la doctrina si no podría asimilarse por los países de derecho civil (164). Lepaulle lo considera indudable, a la vista, precisamente, del interés que el "trust" tiene para resolver los problemas de los Fondos de Inversión "open-end" y sobre todo a la vista de la emigración de este instituto jurídico a partir de la primera guerra mundial. Molusky, por el contrario, ha sentado una postura negativa para el Derecho francés, que puede transponerse al Derecho español. (165). La dificultad se centra en la existencia de dos derechos, "legal" y "equitable", que recaen sobre la misma cosa-objeto del "trust". Es cierto, como destaca este autor, que tal diversificación podría lograrse a través de la desmembración del dominio acogible en el cuadro del Artículo 543 del Code francés, aunque no prevista en él. En nuestro ordenamiento, la posibilidad de tal desmembración podría ampararse en el criterio de "numerus apertus" en materia de derechos reales y tiene su argumento mas fuerte en el Artículo 7º del Reglamento Hipotecario que ha encontrado amplio eco en la doctrina (166).

Sin embargo, no se puede olvidar la propia estructura del "trust", en la que su desmembración del dominio, entendida del modo continental, implicaría una fuerte reducción de la importancia del "legal title" del "trust" y la ineludible intervención de los beneficiarios en la propia vida del mismo, descalificando la actuación fiduciaria del "trustee".

A la vista de estas innegables dificultades, la introducción del "trust" en los países de tradición romanística quiere lograrse a través de institutos ya consagrados en ellos.-

---

(163) de la fiducia y del trust. P. 49.

(164) La notion de trust et ses applications dans les divers-systemes juridiques. Actes du Congres International de Droit Prive. 1950. Roma 1951. P.197 y siguientes.

(165) La imposibilidad jurídica de constituer un trust anglosajón bajo el imperio de la ley francesa. Rev. Crítica Derecho Internacional Privado. 1948. P.451.

(166) Castán. Derecho Civil (Derecho de Cosas). P.210.

Así, por ejemplo, a través de la figura del patrimonio distinto y afectado.

Claret (167) ha destacado como en su esencia el "trust"- implica un patrimonio distinto y afectado, constituido por una universalidad de bienes, que se mantiene unitario en -- virtud del principio de su redacción real, a través de sus transformaciones sucesivas. Dekkers (168) destaca también -- la sustantividad de los patrimonios afectados, provistos de una organización consistente en una reglamentación efectuada por la voluntad creadora del patrimonio. Pero posiblemente ha sido Lepaulle quien ha ligado de una manera mas estrecha "trust" y patrimonio, hasta el punto de definir el -- "trust" como "una institución jurídica que consiste en un -- patrimonio independiente de todo sujeto de derecho y en el -- que la unidad está constituida por una afectación que es libre dentro de los límites de las leyes en vigor y del orden público. (169).

Al estudiar la naturaleza jurídica de los Fondos de In-- versión profundizaremos mas en su configuración como patrimonio autónomo, separado y colectivo. Aquí basta con destacar como el Artículo 5º de la Orden de 5 de Junio, al ha-- blar de las participaciones y sus certificados, resalta que "el patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones de iguales características, sin valor nominal, que confie-- ran a sus propietarios un derecho de propiedad sobre el mismo, ajustado a los términos que se regulen legal y contractualmente". Se habla, pues, en el de patrimonio, pero en -- sentido simple, como haber, activo, etc. El término jurídico empleado es el de propiedad, que al compartirse con otros dará lugar a una copropiedad o comunidad. También el Artícu-- lo 4º habla de patrimonio del Fondo. Realmente, la diferen-- ciación de este patrimonio es a primera vista indudable, imponiéndose (Artículo 4º f.) la custodia separada de los bie-- nes del Fondo al depositario; prescribiéndose la subroga-- ción real (Artículo 3º, b, c y d) en los casos de suscrip-- ción y venta de valores, existiendo en apariencia una limi-- tación de responsabilidad a lo aportado, dando al mecanismo del Fondo la exclusividad de su objeto (Artículo 1º) y la --

---

(167) De la fiducia y el trust. P.37.

(168) Citado en Ibidem. P.37.

(169) Traite theorique pratique des trust en droit interne, en droit fiscal et en droit international. P. 31.

inversión de su activo (Artículo 4º). Pero aunque en base a todas estas razones admitamos, a efectos puramente dialécticos, y a reserva de las conclusiones a que llegaremos al estudiar este problema, que los Fondos de Inversión están configurados como patrimonios afectados, tal configuración nunca puede estimarse como un "trust", ni aún dentro de las teorías que estiman a éste como un patrimonio afectado, porque es de esencia al "trust" la transferencia, en alguna forma, al "trustee", y en este caso los beneficiarios conservan (Artículo 5º a.) la propiedad del patrimonio. No se cumple lo que Lepaulle destaca como requisito mínimo, a saber, que el patrimonio afectado esté en suspenso entre el constituyente, el "trustee" y el beneficiario.

También el mismo Lepaulle (170) ha querido ver en el "trust" una suerte de persona moral y así se explicaría el que tuviera un patrimonio independiente, desligado de los beneficiarios, con administración propia, etc., incluso domicilio y nacionalidad. Pero, según la Orden de 5 de Junio, entre las estipulaciones que debe incluir el reglamento del Fondo (Artículo 1º), habla de domicilio de la sociedad gestora, pero no de domicilio autónomo del Fondo. Mas adelante estudiaremos también con detalle los problemas de la relativa personificación del Fondo. Lepaulle piensa que al estar constituido por un grupo de personas que deciden por mayoría las cuestiones que se suscitan y que tienen un objeto lícito y determinado, se constituyen en persona moral. Pero ni aun esa solución, muy dudosa para el entendimiento del "trust", es admisible, por la razón vista, en cuanto a los Fondos de Inversión.

Concluamos de una vez destacando que en los Fondos de Inversión falta la esencia misma del "trust". A.W. Scott (171) llega a más en sus conclusiones, destaca como el hecho de ser el "trust" revocable "ad nutum" por el "setlor" (como ocurre en el Fondo, dado el derecho de reembolso de los partícipes), es bastante para considerar que los bienes no han salido del patrimonio del constituyente. Pero si la intervención de éste es considerable y además el "trust" es revocable y constituido a favor del "setlor" hasta su muerte, los bienes quedan en el patrimonio del "setlor" y no hay tal "trust".

---

(170) La notion de trust et ses applications dans les divers systemes juridiques. P. 206.

(171) Trust and the statute of wills. 43. Harvard Law Review P. 521.

Por "setlor" podríamos entender en los Fondos a los partícipes, ya que la sociedad gestora y el depositario son simples promotores en realidad y la reserva de los derechos aludidos por Scott en favor de tales partícipes es innegable. Ya dijo tajantemente Oscar Rabassa (172) "el "trust" o fideicomiso angloamericano solo puede existir, en su forma auténtica, en donde esté vigente la actualidad de derechos y el entendimiento de dos especies de propietarios, peculiar de la organización jurídica angloamericana, denominada - - "Common Law".

Hemos visto como no puede amoldarse en la figura anglosajona del "trust" el negocio que constituyen los Fondos de Inversión. Pero no por ello debemos de preferir su clara naturaleza de fiducia legal, ya que si es cierto que no será posible hablar de "trust", no es menos cierto que la confianza ciñe las relaciones "sui generis" que de los Fondos de Inversión surgen, y que mas tarde estudiaremos.

Dos fiducias legales tipificadas por nuestro ordenamiento: depósito y mandato, se asemejan a esta institución, pero, como destaca Garrigues (173), al acercarnos a la fiducia nos alejamos del negocio fiduciario. "Cuando nuestra confianza no descansa en la buena fe de los otros, sino en la tutela de la ley, la fiducia deja de ser fiducia en sentido técnico y se le llama fiducia legal, pero ésto encierra una contradicción en sus propios términos".

Hace unos años, al hablar de Fondos de Inversión, hubiéramos podido calificarlos como un negocio fiduciario. Ahora, tras el Decreto y la Orden tantas veces repetida, se ha cumplido la profecía con que el Profesor Garrigues terminaba su estudio sobre los negocios fiduciarios: "Si se reglamentase en nuestro país (174) alguno de los tipos contractuales que en otros países se llaman fideicomisos bancarios, automáticamente perderían estos contratos el carácter de negocios fiduciarios".

#### 4.2.3.3 Normativa aplicable a los Fondos de Inversión.

Dada la contextura compleja de las relaciones jurídicas que del Fondo surgen, resulta difícil determinar qué normas se aplicarán a su regulación.

---

(172) Los negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil. P.72

(173) Ibidem. P.79.

(174) Ibidem. P.80.

Mas adelante profundizaremos en el estudio de tales relaciones jurídicas, pero aquí las apuntaremos en esquema, al objeto que nos interesa.

El Fondo implica un depósito bancario. Se trata de un contrato mercantil al que se le pueden aplicar las notas del Artículo 303 del Código de Comercio. Interviene en él un comerciante, el banco. Tiene por objeto cosas o valores mobiliarios, el Artículo 303 se refiere a cosas de comercio, y por tales se debe entender solamente a las mercaderías. Pero objeto del depósito son en general, destaca Garrigues, (175) las cosas mercantiles muebles, ya que los títulos valores y el dinero son su objeto mas frecuente. El depósito que el Fondo implica es causa y consecuencia de la inversión bursátil, es decir, de una operación mercantil típica.

De otra parte, y con relación a la sociedad gestora, el Fondo implica una especie de apoderamiento mercantil. Dentro del esquema de Palá Mediano (176), se trata de un indiscutible acto de comercio, ya que el comisionista es una Sociedad Anónima y ésta, según el Artículo 3 de su Ley, es siempre un comerciante. El mandato tiene por objeto un acto de comercio típico, como vimos: la inversión bursátil.

Encastrar esta figura dentro del marco de la comisión entraña la dificultad apuntada por Bergamo (177), de que el comitente actúa siempre en su propio nombre, en contra de lo que parece ocurre en el Fondo de Inversión. Así, pues el Artículo 2 y el 50 del Código de Comercio nos dan el orden prelativo de las normas aplicables a los Fondos de Inversión, en defecto de las normas que especialmente los regulan: el Decreto de 30 de Abril y la Orden de 5 de Junio de 1964.

Pero aparte de las relaciones negociales que implica, puede pensarse que el Fondo de Inversión tiene su propia substantividad, ya que está constituido por un patrimonio, hasta cierto punto por una comunidad. Esta comunidad, dados los términos del Artículo 5 de la Orden, pudiera pensarse si se trata de una auténtica copropiedad civil. En este caso la aplicación, en este aspecto, de la legislación civil, se impondría a la mercantil, pero no hay que olvidar ciertas razones en contra de esta posición.

---

(175) Curso de Derecho Mercantil, II, P.156.

(176) Palá Mediano: Naturaleza de la comisión. Rev. de Derecho privado, 1945. P.905 y siguientes.

(177) Instituciones de Derecho Mercantil. P.149 y siguientes.

En primer lugar el criterio formal del Artículo 2 del Código de Comercio, considerando la comercialidad de todos los actos incluídos en el Código o en leyes mercantiles. Por otra parte, se reconoce la comercialidad del condominio de cosas mercantiles, (el buque) y aquí el condominio recae -- sobre objetos de comercio (Los valores mobiliarios).

Finalmente, hay que destacar la noción de acto mercantil accesorio, entendiendo por tal el que se conecta con una explotación mercantil (178). Esta noción de acto accesorio, -- de acto que prepara otro acto de comercio, es la razón de -- que se estime mercantil la copropiedad de un buque, acto anejo y preparatorio de la navegación comercial.

Una ilación teleológica semejante une a la constitución del Fondo con la inversión mobiliaria. Por ello, también -- tras las disposiciones de la Orden y el Decreto, tendrán su aplicación las reglas mercantiles del condominio y entre -- ellas, por aplicación analógica, el Artículo 40 de la Ley -- de Sociedades Anónimas.

No obstante, y en segundo grado, le serán aplicables las normas civiles que contienen los Artículos 392 y siguientes

Este Artículo 392 ya reconoce la preferencia de las disposiciones especiales de cada suerte de condominio, sin que se puedan olvidar las reglas meramente convencionales. El -- párrafo segundo del Artículo 392 del Código Civil se refiere expresamente a ellas. El Artículo 5 de la Orden habla -- del régimen contractual o legal de la copropiedad del Fondo

Beltrán de Heredia (179) estudia estas reglas convencionales del condominio, destacando su aspecto real, que fija la relación entre cada partícipe y su cuota respectiva, -- frente al obligacional, que implica el acuerdo para hacer -- posible la compatibilidad corporativa de tales derechos individuales. Estas reglas se rigen por el principio de libertad de pactos, característico del Artículo 1.255, siempre -- dentro de los límites legales, sin olvidar que hay reglas -- del condominio, así el Artículo 395, el 398, p. 3, claramente imperativas.

Esta regulación convencional puede ser anterior, cuando las partes regulan la adquisición en común de alguna cosa, -- o coetánea a la "istencia incidens" de ese condominio.

---

(178) La comunidad de bienes en el D. español, P.190 y ss.

(179) Instituciones de Derecho Mercantil. P.56 y ss.

En los Fondos de Inversión se da la primera hipótesis, - ya que no puede negarse la analogía entre la hipótesis que estudiamos y los estatutos de la Propiedad Horizontal, si bien tampoco cabe negar las diferencias.

Fernández Martín-Granizo destaca como en la Propiedad Horizontal (180) los estatutos no deben estimarse como un contrato, ya que no son un acuerdo dirigido a constituir una obligación patrimonial, que es en lo que consiste el contrato. El Fondo, por el contrario, contiene en su reglamento las normas de las relaciones de representación y depósito que de él surgen.

El reglamento del Fondo presenta, además, la modalidad de que en alguna medida es obra, no del propietario o propietarios, conforme lo previsto en los estatutos de la Propiedad Horizontal, sino de la sociedad de gestión. Se trata, así, de lo que Andreoli ha llamado "reglamentación de origen externo a los titulares de un condominio"<sup>(180)</sup> si bien no puede olvidarse que la fuerza contractual del reglamento, aun después de redactada la escritura que le contiene, no surge hasta que, por la suscripción de los certificados, tiene lugar la subsiguiente ratificación.

Estudiaremos, por último, un aspecto de este reglamento del Fondo: su modificación. El Artículo 1, apartado 2º de la Orden, se refiere a las "circunstancias y formas para llevar a cabo la modificación del reglamento". La modificación de los estatutos de una Sociedad Anónima o de una Propiedad Horizontal es algo que depende tan solo de la voluntad de los partícipes, ya que no afecta a terceros. Constituye la modificación de una pura normativa constituyente. Pero aquí no solo afecta a los partícipes, sino a las relaciones con el depositario y la sociedad gestora. Toda modificación del reglamento será, pues, una "renovatio contractus", que requiere de la intervención de todos los elementos personales que concurrieron al negocio primitivo.

#### 4.2.3.4 La naturaleza jurídica del Fondo de Inversión

La ordenación legal de esta figura es confusa. En unos preceptos se alude a un patrimonio autónomo, en otros a la copropiedad. Parece excluirse la noción de personalidad jurídica, ya que se le niega la posibilidad de tener órganos de gestión o gobierno propios.

---

(180) La ley de Propiedad Horizontal en el D. español. P 566  
 (181) Estudi in honori di Vasalli.

La síntesis mas ajustada nos la dá la exposición de motivos del Decreto de 30 de Abril, en el que se habla de la puesta en común de un conjunto de valores que constituyen un patrimonio afectado al cumplimiento de la finalidad inversora. Vemos, pues, que al tratar de indagar la naturaleza jurídica del Fondo, hemos de contrastar esta nueva figura jurídica con las nociones clásicas de patrimonio, como unidad de bienes y personalidad jurídica. Después de esta confrontación, concluiremos con las ideas a que este discernimiento nos lleve.

Estudiemos en primer lugar el Fondo de Inversión como patrimonio autónomo. Mesineo (182) destaca como, las mas de las veces, la noción de patrimonio se emplea en un sentido carente de técnica, como expresión de pura comodidad, para indicar una suma de bienes simplemente, con olvido de que realmente se trata de un complejo de relaciones jurídicas. Cuando la Orden de Junio de 1964, en sus Artículos 4º y 5º habla de patrimonio del Fondo, simplemente se refiere al activo o cartera del mismo.

Si nos interesa la noción de patrimonio, es precisamente para tratar de resolver las dificultades que suscita el reconocimiento al Fondo de personalidad propia. Así, pues, no nos importa el llamado patrimonio personal, sino que hemos de centrar nuestro estudio en los llamados patrimonios separados.

Castán (183) destaca como notas peculiares de los patrimonios separados las siguientes:

- a) La independencia del núcleo patrimonial, aunque no llegue a constituir una persona real, ni implique una titularidad unitaria.
- b) El origen legal del patrimonio separado, configurado para proteger determinado fin o interés. No sería lícito crear patrimonios independientes que tengan su base tan solo en la voluntad del titular.

De Castro ha reconocido la existencia de patrimonios separados. Así, por ejemplo, el llamado patrimonio de fin o de destino, sin titular preciso y cuya administración está concedida a tercero.

---

(182) Derecho Civil y Comercial. Tomo II. P. 262.

(183) Derecho Civil, parte general, Vol. II, P.468.

La característica peculiar del Fondo es la adscripción a su fin, Artículo 1º, apartado 1º del Reglamento de Junio pero, sin embargo, no puede considerársele como un patrimonio carente de titular y en situación de expectativa, puesto que pertenece (Artículo 5º) a los tenedores de los certificados de participación.

Castán (184) habla de los llamados patrimonios colectivos que implican una comunidad unitaria, en mano común o colectiva. Son éstos un patrimonio único, del que son titulares varias personas, que pertenecen a la comunidad colectiva sin distinción de cuotas. Von Thur indica, en el Derecho alemán, que se debe incluir como hipótesis de tal patrimonio la llamada comunidad hereditaria, la matrimonial y los supuestos de sociedades sin personalidad.

Tampoco esta noción de patrimonio colectivo es fácilmente aplicable al Fondo de Inversión, ya que en él la existencia de cuotas es tan palmaria que se incorporan a títulos negociables. (Artículo 5º de la Orden)

El patrimonio, en su sentido propio, es un concepto complejo. Así Messineo (185), estima que por tal debe entenderse no un conjunto de objetos o de cosas, sino un conjunto de relaciones, de hechos y obligaciones. O, como define Castán, (186) un conjunto de derechos susceptibles de estimación pecuniaria, íntimamente ligados entre sí por su afectación a los fines generales de una persona -como centro de su poder jurídico o por su afectación a un poder especial- a los que la ley en algunos casos otorga la consideración de una unidad abstracta, de la que forman parte también las obligaciones del titular. Vemos, pues, como es ineludible la existencia de un titular. Roca (187) afirma en uno de sus primeros trabajos que no es posible la existencia de un patrimonio sin una persona titular del mismo, y que la ausencia de ella supone su disgregación porque el patrimonio es un conjunto de derechos y obligaciones. El mismo autor admite -refiriéndose a la herencia beneficiaria- con muchas limitaciones los llamados patrimonios separados y dice: "solo se trata de una parte del patrimonio de una persona, sometida a un control o régimen jurídico -

---

(184) Derecho Civil, parte general. Vol. II. P.470.

(185) Derecho Civil y Comercial, Tomo II, P. 261.

(186) En torno al concepto jurídico del patrimonio. Rev. de la Academia de Jurisprudencia y Legislación.

(187) El Patrimonio. Rev. Crítica de D. Mobiliario P.179.

especial, a manera de un expediente que la ley establece en ciertas situaciones con finalidades prácticas y al objeto de garantizar derechos, estimulando y dando facilidades, a fin de no entorpecer el funcionamiento normal de las relaciones jurídicas en aras del progreso económico, expediente que, si bien hace destacar con cierto colorido jurídico un grupo de bienes del conjunto total de un patrimonio, carece de la virtualidad suficiente para dislocarlos de su centro.

La doctrina, con su habitual sutileza, ha esbozado teorías acomodadas a estas dificultades. Así Dekkers (188) destaca que los efectos de la afectación de un patrimonio son en esencia la división completa o incompleta del patrimonio. Completa cuando ciertos bienes quedan a salvo de la acción de los acreedores que pueden repetir en los otros, e incompleta cuando una misma persona es titular de grupos de bienes afectos a un régimen peculiar. Dentro de estas divisiones incompletas es posible encuadrar, en principio, a los Fondos de Inversión.

La doctrina italiana moderna ha logrado en este punto una gran precisión terminológica. Así Messineo (189) entiende que debe emplearse la expresión patrimonio autónomo y no segregado, cuando se quiere indicar, no ya la separación de un determinado núcleo de bienes que continúa perteneciendo al mismo titular, sino el hecho de que se forme con elementos sacados de otro o de mas a menudo de varios patrimonios, un patrimonio aparte y nuevo, como un propio sujeto colectivo, o, cuando menos, con finalidades propias en espera de reconocimiento, y sobre el cual surgen derechos y obligaciones autónomas.

Santoro Passarilli (190) conceptúa en términos análogos el patrimonio autónomo, como un conjunto de relaciones que tienen por titular una pluralidad de sujetos, que se constituye en atención a cierto destino específico, en unidad que se mantiene diferenciada de las otras relaciones activas y pasivas de la misma persona. Viendo su esencia en la separación de garantía y de responsabilidad.

Mas adelante, cuando estudiemos la posible personificación de los Fondos de Inversión, veremos su tratamiento a estos efectos.

(188) *Precis de droit civil*. P. 501 Tomo I.

(189) *Derecho Civil y Comercial*, Tomo II P.264.

(190) *Doctrinas generales del Derecho Civil*. Madrid, 1964.- P. 88.

estos efectos. Basta ahora a nuestro propósito destacar, al menos en tono menor, lo puesto de relieve por Dekkers, teniendo en cuenta que podrá estimarse el Fondo como un patrimonio autónomo. Las consecuencias que de esta tipificación se derivan no son muy fecundas y pueden lograrse con construcciones menos forzadas.

Estudienos en segundo lugar el Fondo de Inversión en su aspecto de comunidad de bienes.

La pluralidad de sujetos que participan en el Fondo, -- los tenedores de las distintas participaciones (Artículo 5º de la Orden), hacen ineludible estudiar el Fondo en su aspecto comunitario. Aun cuando el Reglamento y el Decreto se refieran, al tratar de este aspecto (Artículo 7º del Decreto) a un derecho de propiedad (Artículo 5º de la Orden) la imprecisión terminológica de estas normas es tal que es ineludible centrar la cuestión.

Beltrán de Heredia (191) destaca como un derecho subjetivo puede corresponder a varias personas, hablándose en ese caso de cotitularidad, que es sinónimo, en tal sentido amplio, de comunidad, que puede definirse con Rugiero (192) como "toda relación jurídica o conjunto de relaciones en las que aparezcan como sujetos varias personas conjuntamente". En este sentido amplio se incluye hasta la mancomunidad y la solidaridad de créditos. Pero comunidad en sentido técnico existe solo si el objeto y el derecho que corresponden a varios sujetos no puede dividirse (193). Se produce una indivisibilidad entendida en sentido jurídico, dados los fines de la comunidad (194). La copropiedad no es otra cosa que la comunidad aplicada al derecho de propiedad. A la vista de esta breve introducción doctrinal -- podemos comentar los textos legales en materia de Fondos de Inversión.

Los Artículos 7º del Decreto y 5º de la Orden hablan de propiedad plural, es decir de copropiedad, al referirse a "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".

---

(191) La comunidad de bienes del Derecho español. P.20.

(192) Instituciones de Derecho Civil. II P.272.

(193) La comunione. Tomo IV Vol. II del Trattato di diritto civile, dirigido por Bassalli.

(194) Cotitularidad y comunidad. Rev. crítica de D. Inmobiliario. 1946. P. 154.

A la vista de este texto cabe hacer las siguientes precisiones:

- a) La "copropiedad" recae sobre valores y dinero y aun que el precepto no lo diga, también sobre los beneficios (Artículo 7º del Reglamento) "los beneficios líquidos de todo orden obtenidos por el Fondo serán distribuidos íntegramente entre los partícipes en la forma establecida estatutariamente. También recaerá esa comunidad sobre los derechos de preferencia de suscripción (Artículo 6º de la Orden, apartado c.) (195), es decir, recae no solo en objetos corporales y determinados, sino también sobre derechos y esto es incompatible con la noción estricta de copropiedad (196), aunque el Artículo 40 de la Ley de Sociedades Anónimas habla con gran amplitud de copropietarios de una acción.
- b) La copropiedad recae sobre un conjunto de valores y dinero, es decir, sobre un patrimonio o "universitas". Este objeto múltiple nos parece indicar que se trata de un supuesto de comunidad en mano común, que generalmente se refiere a un patrimonio (197). Pero la admisión en nuestro Derecho de esta forma de comunidad no es fácil (198) (199).
- c) Si a la vista de lo anterior podemos inclinarnos hacia la comunidad germánica, un fuerte argumento en favor del condominio nos lo da el propio Artículo 7º del Decreto, al referirse a "un derecho de propiedad representado por un certificado de participación".

---

(195) El derecho de suscripción preferente. Anuario de D.- Civil, 1964, P.270.

(196) Derecho Civil, tomò correspondiente a los Derechos Reales. P. 343.

(197) La comunidad de bienes del Derecho español. Beltrán de Heredia P.186. Venetian usufructum habitation. Tomo I - P. 15. Por el contrario admite la copropiedad de derechos Borrell y Soler. El dominio según el Código Civil español. P.178 y siguientes.

(198) Huber. Los Derechos Reales en el Derecho privado suizo. Madrid 1919, P.28 y siguientes.

(199) No obstante, gran parte de la doctrina la admite, al menos en los supuestos de comunidad hereditaria y de sociedades gananciales. Así las resoluciones de 1º de Junio de 1943, 8 de Junio de 1933, 11 de Octubre de 1940, 30 de Mayo de 1943 y 8 de Noviembre de 1944.

Se da, por tanto una distinción de cuotas, en contra del Derecho germánico, en el que el objeto común pertenece a la colectividad sin ninguna división ideal de cuotas. Bien es verdad que gran parte de la doctrina trata de introducir el concepto de cuota en la comunidad en mano común. Wolf (200) opina que en ella los comuneros tienen participaciones en la propiedad, pero esas participaciones no pueden expresarse cuantitativamente en cuotas. - García Granero (201) dice que la cuota es una exigencia institucional, e invocando a Gierke nos dice que la Gesamte hand no excluye toda cuota, sino solo aquella que determina la división en porciones separadas e independientes. En idéntico sentido se pronuncia Romero Cerdeiriña (202). La postura del Artículo 7º del Decreto, en relación con el párrafo último del Artículo 6º de la Orden es inconclusa al decir: "El valor de cada participación será el resultante de dividir el activo valorado de acuerdo con las normas que anteceden por el número de participaciones en circulación" (203) Entiende la palabra cuota, no en ese sentido restringido, sino al contrario, y pese a su valor variable, en el significado del condominio romano.

- d) Huber (204) destaca como en el condominio cada partícipe puede disponer de su participación. Precisamente lo que ocurre en los Fondos de Inversión, ya que, según el apartado f. del Artículo 5º del Reglamento "los certificados de participación serán también transmisibles en las mismas condiciones -- que la legislación vigente establezca con carácter general para los valores mobiliarios". Vemos, pues, que la transmisibilidad de la cuota no puede estar mas facilitada.
- e) El régimen normal de administración y gestión del condominio, regulado en los Artículos 394 y siguientes del Código Civil, especialmente lo dispuesto en los Artículos 397 y 398, difícilmente se puede-

---

(200) Derecho Civil. Vol. I, P.550.

(201) Ibidem. P.230.

(202) Estudios sobre el Derecho hereditario.

(203) Artículo 6, párrafo 11.

(204) Los Derechos Reales en el Derecho suizo, P.28.

aplicar a los Fondos de Inversión. En éstos la custodia y administración está sujeta al régimen derivado de las relaciones con la entidad depositaria y la sociedad gestora y estas relaciones, salvo lo dispuesto para la liquidación, no están sujetas al régimen de la mayoría ni de la unanimidad, ya que las facultades decisorias y actuantes son de la incumbencia de la sociedad gestora, a quien corresponde (Artículo 2º del Reglamento) representar al Fondo, seleccionar sus valores, ordenar la compraventa de títulos y acordar la distribución de beneficios. Esta actuación, no obstante, podría estimarse imposición de un administrador legal, en el sentido estimado pro la línea de orientación marcada por el párrafo último del Artículo 398 del Código Civil.

- f) El Artículo 400 del Código Civil establece con todo rigor que ningún copropietario estará obligado a permanecer en la comunidad. Cada uno de ellos podrá pedir en cualquier tiempo que se divida la cosa común. Esta es la línea de la mas pura tradición romanística, solo contradicha, en alguna medida, por el B.G.G., que autoriza a excluir, por contrato entre los comuneros, el derecho de división en la "Brugemeinstchaft". Ya que en los demás ordenamientos el pacto de indivisión solo será válido por un cierto plazo (diez años en el caso del párrafo 2º del Artículo 400 de nuestro Código Civil).

No obstante, en el marco del Derecho francés, en el que toda condición de indivisión perpetua está en principio sancionada con la pena de nulidad, se ha configurado la llamada indivisión activa, que es objeto de una benevolencia particular de parte de los tribunales de justicia, cada vez que surge en la vida del Derecho. El interés de la indivisión activa no puede ser menospreciado por los tribunales, que deben esforzarse en sustraerla al Artículo 315 del Código Civil francés. Para ello han recurrido a la llamada sociedad de indivisión, desprovista de personalidad moral (205).

La Ley de 21 de Julio de 1960 sobre Propiedad Horizontal, establece una forma de indivisión permanente respecto de los elementos comunes del edificio.-

---

(205) Lebret. La noción de indivisión. Caen 1922. -- P.166 - Ionasco. Les sociétés d'indivision. Bucarest 1939.

Indivisión que surge de la propia finalidad de esos elementos. Por ello no encierra una contradicción - "in terminis" la llamada comunidad indivisible en - nuestro Derecho, siempre que el fin de ella lo justifique.

Con mayor razón será así admisible la comunidad que siendo divisible no exige para su disolución la instancia de un solo socio, sino que precisa el concurso de la mayoría. Esto es precisamente lo que dispone para los Fondos de Inversión el Artículo 9<sup>o</sup>, párrafo último del Decreto. "Los Fondos de Inversión no podrán disolverse ni liquidarse sin que lo acuerden las mayorías previstas en su reglamento y el derecho de cada partícipe a este respecto se limitará a pedir, en las condiciones pactadas en aquellos, - el reembolso de sus participaciones".

Tras de estas puntualizaciones, estamos ya en situación de plantearnos la configuración de los Fondos de Inversión en cuanto a comunidad de bienes.

Ni la figura del condominio romano ni la comunidad en mano común germánica, se le aplican con justicia. Por otra parte, el Fondo no implica solo una idea de copropiedad, - sino en general, como destaca Senn (206), una hipótesis de indivisión, ya que las relaciones de administración y depósito están también sujetas a esa cotitularidad.

Ni el condominio ni la mano común se ajustan a la figura del Fondo de Inversión, como se deduce claramente de este sintético párrafo de Puig Brutau (207): "El tipo de comunidad por cuotas será adecuado para el caso en que predominen los intereses puramente individuales, a los que resulta de suma conveniencia la posibilidad de negociar las cuotas y de ejercitar en cualquier momento la acción de división. En cambio, la comunidad de tipo germánico será el -- instrumento mas adecuado cuando deba prevalecer el interés comunitario o de un grupo social, lo cual impide que se configuren cuotas negociales a favor de los comuneros y que éstos puedan ejercitar la acción de división, al tener que predominar un interés superior al de cada individuo".

---

(206) Les sociétés d'investissement. P.267.

(207) citado por Elchler. La idea de copropiedad. Anuario de Derecho Civil. 1961. P.916.

El Fondo no puede estimarse como unidad por cuotas, así - pues, aunque éstas existen en él, la acción de división no puede ejercitarse en tal forma. Tampoco es el Fondo una comunidad germánica, pues en ella no se diferencian cuotas - independientes en contraposición a la distinción de las -- participaciones peculiares del Fondo de Inversión.

Si la idea jurídicamente rigurosa de condominio no se - puede aplicar en toda su pureza a los Fondos de Inversión, la idea económica de comunidad late en ellos con toda reso-nancia. Aun en las mismas sociedades esa idea económica se destaca en la doctrina moderna. Eichler (208) ha puesto - de relieve que, en el aspecto económico, los socios son -- los portadores del riesgo financiero, por ello ha podido - decirse que hay una auténtica copropiedad de los socios, - aunque con la aportación se "desprendieron" de sus bienes- en favor de la persona jurídica, bien es verdad que a un - resultado semejante se llega destacando las consecuencias- derivadas de la calidad de socio. Pero la tendencia apunta da es la predominante, como veremos, en las tesis modernas sobre la personalidad jurídica.

La reciente orientación legislativa alemana, destacada- por el mismo Eichler (209), destaca un supuesto que presenta gran analogía con los Fondos de Inversión y es los pro-yectos sobre participaciones obreras en las empresas. Ta-- les participaciones de la propiedad recaen sobre el incre- mento de la empresa logrado por el rendimiento obrero, y - que varía de valor al unísono de tal incremento. Se repre- senta esta participación por títulos valores, que son administrados, conjuntamente, por una cooperativa de la empresa. En otros proyectos se acude para lograr un fin análogo a - las sociedades fiduciarias de inversiones o a los sindica-tos de gestión.

Hemos visto las dificultades que la noción de comunidad suscita al interpretar los Fondos de Inversión, pero en íntima conexión con ella está la idea de sociedad. Por ello, pasamos a estudiar los Fondos bajo este aspecto.

No puede olvidarse que la personalidad jurídica es una- noción del Derecho. En ocasiones es una idea doctrinal, o- tras veces un criterio jurisprudencial, en ciertos casos - un principio legal.

---

(208) La idea de copropiedad. Anuario de Derecho Civil 1961 P.918.

(209) Ibidem. P.921.

Si con razón ha podido decir Vallet de Goitysolo (210) que el concepto de persona jurídica ha sido utilizado por el Tribunal Supremo, en materia de arrendamientos, extraordinariamente mal. Es perfectamente lícito plantearse una serie de dudas en torno a tal personalidad de los Fondos de Inversión. La personalidad jurídica -esta es la razón de toda duda- no es un concepto unívoco. Ya hemos visto que el Fondo de Inversión, aun cuando no es propiamente un con dominio, puede estimarse como una comunidad "latus senso" y por ser precisamente una comunidad "sui generis" podemos plantearnos si el Fondo encierra una fórmula societaria.

La distinción sociedad-comunidad no es específica y la confusión es especialmente fácil en aquellos casos en que se da una comunidad social, según la expresión de Pelayo - Hore (211), es decir, cuando la comunidad se estabiliza, - excluyéndose por pacto o por ley la división instada unilateralmente. Precisamente esta era una de las peculiaridades que matizaban la cotitularidad del Fondo. Por eso, con viene detenerse en esta distinción.

Se ha pensado que la sociedad nace de un acuerdo, de un contrato, y la comunidad de un simple hecho (Domat). Moderadamente se ha defendido este criterio, así (212) Ripert, Theller y en España Sánchez Román.

Como bien destaca Beltrán de Heredia (213), en el Derecho español la comunidad de bienes puede tener un origen -convencional, en virtud de lo establecido en el párrafo 2º del Artículo 392 del Código Civil.

El Fondo nace de un acuerdo, pero esto carece de relevancia ya que la "affectio societatis" se estima por algún autor, como Gianturco, el factor decisivo para saber si hay o no sociedad. Pero el mismo Beltrán de Heredia (214) destaca la poca fuerza de este criterio. La intención de crear lo que efectivamente es una sociedad resulta intrascendente ante la misma realidad querida, que de por sí es un elemento diferenciador de mas fuerza.

---

(210) Comentario a una obra de Serick. Anuario de Derecho Civil, 1959, P.458.

(211) La indivisión perpetua en el Código Civil. Rev. de Derecho Privado. 1942. P.458.

(212) Droit Civil, 4, libro 2º, título 1º, sección 1ª, números 1 y 2.

(213) La comunidad de bienes en el Derecho español. P.41.

(214) La comunidad de bienes en el Derecho español. P.45.

Hablar de "affectio societatis" en el Fondo, donde los copartícipes están ligados entre sí por una relación incidental mas que convencional, resulta muy forzado. Beltrán de Heredia destaca que la comunidad implica una relación de tener real, mientras que la sociedad entraña un deber tener puramente obligacional, una expectativa de las ganancias sociales y de la cuota liquidatoria. (215).

El Fondo de Inversión implica una relación de tener, el Artículo 7º del Decreto es tajante: "Los inversores tendrán un derecho de propiedad, representado por un certificado de participación, sobre los valores mobiliarios y dinero que integran el Fondo". Es cierto que frente a la ausencia de organización, característica de la comunidad, -- mientras que la sociedad exige una organización completa, -- los Fondos tienen una complejidad organizadora indudable, -- pero ésto no supone que el Fondo resulte por ello creador de una fórmula social. Piénsese que la organización del -- Fondo es extraña a él y es producto de las relaciones negociales de gestión y custodia que el mismo implica. La necesidad de relacionarse para ello con la sociedad gestora y la entidad depositaria, extraños al Fondo, es una prueba -- de que éste carece de su propia organización de intereses. Pero, de todos modos, por eso nos referimos especialmente a ellos, el criterio distintivo básico está en la personalidad jurídica. Sin ésta no se puede, en el Derecho español, hablar de sociedad y la explicación a sus consecuencias y régimen habrá de ser distinta.

Es cierto que en el Fondo se pueden encontrar, a groso modo, las notas que Beltrán de Heredia encuentra como características de la persona jurídica (216), a saber:

- a) Puede hablarse de voluntad social. El Artículo 9 -- del Decreto se refiere a "las mayorías previstas en el Reglamento para la liquidación del Fondo".
- b) La representación social puede encontrar su base en el Artículo 1º, apartado 2º de la Orden: "que se refiere a la representación del Fondo". Pero el Artículo 2º, al enumerar las funciones de la sociedad gestora, habla de representar a los partícipes del Fondo.

---

(215) Ibidem. P.62.

(216) Ibidem. P. 62 y siguientes.

Por ello, mas que de representación del Fondo, se trata de representación de las personas individuales que lo integran.

- c) Una cierta autonomía patrimonial. Ya vimos como el Fondo tenía un relativo aspecto de patrimonio separado. Las consecuencias de ello en cuanto a la responsabilidad las veremos mas adelante.
- d) La documentación y publicidad exigidas para la personalidad jurídica, escritura pública e inscripción registral, se dan en el Fondo de Inversión según dispone el Artículo 2º, apartado a. de la Orden de 5 de Junio.

Pero el problema entraña una cuestión mas de fondo. El concepto de persona jurídica se entiende por parte de la doctrina como una mera creación legal. Así Ferrara, que en la primera edición de su obra "Teoría de las personas jurídicas" exigía, para que éstas nacieran, un sustrato real, en su segunda edición afirma que se trata de una mera creación legal a través del reconocimiento del Estado. Ascarelly (217), se expresa de forma terminante: "La personalidad es una creación del derecho objetivo, solo exige el reconocimiento del Estado, es la expresión abreviada de una normativa". No puede menos de chocar esto que Gitrama llama "poder taumatúrgico del Estado" (218), pero, aunque se rebaje en exceso, siempre quedará, cuando menos, la exigencia de un cierto reconocimiento legal, y éste falta plenamente en los Fondos de Inversión.

No cabe duda que los Fondos surgen en antítesis a las Sociedades de Inversión de capital abierto, diferenciándoseles, precisamente, la falta de personalidad jurídica.

De Castro (219) destaca como las modas, de tan gran trascendencia en el Derecho, se muestran hoy contrarias a la personalidad jurídica. Hace ya tiempo Cossío (220) destacaba como: "la crisis actual del concepto de persona jurídica deriva de su insuficiencia para explicar una serie de fenómenos de la vida colectiva".

(217) Cooperativa e societa. Conceptualismo jurídico e magia de la parole. Rev. de la Societa. 2. 1957. P.432.

(218) Prólogo a la edición española de las asociaciones reconocidas de Rubino. P.5.

(219) Ofensiva contra el concepto de persona jurídica. Anuario de Derecho Civil. 1961. P.955.

(220) Hacia un nuevo concepto de la persona jurídica. Anuario de Derecho Civil. 1952. P.623.

Hoy mismo de Castro, volviendo de nuevo sobre el tema (m) - ha podido destacar: "La persona jurídica ha servido de maravilla a la gran industria, ha facilitado la creación de organizaciones primorosas, en las que bajo la mas rígida - disciplina interna, se ramifican una pluralidad de indus-- trias independientes. La dirección centralizada y lo hermético de la vida de las sociedades, permite el paso secreto de bienes, ganancias, divisas o deudas de unas a otras". - Es comprensible que en este clima se trate de lograr insti-- tutos jurídicos faltos de personalidad jurídica. Los peli-- gros enumerados tienen su campo abonado en la inversión mo-- biliaria. De aquí que, en previsión de posibles fraudes, - para salvar los peligros que entraña el control de empre-- sas, etc., surgieran los Fondos de Inversión.

La doctrina del "disregard" tiene su marco cotidiano en la aplicación jurisdiccional del Derecho. Pero aquí, a -- nuestro juicio, nos encontramos con un "disregard" legal. -- No puede olvidarse, de otra parte, que esta teoría está in-- timamente ligada con la del "trust fund" ni mucho menos el debate que expusimos sobre la posible conexión entre Fon-- dos de Inversión y "Trust". El "disregard", sintetiza Se-- rick (222), consiste en levantar el velo de la personali-- dad jurídica, para poder examinar las auténticas fuerzas - que oculta bajo ese velo, las fuerzas y los hombres (223).

La persona jurídica, ha comentado Puig Brutau (224), es-- una simple referencia indirecta a diversos problemas que - requieren una mas precisa formulación. Dejarla a un lado - podrá parecer una vaguedad, pero estamos seguros que ha de permitir alcanzar una mayor precisión.

La regulación española de los Fondos de Inversión ha su-- puesto la preterición de esa "elipsis mental" de la perso-- nalidad jurídica y la regulación trabajosa, pero pretendi-- damente realista, de sus "fuerzas de fondo" puede ser la - conclusión lógica de la falta de reconocimiento legal de -- personalidad jurídica a los Fondos. Bien es verdad que hay tesis amplias sobre la noción de aquella que les serían a-- plicables, y, por otra parte, no faltan los partidarios de soluciones híbridas. César Albiñana (225) habla de la com.

---

(221) Estudios jurídicos varios. Centenario de la Ley del-  
Notariado. Vol. I. P.103.

(222) Apariencia y realidad de las sociedades merc. P.94.

(223) Ibidem. P.97.

(224) Notas a la obra de Serick. P.299

(225) Comentarios jurisprudenciales. Rev. de D. Fiscal y -  
Hacienda Pública. 1951. P621 y siguientes.

nidad societaria, situación dinámica, querida, perdurable, voluntaria, que nace con una aportación y que vive a impulsos de la obtención de un lucro superior de lo que los esfuerzos individuales aislados pudieran proporcionar. Recordemos a Jerónimo González, cuando afirma que: "Es inútil que la técnica jurídica se niegue a admitir entre la persona jurídica formada por varios individuos y la comunidad pro indiviso, ningún otro tipo que participe, según los supuestos, de unas u otras características. (226).

Pero, si según hemos expuesto la reglamentación legal de los Fondos ha ido más allá de la personalidad jurídica, hasta la realidad de las propias fuerzas, superando la interpretación propia del ente moral, nos conviene un breve examen de la fuerza operativa de éste, para alcanzar esa trasposición típica de los Fondos de Inversión.

- a) La personalidad jurídica requiere una aportación. En torno a la aportación social, Roca Sastre (227) estima que la persona jurídica no es titular de los bienes aportados. Se da a un fenómeno de comunicación de bienes, siendo la cobertura una comunidad de bienes. Martínez Almeida (228), rebate este tesis diciendo que, en función de los Artículos 390, 400, 1.665, 1.673 y 1.674 del Código Civil, para la aportación es un acto de transmisión onerosa que implica un traspaso del patrimonio del socio al patrimonio social, en forma de un "datio o cesio in soluto". Esta última tesis, que estimamos más ajustada a la realidad, nos demuestra como en el Fondo de Inversión no hay aportación, ya que los partícipes conservan la propiedad de los valores y el dinero y éstos les pertenecen a ellos directamente, no a través de un fondo social.
- b) Frente a cierta imprecisión, el Fondo de Inversión tiene un fin (Artículo 1º de la Orden) y las Sociedades (Artículo 2º de la Ley de 1958; Artículo 2º de la Orden de 5 de Junio de 1964 sobre Sociedades de Inversión), un objeto social. Esto no tiene un mero relieve terminológico, sino que implica un juego bien diverso, como límite de la actividad social en

---

(226) Estudios de Derecho Hipotecario y Derecho Civil, Tomo III. P.362.

(227) Conferencia pronunciada en el Colegio Notarial de Valencia, año 1945, recogida en la Rev. General de Legislación y Jurisprudencia de 1946.

(228) Naturaleza jurídica de la aportación social. Cánones de la Academia Matritense del Notariado. 1947. P.231.

las sociedades y como presuposición o base del negocio o los negocios que implican, en los Fondos de Inversión. Tampoco puede pensarse que en éstos el fin es el peculiar de una comunidad de bienes, no es una simple finalidad de conservación constituyendo la cosa común un fin en sí misma, sino un medio para cumplir el verdadero fin: el compensar los riesgos y los tipos de rendimiento de sus diferentes inversiones. Estamos, pues, mas cerca de las sociedades que de las comunidades. Sin embargo, no hay que olvidar que algunos autores, así Rene David (229) dan una noción de la personalidad jurídica tan extraordinariamente amplia que se puede aplicar a todo supuesto de tipo comunitario. Este autor entiende que la persona social no es una auténtica persona. El asociado no es un tercero para la sociedad, y los bienes sociales no son, respecto al asociado, bienes de otro. La noción de la personalidad jurídica es tan amplia que realmente acudiríamos a fórmulas diversas para explicar con mayor propiedad este fenómeno. Recuérdese que Worthey (230) ha podido decir que "para que una organización de personas físicas pueda tener personalidad jurídica, es decir, que pueda devenir una unidad sujeta de derechos y obligaciones, es necesario que haya una idea directriz, un fin definitivo, la personalidad de los grupos no existe mas que cuando una colectividad presente un interés social porque está animado por un interés digno de ser protegido por el Derecho". Por eso hemos de acudir al aspecto funcional del fin -- del Fondo para destacar su oposición al objeto social. Aquí no limita la capacidad de nadie, no constituye el ámbito de la actividad, sino mas bien la causa de que las partes intervengan en el Fondo, se comprometan a gestionarlo, acepten los depósitos y suscriban las participaciones. La noción continental de causa es análoga a la inglesa de consideración y ésta entraña una idea definida. La necesaria dedicación a tal finalidad para que el Fondo subsista no es sino el juego subjetivo-objetivo de lo que Larenz llama la base del negocio, que es el conjunto de circunstancias cuya existencia presupone debidamente el contrato. (231).

---

(229) La personalidad moral. Ses limites. Etudies de droit comparé de droit international publique. París 1960. P.9.

(230) Ibidem. P. 92.

(231) Base del negocio jurídico y cumplimiento de los contratos. P.37.

- c) La personalidad jurídica supone siempre una modalización de la responsabilidad de las personas que la integran. Desde la simple preferencia de los acreedores sociales sobre los particulares de los socios, - que se da en la sociedad civil (Artículo 1.699), hasta la forma mas perfecta y refinada de la limitación de la responsabilidad por deudas de la sociedad en la sociedad mercantil. En la comunidad, el Artículo 403 del Código Civil prueba que esta separación patrimonial no existe. (232).

De su mismo mecanismo se deduce que los Fondos de Inversión, dada la exclusividad de su objeto y la innecesidad de local, mobiliario, etc., difícilmente puede contraer deudas con terceros. Respecto del depositario y la sociedad gestora, sí se pueden dar tales deudas, ya que a éstos les corresponde percibir una cierta retribución, pero ésta se obtiene a través de la fórmula de una comisión, por lo que tampoco parece puedan darse situaciones de descubierto. A nuestro juicio, el problema puede surgir como consecuencia de que determinados valores de su cartera estén incursos en débitos por dividendos pasivos, ya que del Artículo 4º de la Orden no se deduce razón en contra de que esto pueda ocurrir, al menos excepcionalmente. En este caso la responsabilidad se regirá por lo dispuesto en el Artículo 44 y 45 de la Ley de Sociedades Anónimas. Será frecuente que la entidad acreedora acuda a los procedimientos que pudiéramos llamar reales, como la retención o la venta de los títulos, pero igualmente podría acudir a los medios que implican una acción personal. En este caso, los partícipes del Fondo deberán responder ya como cesionarios, si detentan los títulos, ya, si los tuvieron en el pasado, como cedentes. Se trata de una responsabilidad ligada con la cotitularidad de los partícipes sobre el patrimonio común, y de aquí que haya que relacionarla con lo dispuesto en el Artículo 40. Por tanto se dará una responsabilidad solidaria, así responderán los partícipes sin que el metálico líquido del Fondo constituya un objeto de previa excusión, ya que pertenece también pro indiviso a los partícipes y como tal integra a sus peculiares patrimonios. Si en algunos casos, probablemente la generalidad, tales pagos se realizan en dinero del Fondo por mediación del depositario, esto se debe a la especial calidad de éste como titular de un negocio caracterizado, por tratarse de un negocio administrado y no por una especial afección real.

Hemos visto, pues, que el concepto de personalidad jurídica no actúa operativamente en la estructura del Fondo, -- de ahí que haya un nexo lógico irrefutable para negar la personalidad jurídica al mismo.

Estudiaremos, finalmente, al Fondo de Inversión como -- "universitas", tratando de hallar, en esta vieja pero a la vez moderna figura jurídica, solución a alguno de los problemas que el Fondo de Inversión plantea.

Es la "universitas" una noción muy antigua. En el Derecho intermedio fue la figura que explicó las complejas situaciones colectivas. Rolandino, en su Aurora, (233) habla de la "universitas" concibiéndola como un posible sujeto -- de sus acciones. En sentido análogo se expresa Loser en su clásico "Faros Universitatum" (234). Y nuestro Alonso Pérez de Lara (235), en su "Compendium vitae hominum", habla también de ella como un sujeto de derecho, titular de un patrimonio y que responde de sus propias deudas.

Este viejo concepto entrañaba en sí la misma noción -- gérmen de la persona jurídica.

La doctrina moderna ha vuelto a utilizar la "universi--tas", destacando su individualidad peculiar. Santoro Passarelli (236) destaca: "La trascendencia jurídica de la universalidad manifiesta en que se le aplica una disciplina -- distinta, en parte, de la propia de las cosas singulares -- que la constituyen, de modo que la universalidad se comporta, con ciertos límites, como una cosa con individualidad--propia", y ésto es lo que tiene el Fondo, una cierta individualidad propia.

Puglietti puntualiza más. Para él la "universitas" es un todo unitario, con referencia a una norma jurídica a la -- que debe hacerse remontar la unificación. En nuestro caso, el Decreto de 1964 es esa norma que unifica y organiza, en su compleja estructura, el Fondo común como "universitas".

---

(233) Edición de 1950. P.21.

(234) Citado por de Castro en su trabajo sobre la persona--jurídica. Publicaciones del centenario de la Ley del Notariado, ya citado.

(235) Ibidem. De Castro.

(236) Doctrina general del Derecho Civil, P.66.

(237) Reflexiones sin tema de "universitas". Revista trimestrale de diritto e procedure civile. 1955. P.955.

Santoro Passarelli (238), en contra de la opinión de Pugliati en este punto (239), perfila así la noción de "universitas": "la esencia del fenómeno de la "universitas iuris" reside en la creación, no de un patrimonio de derecho, autónomo o separado, sino en la formación de un centro jurídico independiente, como término de referencia de una serie de relaciones. Este proceso no es una personificación, pero se asemeja a ella, pues opera una unificación de relaciones y también, eventualmente, una separación de las mismas respecto de las otras, de las que son titulares el mismo o los mismos sujetos. Los patrimonios de detino con unidad en función de garantía o de responsabilidad, no agotan las universalidades de derecho, ya que hay complejos de relaciones jurídicas que no se comportan unitariamente por esa razón, pero sí para otros efectos jurídicos, respecto de los que constituyen universalidades. Así las universalidades de derecho vienen a ocupar una posición, casi de transición, entre la categoría de las cosas, o, más genéricamente, de los objetos de derecho, y la categoría de los sujetos.

El Fondo de Inversión puede acogerse en esta noción amplia. Piénsese que se unifica por disposición legal, que lo constituye un patrimonio que se integra y se individualiza, que es un objeto del derecho de propiedad, pero que a su vez canaliza las relaciones obligacionales de custodia y gestión, tiene su propio reglamento y su vida global.

Desechadas las nociones de condominio, patrimonio afectado y personalidad jurídica, la noción de "universitas", según la formulación de la doctrina moderna, puede aplicarse a los Fondos de Inversión. La fecundidad de esta idea solo podrá apreciarse estudiando las concretas relaciones jurídicas que del Fondo surgen.

#### 4.2.3.5 Las relaciones jurídicas del Fondo de Inversión.

Hemos visto al tratar de la constitución de los Fondos de Inversión que éstos envuelven o un negocio plurilateral o una multiplicidad de negocios. Por ello, las relaciones que de él nacen son varias. Sin que pueda olvidarse que en su estudio se debe seguir el consejo de Sconamiglio, confiriéndolas con la realidad social en que se manifiesta (240).

---

(238) Doctrina general del Derecho Civil. P.88.

(239) I rapporto iuridico unis-objetivo. Diritto Civile, P.734

(240) Contributo a la teoría del negocio jurídico. P. 90.

Estudiaremos en primer lugar las relaciones que del Fondo surgen respecto a la sociedad de gestión.

El Artículo 9 del Decreto establece "que a todos los efectos, la dirección, administración y representación de los Fondos de Inversión y de los títulos integrados en ellos, recaerá necesariamente en sociedades gestoras, que habrán de reunir las condiciones que reglamentariamente se determinen". La Orden de Junio determina concretamente estas condiciones. El Fondo ha de ser una Sociedad Anónima. En este mismo sentido se pronuncia el Artículo 4 del Decreto francés de Diciembre de 1957. Así como el Artículo 18 del proyecto suizo. El párrafo primero de la Ley alemana admite la Sociedad Anónima o limitada.

Libonatti (241) se plantea el problema de si este requisito supone la exclusión de sociedades de otro tipo, o simplemente implica que en otro caso no se gozan de los beneficios fiscales. En pro de lo primero, aboga el que solo las sociedades de capital fijo y de publicidad rigurosa gozan de las garantías precisas para asegurar la gestión. Su objeto exclusivo ha de ser la gestión de fondos. Esta expresión rigurosa, concordante con la legislación francesa y suiza, salva la dificultad que plantea el Derecho alemán. En éste se discute si es requisito indispensable que la gestión sea el objeto exclusivo de la sociedad, o es posible que se trate de una sociedad en cuyo objeto, mas amplio, entre tal gestión. Siara y Torman (242) se muestran partidarios de esto segundo, no siguiendo el estricto criterio formal. La ley alemana habla de sociedades que tengan tal gestión en su esfera de negocios, concepto distinto de objeto social. Pero parece mas seguro seguir el criterio dominante en el Derecho comparado, dado lo complejo de la disciplina de estas sociedades, que no puede darse sino cuando las mismas se han constituido para negociar Fondos, pues si no le faltan sus presupuestos funcionales.

Esta sociedad, constituida conforme a la legislación española, ha de tener esta nacionalidad, así como la de los partícipes que reúnan el 50% del capital y los administradores del mismo deben también ser españoles. La razón de estas precauciones no es otra que evitar el que por una forma indirecta se infrinjan las disposiciones sobre participaciones de capital extranjero.

---

(241) Investment Trust. P.641.

(242) Citado por Libonatti en su obra citada. P.641.

Su capital ha de guardar una proporción legal con la cuantía de los fondos. En Alemania se exige que esté enteramente desembolsado. El Artículo 2 de la Orden se limita a exigir que la proporción expresada se dé respecto del capital desembolsado.

Se le habrá de dar la inversión segura que determina la ley, evitando, para salvar incompatibilidades, la adquisición de valores que enajene el Fondo o forman parte del mismo. Dentro de esa finalidad de evitar incompatibilidades, establece que sus administradores no deberán ser los de un banco o caja de ahorros.

La sociedad de gestión, debidamente inscrita en su Registro especial, tendrá una relación íntima y constante con la entidad depositaria. Por ello ha de tener su domicilio en localidad donde ésta tenga oficina abierta.

Con una finalidad parecida, se exige también que las acciones sean nominativas. El Derecho alemán, con mayor rigor, impone en estos casos la autorización de la sociedad para la transmisión de acciones. Parece indudable que en nuestro ordenamiento es posible la inclusión de cláusulas restrictivas de la libre transmisión de las acciones, con tal de que se cumplan los requisitos de publicidad que establece la Ley de Sociedades Anónimas.

Si, como hemos visto, nuestro ordenamiento da una regulación casuística de la sociedad de gestión, guarda silencio sobre el otro término de las relaciones que con ella se dan, los Derechos suizo y Alemán, éste en el párrafo 1º de la ley, se muestran mas explícitos. El gestor actúa en su propio nombre, pero por cuenta de los partícipes. En el Derecho francés, el Artículo 1º del Decreto del 57 es menos claro, pues después de destacar que el Fondo carece de personalidad moral, dice: "En todos los casos en que la legislación de sociedades y de valores mobiliarios implica la designación del nombre y del domicilio del titular del título, así como para todas las operaciones hechas por cuenta de los propietarios indivisos, la designación del Fondo común de inversión podrá válidamente sustituir a la de todos los propietarios".

La Orden de Junio exige en su Artículo 1º, como una de las menciones del Reglamento, la denominación que los promotores acuerden dar al Fondo para diferenciarlo. Esa característica de diferenciación podría estimarse como base previa para que en la gestión se actúe en nombre de un todo unitario, el Fondo, que aparece patente también para los terceros. Pero, por otra parte, al hablar de las obligaciones de la sociedad gestora, atribuye a ésta la repre-

sentación de los partícipes del Fondo. Parece, por tanto, que se actúa no solo por cuenta de los inversores, sino en representación directa de los mismos. La imprecisión de nuestro Derecho en este punto, esencial para la configuración del Fondo, es altamente criticable. Pero, entendido en el sentido que parece mas seguro, hay que destacar con Libonatti (243) que las relaciones con la sociedad de gestión se dan, respecto de cada uno de los inversores, a través de la adquisición del certificado de participación. Cada certificado supone una oferta contractual de la sociedad de gestión y adquiriéndolos los inversores se adhieren a ella aceptándola. Por eso, el Artículo 5 de la Orden habla de que la suscripción del certificado implica la aceptación del reglamento por el que se rige el Fondo. La única peculiaridad que la inversión colectiva como causa del negocio supone, es que no se constituyen una pluralidad de pequeños fondos entre la sociedad gestora y cada inversor, sino un Fondo único (244). Con esto no se quiere negar la existencia de una cierta forma de comunión entre los inversores. Nuestro Derecho habla repetidamente de copropiedad entre ellos.

Al estudiar su naturaleza jurídica, nos hemos referido al condominio, a la comunidad, a la "universitas". Lo destacable es, como señala el mismo Libonatti, (245) que la relación entre sociedad gestora e inversor es individual, en el sentido de que a su constitución no precede ningún acuerdo entre los inversores, ya que su extinción opera también por la vía individual del reembolso de su cuota. Si, como mas adelante veremos, entre los inversores surgen unas ciertas relaciones, pudiéramos estimar que, respecto de la sociedad de gestión y los inversores, se da lo que se denomina una pluralidad de sujetos, claro que, como destaca Hernández Gil (246), cuando existe sin mas una pluralidad de sujetos, rige el principio "concurso partes fiunt" en razón del cual el crédito o la deuda se entiende dividido entre todos ellos. De manera indirecta, el Artículo 1.137 de nuestro Código Civil formula este principio. Se trata de obligaciones mancomunadas que, según el mismo Hernández Gil (247), no suponen una obligación única con varios sujetos, sino que hay tantas obligaciones cuantos

(243) Ibidem. P.624.

(244) Ibidem. P.628.

(245) Ibidem.

(246) Derecho de obligaciones P.91.

(247) Derecho de obligaciones P.92.

sean los sujetos, basados en una conexión externa y económica derivada de que los créditos y las deudas surjan con una finalidad común y consten en el mismo documento.

Hemos estudiado las partes de esta primera relación jurídica y deslindados los elementos personales, vamos a tratar ahora de precisar la naturaleza de la relación negoccial que les liga.

Pudiera pensarse que la sociedad gestora es un órgano de actuación del Fondo, pero para llegar a tal solución -- tendríamos que atribuir a éste, en contra de lo visto, personalidad jurídica.

Moviéndonos en el ámbito de los negocios contractuales, hemos de acudir a los de tipo representativo.

La sociedad gestora, si actúa en su propio nombre pero por cuenta de los inversores, incide en un supuesto de representación indirecta, de mandato no representativo.

El esquema negocial lo configura así Libonatti (248): -- "Cada uno de los inversores confiere un mandato no representativo a la sociedad de gestión para una actividad de inversión en títulos, a fin de que por su cuenta adquiera y venda, readquiriendo y vendiendo de nuevo acciones mobiliarias. Desde el momento de la adquisición de los títulos su propiedad pertenece a los inversores y la legitimación a la sociedad, éste último permite la posterior enajenación por los gestores de los títulos adquiridos.

La consecuencia práctica de todo ello es que la sociedad gestora administra por cuenta de los inversores un patrimonio propiedad de éstos, invertido en títulos.

Es imprescindible estudiar el mecanismo del mandato no representativo. La doctrina italiana lo ha estudiado con todo rigor. Su normación le viene dada, en lo que nos importa, en el Artículo 1.705 del Codice: "El mandatario que actúa en su propio nombre adquiere los derechos y asume -- las obligaciones derivadas del acto concluido con un tercero, aunque éste no haya tenido conocimiento del mandato. -- El tercero no tiene relación alguna con el mandante", si bien el mandante puede sustituir en sus derechos de crédito

---

(248) Libonatti. Obra citada, P.45.

al mandatario, pudiendo ejercitar en igual sentido la acción reivindicatoria. El Artículo 1.706, párrafo 2. establece que "si la cosa adquirida por el mandatario son bienes inmuebles o bienes muebles inscritos en un registro público, el mandatario está obligado a retransferirlos al mandante".

Los autores han interpretado así estos preceptos. Mengoni (249), entiende que el mandatario, en este caso, tiene la legitimación y el poder de disposición sobre el patrimonio de otro.

Para Minervini (250), el mandatario recibe los efectos puramente obligatorios. Carraro entiende que al menos en el mandato para enajenar hay transferencia real al mandatario (251). Pugliatti (252) reconoce eficacia real al mandato para adquirir bienes muebles, pero no al encaminado a la adquisición de inmuebles ni el mandato para enajenar. Esta postura es la defendida por Libonatti (253), quien destaca como en el mandato para adquirir bienes muebles no registrados el Código confiere al mandante legitimación para reivindicar, y si esto ocurre es porque le reconoce la cualidad de propietario de tales bienes adquiridos por su cuenta por el mandatario. Este último razonamiento no deja de tener contradictores como Barbero (254) que concibe esta acción reivindicatoria como una mera "vindicatio utilis". Otros autores piensan que el mandatario es meramente un intermediario, las obligaciones se consolidan en él, mientras el dominio se transfiere inmediatamente (ope legis) al mandante. Tal transferencia automática constituye un efecto natural del mandato (255). Betti estima que en este caso hay una subrogación real, una "cessio legis" (256).

(249) L'Aquisito a non domino.

(250) Il mandato, la comisione, la spedizione.

(251) Il mandato ad alienare.

(252) Relevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta.

(253) Libonatti. Ibidem. P.234.

(254) Sistema istituzionale di diritto privato. Vol. II. 1951, P.434, nº 1.

(255) Minervini. Il mandato, la comissione, la spedizione. I.104

(256) Teoría general del negocio jurídico. P.565.

Pugliatti estima que los efectos del negocio se deben dar en el mandante, dado el papel que los intereses de éste -- juegan en el primero. Se trata de una actividad vinculada a la esfera jurídica y al interés del mandante (257) y precisamente, el que el interés sea extraño al que actúa, opera como fuerza atractiva del efecto jurídico de tal actuación hacia la esfera del titular del interés. Por ello, en el ámbito de los bienes muebles, ha podido decir Pugliatti que la diferencia, en este aspecto, entre la representación directa y la indirecta es "nula o capillare" (258). La interpretación mas avanzada a este problema es la que nos da Rava (259), quien afirma que el mandante adquiere directamente la titularidad del tercero, ya que el interés económico que justifica el contrato del mandatario no es suyo, sino del mandante, y el negocio no es suyo, sino del mandante y del tercero. Estas últimas interpretaciones tienen base firme en la doctrina de la Corte de Casacion de 20 de Mayo de 1951 y 27 de Febrero de 1952.

El esquema del Fondo de Inversión supone esa adquisición en la forma vista, pero, consiguientemente, supone la enajenación de los títulos adquiridos, enajenación que lleva a cabo el mismo mandatario.

El mandatario conserva la disponibilidad de los bienes y puede enajenarlos, ya que al mandato de adquirir sigue un mandato de enajenar, todo ello por cuenta e interés del mandante. A éste se le transferirá, según lo expuesto, la propiedad de los bienes muebles adquiridos, pero pese a esa transferencia "ipso iure", el mandatario podrá enajenar los bienes en base a la posesión que ha conservado, adquiriendo el tercero con el contrato la propiedad de los bienes. Aunque los bienes sean acciones, incluso nominativas, nada cambia, ya que figurarán a nombre del mandatario sin que esto suponga una escisión entre legítima propiedad del documento y propiedad del derecho, sino, como destaca Libonatti (260), un supuesto mas de la distinción entre legitimación y propiedad que parece satisfacer, en este punto, todas las necesidades.

---

(257) La rappresentanza indiretta en la morte del rappresentante.

(258) Relevanza del rapporto interno nelle rappresentazione indiretta. P.832.

(259) Causa de rappresentanza indiretta nelle questo Banca Borsa e Titolo de Credito. 1952. P.249.

(260) Libonatti. Ibidem. P.245.

Es precisamente la noción de legitimación la que nos da la clave para explicarnos el mandato para enajenar. La -- existencia de un derecho subjetivo no es cosa que todos conozcan facilmente. Esto se deriva, como destaca Rava, de -- la naturaleza ideal del derecho subjetivo (261). Importa -- así la apariencia del derecho subjetivo y ésta, como destaca Falzea (262) la tiene quien "de facto" cuenta con la -- disponibilidad del derecho: su poseedor, que está respecto a él en una situación que puede ser conocida de todos. Pero la doctrina mas moderna ha destacado que no se puede hablar de apariencia en general, sino solo en cuanto surge -- la buena fe y hay que proteger al error; no se puede, ha--blar, piensa Monacciani, como de un principio jurídico general.

La publicidad sirve de instrumento de legitimación, -- pues la hace pública. Y la posesión es una forma típica de publicidad. "Il possesso vale titolo" (263), tan solo con -- esto ya basta, es posible que el legitimado sea titular, -- pero esto no ocurre siempre, sobre todo si se basa la legitimación en la buena fe del tercero.

Junto a la noción de legitimación opera la de poder de -- disposición, pero esta es una situación subjetiva, nacida -- de un negocio peculiar y de la ley, sin que esté implicado resalta Libonatti (264), ni en la legitimación ni en la titularidad.

Hay que destacar que la legitimación no es solo útil -- para justificar la adquisición a "non domino", sino tam--bién --y este es su propio fin-- para mostrar a los terceros quién es el titular y facilitar la circulación de los bienes. Asquinisi destaca esto mismo en el ámbito de los títulos de crédito (265). En éstos la legitimación eleva la -- función del documento de crédito a vehículo de su circulación, según regla análoga a la que preside la circulación de los muebles. El poseedor del documento está legitimado, puede exigir la deuda, aunque no por eso deviene propietario o titular del crédito. Este titular podrá ser otro, pero el legitimado, dada su investidura, vale como propietario frente a tercero y al deudor.

---

(261) Legitimazione rappresentanza indiretta.

(262) Apparenza in inciclopedia del diritto. Vol.II, P.682.

(263) Libonatti. P.591.

(264) Ibidem. P. 600.

(265) I Titoli di credito. P.33.

Así el mandatario es un simple legitimado, no es ni propietario de los bienes, ni titular de un derecho de disposición respecto de ellos, pero como tal legitimado puede disponer válidamente de los bienes.

Libonatti resume así su postura respecto del mandato de enajenar que el Fondo de Inversión encierra: "debe excluirse que el tercero adquiera directamente del mandante por el solo hecho de haber contratado con el mandatario. Este, en el caso de los bienes muebles, está investido de la legitimación al haber escisión entre ésta y la titularidad, y el tercero adquiere de buena fe de quien tiene la legitimación!"

Con esta figura del mandato no representativo se elimina la rigidez del esquema de la sociedad, se evita la personalidad jurídica y se permite la adición de la fórmula "open-end", que ha constituido la fortuna del sistema allí donde ha tenido aplicación. Se llega a una solución análoga a la relación fiduciaria, que, como destaca Dernburg, confiere una legitimación plena en lo externo, si bien en su fondo juegan las relaciones internas.

Como muy fácilmente se comprende, todo el interés en esta figura que estudiamos y su posible trasplante a nuestro ordenamiento jurídico, radica en considerar que la sociedad de gestión actúa en su propio nombre, si bien por cuenta de los inversores. Afirmar esto sin más nos parece poco de acuerdo con nuestro derecho constituido, ya que en él se habla de una representación de los partícipes (Artículo 2.º de la Orden), así como se alude a la denominación del Fondo. Parece, por tanto, que la sociedad gestora actúa en nombre de los partícipes, sirviendo la denominación simplificada del Fondo de instrumento para simplificar una representación que, en otro caso, exigiría una enumeración excesiva y variable.

Entendido así el Fondo, a nuestro juicio, en el derecho constituido, no debemos omitir una referencia al derecho constituyente. La actuación del gestor no se reduce a la de un mero apoderado, de aquí el interés de fórmulas, como la expuesta por la doctrina italiana, que llegan, como vemos, a interpretaciones con analogías con el "trust" anglosajón, que ha sido el cauce ideal para cubrir estas necesidades. La solución española peca de simplista, entendiendo con excesiva ligereza unas figuras jurídicas que difícilmente se acomodan a un tratamiento en el que la misma esencia operativa se escamotea en lo que tiene de básica para explicarnos el verdadero y último funcionamiento del Fondo.

Puede estimarse que la sociedad gestora tiene la representación del Fondo. Una representación directa, que tiene su base contractual en el mandato que se perfecciona al suscribir los certificados de participación. Se trata así de una representación contractual, pero su contenido deberá ser al menos el tipificado legalmente.

Es verdad que el Artículo 1 de la Orden habla de la fijación de las normas por las que habrá de regirse la prestación de servicios por la sociedad de gestión y de las normas para la dirección, administración y representación del Fondo y de los títulos en él integrados, que deberán comprenderse en el Reglamento del Fondo. Pero una de las características de la representación mercantil es, como destaca Bergamo (266) la amplia ingerencia legal en la delimitación del contenido del poder frente a tercero. La administración y dirección de las inversiones, la selección de éstas, la distribución de beneficios será contenido mínimo del mandato conferido por cada partícipe. Esta tipicidad se destaca en la uniformidad de las relaciones que surgen de los otorgados por cada uno de los inversores.

Un argumento en pro de la tesis que defendemos es el que nos facilita el Artículo 2, apartado c. de la Orden al decir que la sociedad gestora responderá ante los partícipes del Fondo de todos los perjuicios que se les ocasionen en sus intereses por incumplimiento de sus obligaciones respecto de la dirección, administración, representación del Fondo y de los títulos en él integrados. Una obligación semejante es la expresada en el Artículo 1.718 del Código Civil "el mandatario queda obligado por la aceptación a cumplir el mandato y responder de los daños y perjuicios que de no ejecutarlo se ocasionen al mandante". Pero no olvidemos que en el Artículo anterior del Código Civil se admite el mandato en nombre propio.

También nos sirve como criterio delimitador la diferenciación que la Orden impone al patrimonio del Fondo. Esta diferenciación Bergamo la ve como típica del mandato mercantil, en base al Artículo 234 (267) del Código de Comercio. Si estimamos que la relación entre sociedad gestora y partícipes del Fondo encierra un mandato representativo en el que el propio Fondo juega una función meramente metafórica-

---

(266) Instituciones de Derecho Mercantil. P.146.

(267) Ibidem. P.162.

y simplificativa de expresión, nos podemos plantear algunas dudas.

En primer lugar, si realmente se trata de un mandato, - ya que, por otra parte, juega la relación con el depositario.

Si acudimos a la noción de autorización, vemos que nos resulta insuficiente, ya que, aunque ésta obliga al autorizante, nunca lo hará al autorizado. Aurichio (268) piensa que, en último término, en la autorización puede encontrarse la base y la esencia de todos los fenómenos de la autonomía privada; se trata, pues, de una idea de excesiva amplitud.

La figura del arrendamiento de servicios también pudiera explicarnos la actuación de la sociedad gestora. Libonatti llega a apuntar como criterio posible el entender -- que la sociedad de gestión no es mandataria, sino arrendataria de obra. Este marco institucional nos parece también estrecho. El criterio de la representación, de la actuación puramente jurídica y el de la sustituibilidad, característicos del mandato frente al arriendo, según Castán -- (269), Pérez y Alguer (270) y García Valdecasas (271) parecen destacarse en el Fondo.

Vimos, por otra parte, como el Fondo entraña un acto de comercio y su regulación será mercantil. Por ello, debemos plantearnos si es preciso hablar aquí de comisión y no de mandato.

El Artículo 244 del Código de Comercio, nos da el criterio para diferenciar el mandato mercantil. Será comisión mercantil el mandato cuando tenga por objeto un acto u operación de comercio como lo es la inversión mobiliaria, o sea comerciante alguno de los elementos del contrato, aquí lo es siempre la sociedad gestora, y, sirviendo de criterio auxiliar, diferenciando el de la retribución propia de la comisión mercantil (Artículo 277), frente a la gratuidad civil del Artículo 1.707 del Código Civil. El Fondo se caracteriza por la necesidad de retribución.

- 
- (268) Autorizazione. Enciclopedia del Diritto. Vol.VII P.501.  
 (269) Derecho Civil. Contratos en particular. P.506.  
 (270) Anotaciones a Enneccerus. Tomo II Vol.II P.233.  
 (271) La esencia del mandato. Rev. de Derecho privado. 1944 P. 772 a 774.

El problema fundamental radica en la imprecisión doctrinal del concepto de comisión. Bien es verdad que Garrigues (272), basándose en el Artículo 245 del Código de Comercio entiende que el comisionista puede actuar tanto en nombre propio como en nombre del comitente, criticando con ello - aquel sector doctrinal que pretende diferenciar los conceptos de comisión y mandato mercantil, por el elemento de la representación, que se estima esencial al mandato e incompatible con la comisión. A su juicio, esta posición supone desconocer la progresiva distinción que en el mandato se hace entre éste y la representación. No obstante, no puede olvidarse la opinión contraria sustentada por Bergamo (273) que llega a una auténtica depuración del concepto de mandato mercantil. Este autor lo diferencia de las figuras afines, estudia sus características, define sus elementos y considera su contenido aplicando las reglas propias del mandato civil, e incluso de la comisión mercantil. Pero en todo caso destaca el carácter esencial que define al mandato mercantil, basándolo no solo en la actuación por cuenta ajena, sino también en nombre del mandante.

En trance de tener que elegir entre una u otra postura, no cabe menos que destacar que en último término se trata, hasta cierto punto, de una cuestión puramente terminológica. A menos que se fueren las consecuencias que de ellas caben derivar, y planteados así los términos de la elección, quizás resulte mas adecuada a nuestro ordenamiento la posición de Garrigues, ya que no cabe olvidar los términos estrictos del Artículo 245 del Código de Comercio "El comisionista podrá desempeñar la comisión contratando en nombre propio o en el de su comitente".

Así, pues, la relación jurídica entre el Fondo y la sociedad gestora debe estimarse como una hipótesis de comisión representativa. Entendida así, tan solo habrá que aplicar a este caso concreto las consideraciones que ya antes hicimos sobre la regulación aplicable a los Fondos de Inversión. Ahora vamos a limitarnos a estudiar brevemente algunos de los problemas que plantea esta relación jurídica, - cuya naturaleza jurídica hemos venido estudiando.

La sociedad gestora, conforme lo dispuesto en el apartado b. del Artículo 2º de la Orden de Junio, deberá representar a los partícipes del Fondo en todos los actos que --

---

(272) Curso 2. P.108.

(273) Instituciones de Derecho Mercantil. P. 149 y siguientes.

requieran el ejercicio de los derechos políticos derivados de sus participaciones en el Fondo. Entre éstos destaca, -- por su importancia, el derecho de voto. En el ejercicio de esa facultad representativa actúa la sociedad libremente, -- pero no se puede olvidar la reglamentación que la ley de -- Sociedades Anónimas impone en cuanto al ejercicio por otro del derecho de voto. Ya antes, al hablar de este mismo problema en las Sociedades de Inversión, hemos estudiado los posibles medios para intentar salvar las dificultades que el Artículo 60 de la Ley de Sociedades Anónimas supone, al exigir apoderamiento expreso para cada junta. Allí acudimos a la fórmula de la representación legal, aquí, parecemas atinado movernos en el campo del apoderamiento voluntario. Como hemos repetido con insistencia, cada inversor ratifica su apoderamiento especial en favor de la sociedad gestora, pero es conocido que una de las características -- de la representación mercantil, como resalta Bergamo (274), es la tipicidad legal del contenido de la representación mercantil y dentro de ese contenido ineludible, en este caso, deberá ir el ejercicio del derecho de voto, ya que esta actividad, por necesidades institucionales ha de competir a la sociedad gestora. Como puso de relieve Libonatti (275), la base sociológica de esto radica, precisamente, en que uno de los fines del Fondo es el que los títulos de su patrimonio sean administrados por técnicos bursátiles, en vez de por pequeños ahorradores.

Junto a esta representación en el ejercicio de los derechos políticos, el mismo derecho representativo incumbe, -- en base a idéntico precepto, en cuanto a los derechos económicos. Respecto al ejercicio de éstos por la sociedad gestora, hay un punto especialmente interesante y es la oportunidad económica de las medidas a adoptar. En este punto se impone la misma ratio del Fondo de Inversión, ya que la sociedad gestora debe tender, mas que a la prosperidad económica de las empresas en que está interesado, a que los inversores logren el mayor beneficio posible. No cabe olvidar que el Artículo 7º de la Orden impone preceptivamente la distribución obligatoria de cuantos beneficios se obtengan.

Como límite a la facultad que la acción gestora tiene -- de representar al Fondo, no puede olvidarse que fuera de -- su fin no cabe que obligue a los partícipes.

---

(274) Ibidem. P.147.

(275) Libonatti. P.652.

Una cláusula contraria a ésto, incluida en el reglamento - del Fondo, o que se acoge en él en una posterior modificación, debe estimarse ilegal.

Finalmente, para completar el esquema de la relación - que estudiamos, debe aludirse a la obligación (Artículo - 8º de la Orden), impuesta a la sociedad gestora de redactar sucesivos balances, fijar el valor de las participaciones, elaborar el programa de inversión, etc.

La segunda de las relaciones jurídicas que en el Fondo surgen se da entre los partícipes y el depositario. Podrá ser depositario, dice el Artículo 3º de la Orden de Junio, cualquier banco o banquero, así como el Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro o cualesquiera de las cajas - de ahorro que de él dependan. Esta es la tónica general - del derecho comparado en Alemania, Francia, o Suiza, en - donde se exigen parecidos requisitos. Estas relaciones -- que se den aquí serán bancarias.

Pudiera hablarse aquí, en primer lugar, de una relación también de mandato o comisión. Hasta cierto punto pudiera pensarse que la función representativa se ejerce en parte por la sociedad gestora y en parte por el depositario. -- Piénsese que el Artículo 3º, apartado d. de la Orden incluye entre las facultades del depositario efectuar por - cuanta del Fondo las operaciones de compra y venta de valores y cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos. Sin embargo, resulta mas acertado configurar esta relación como un complejo depósito bancario. (Así se establece en cuanto a los haberes líquidos del Fondo e -- igualmente en cuanto a sus valores). Se trata de un depósito en cuenta corriente por su objeto, del tipo a que Garrigues (276) llama un depósito de uso.

En cuanto al depósito de dinero, se trata, según lo -- dispuesto en el Artículo 3º de la Orden, de imposiciones - a la vista. Como el mismo Garrigues ha destacado, los depósitos de dinero a la vista que practican los bancos se - separan tanto de los rasgos clásicos del depósito, incluso del depósito irregular, que vienen a constituir realmente una figura jurídica sustantiva, basada en una relación típicamente fiduciaria, que se caracteriza porque en ella se dan las siguientes notas:

---

(276) Contratos bancarios. P. 375.

No se impone la obligación específica de custodia, aunque a juicio de La Lumia (277) esta obligación de custodia sí se da, manifestándose en la necesidad de mantener una cierta liquidez bancaria, como dispone en nuestro ordenamiento el Artículo 180 del Código de Comercio.

El depósito encierra una doble disponibilidad, de una parte a favor del banco, de otra a favor del depositario.

Junto al depósito de dinero se da el depósito abierto de títulos valores. Respecto de éste, el Artículo 3º de la Orden, impone al depositario una serie de obligaciones derivadas, suscripciones, cobros, pagos, etc. Esto, como destaca Garrigues (278) es típico de esta suerte de depósito, en el que lo esencial no es la restitución de la cosa consignada, sino la custodia activa. Por ello Endemann habla en este caso de arrendamiento de servicios. Lehmann, de negocio combinado y La Lumia (279), de negocio de doble causa, depósito-retribuido y a la vez arrendamiento de servicios. En nuestro Derecho nos puede servir de criterio el sustentado por los Estatutos del Banco de España, cuyo artículo 8º habla en este caso de depósito, en el que lo esencial es la obligación de custodia, siendo lo demás puramente accesorio. La hipótesis del Fondo presenta analogías con lo que el Artículo 10º de tales Estatutos denomina "Cuenta corriente de valores mobiliarios". Puede pensarse que se trata de un depósito colectivo, ya que titular del dinero y los valores depositados será el Fondo de Inversión, es decir, en último término, sus partícipes. En este punto hay que destacar también, como ya hicimos al hablar de la sociedad gestora, la importante omisión que ha sufrido sobre el particular nuestra regulación de inversiones.

Es cierto que se habla de cuenta del Fondo, de depósito del Fondo, pero realmente parece que se trata de una simple figura literaria. Lo mismo que antes hablamos respecto de la singularidad del mandato, de la mancomunidad en la gestión, cabe ahora decir en cuanto a las relaciones de depósito.

Una consideración especial merece el estudio del contenido del depósito en el caso que estamos viendo.

---

(277) Corso de scienza diritto bancario.

(278) Contratos Bancarios, P.419.

(279) Obra citada. P.193.

El depósito implica una obligación primordial de conservación. El depositario no debe servirse de los títulos depositados, (Artículo 1.767 del Código Civil), si bien el Artículo 308 del Código de Comercio impone ciertas actuaciones positivas al banco, pero siempre sin servirse de los títulos en provecho propio. Entre los actos conservativos del Artículo 308, destaca Garrigues (280) que no puede incluirse el derecho de voto. Aquí, naturalmente, tal derecho le está conferido a la sociedad gestora del Fondo. Se impondrá el cobro de intereses, pago de dividendos pasivos verificación de suscripciones preferentes, y, en último término, la restitución bien de los mismos valores que hubiere recibido, bien de los que le sustituyen.

El Artículo 3º de la Orden habla, en su apartado b., de recibir los valores del Fondo y constituirlos en depósito, garantizando su custodia. Esta garantía de la custodia, pudiera pensarse que impone al depositario la obligación de prestar caución suficiente, pero mas bien puede pensarse que se trata simplemente de una fórmula un tanto imprecisa de resaltar el aspecto activo de la custodia.

Majello (281) destaca el aspecto sustantivo de la custodia en el contrato de depósito, concibiéndolo como un deber de protección, autónomo respecto al deber de restitución. No se trata de preservar la obligación de restituir (prestación), sino de preservar a la misma cosa depositada.

No puede estimarse acertada la tesis de aquellos autores que opinan que la custodia peculiar del depósito no es una obligación contractual, sino un mero criterio de responsabilidad. Resulta muy superficial estimar con Balbi que lo que caracteriza al depositario frente al vigilante no es sino la posesión que aquel detenta, o con Tunc opinar que el depositario no tiene una obligación de diligencia, sino una mera obligación de resultado.

Así, en esta función de resaltar su significado, se puede entender la referencia legal a la garantía de la custodia, garantía que cubre la responsabilidad peculiar del banco depositario, responsabilidad que, como destaca Garrigues, (282) se extiende a los supuestos en que falta la obligación activa por falta de cobros, ausencia de comunicaciones obligadas, etc.

---

(280) Contratos bancarios P.419.

(281) Custodia de depósito. P.74.

(282) Contratos bancarios. P.477.

También pudiera tomarse esta referencia a la garantía de la custodia, como una disposición legal proscribiendo toda cláusula exonerativa de responsabilidad por parte del depositario en estos supuestos. El valor de estas cláusulas, en todo caso, es dudoso. Garrigues (283) las admite, excepto en aquellos supuestos en los que exoneran de la responsabilidad por dolo o culpa grave. De Castro (284) se muestra más riguroso. Precisamente para acentuar tal rigor, pudiera pensarse que ha incluido nuestro ordenamiento el precepto que comentamos. El depósito será retribuido y esta retribución la marcará como mínima por las tarifas bancarias vigentes.

En tercer lugar, cabe referirse a las relaciones que se dan entre la sociedad gestora y la entidad depositaria. Libonatti (285), destaca como la función de las dos entidades Banca y sociedad de gestión, deben ser siempre estrictamente colegiadas. Esto se destaca en su construcción, teniendo en cuenta que el depósito se hace a nombre de la sociedad gestora, cosa dudosísima en nuestro Derecho. Pero, en todo caso, no podrá la Banca proceder a ninguna operación sin que concurra la decisión de la sociedad de gestión.

Es cierto que, según destacan Siera y Torman, en Alemania caben actitudes abusivas de la sociedad de gestión y por ello podría pensarse como más ventajoso que la titularidad de los valores correspondiera a la Banca, dando el gestor tan sólo las instrucciones directivas.

En nuestro Derecho, y pensando que la titularidad siempre permanece en los partícipes, la dualidad gestor-depositario cubre a satisfacción las necesidades de garantía. Por ello se encomienda al depositario asumir la función de vigilancia ante los partícipes, observando que las inversiones se realizan de acuerdo con el reglamento del Fondo y atendiendo a los valores comprendidos en la relación publicada por la sociedad gestora.

La función fiduciaria, que indudablemente desempeña el depositario, se destaca también en la certificación, que al final de cada ejercicio económico ha de expedir acreditando que la sociedad gestora ha cumplido el reglamento en lo referente a los valores y a la distribución de resultados.

---

(283) Contratos bancarios. P.439.

(284) Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las leyes. Anuario de D. Civil. 1961. P.295.

(285) Ibidem. Libonatti. P.623.

Finalmente, en cuarto lugar, vamos a estudiar las relaciones que surgen entre los partícipes del Fondo.

Ya hemos hablado de la individualidad de la relación entre cada partícipe, la sociedad gestora y el Banco depositario, pero esta individualidad no está reñida con una cierta conexión entre los inversores. No se puede olvidar que nuestro Derecho habla reiteradamente de copropiedad de los partícipes. Bien es verdad que Libonatti destaca que esta situación se trata mas bien de una "comunio incidens", señalando que en todo caso la relación entre gestor e inversor permanece como individualizada. En el Derecho comparado, así en Alemania, se establecen las reglas por las que se pueden adoptar determinados acuerdos por la asamblea de inversores. A un supuesto de este tipo se orienta la disposición del Artículo 1º, apartado 2º, de la Orden, al aludir a la posible inclusión en el reglamento de las circunstancias de forma de llevar a cabo la modificación del mismo.

Senn (286), en un esfuerzo doctrinal para llegar a una precisa configuración del Fondo de Inversión, lo concibe como unas cuentas en participación. Es cierto que, como él reconoce, y en nuestro Derecho establece el Artículo 241, lo normal es que dichas cuentas se gestionen por uno de los interesados en la participación, pero este autor estima posible confiar la gestión a un tercero.

Pudiera pensarse que las cuentas en participación nos pueden servir para explicar la relación que existe entre los inversores, pero para ello nuestro Derecho positivo ofrece una doble dificultad: En primer lugar, las cuentas en participación solo se pueden dar entre comerciantes (Artículo 139 del Código de Comercio), aunque Langle (287) critique este requisito. En segundo lugar, el Artículo 241 impide que en ella se adopte una razón comercial común a todos los partícipes, mientras que en el Fondo de Inversión se impone como preceptiva una denominación peculiar y, en cuanto a lo primero, los inversores no tendrán nunca, por ese solo título, la cualidad de comerciantes.

Del mismo modo que, al hablar de la constitución del Fondo de Inversión, destacamos la analogía de este negocio con la emisión de obligaciones, es posible destacar ahora-

---

(286) Obra citada. P.272.

(287) Las cuentas en participación. Previsiones contra sus peligros. Rev. General de Legislación y Jurisprudencia 1945. P.394 y siguientes.

la indudable semejanza entre la relación que une a los partícipes en el Fondo de Inversión y la que liga a los obligacionistas integrándolos en un sindicato. Ambos son titulares de relaciones negociales individualizadas, y en el uno y en el otro se da una comunidad de intereses, de gestión y de vigilancia, indudable. Pensemos que, igual que en el sindicato de obligacionistas el comisario vigila la legalidad del negocio, en el Fondo de Inversión el depositario realiza una misión plenamente análoga.

En base a ésto, las construcciones que nos explican la naturaleza del sindicato, nos pueden dar la clave de las relaciones que ligan a los partícipes inversores entre sí. Arrillaga (288) enumera diversas teorías. Thaller piensa que el sindicato constituye una verdadera sociedad civil. Pero, como destaca Garrigues, en nuestro Derecho no hay sociedades latentes, sino tan solo potentes. Los que opinan que se trata de una sociedad mercantil tropiezan con la dificultad de que en el sindicato se carece de capital social, y del Artículo 116 del Código de Comercio se deduce lo ineludible de una puesta en común de bienes. Para que estimáramos justo el criterio de otros al apreciar en este caso la existencia de una asociación, deberíamos olvidar lo que destaca Palá Mediano al decir que es dudoso sea posible una asociación de fin económico, y mucho mas una asociación tácita entre personas desconocidas y aisladas.

La jurisprudencia francesa anterior al Decreto de 1935, se pronunció a veces considerándolo como una variedad de mandato tácito y recíproco. Esta construcción, un tanto forzada, parece difícil de admitir, dado lo anómalo que resulta que el mandato no se confiera a una persona determinada. Rodríguez y Rodríguez, así como la legislación suiza y mejicana, estiman que se trata de una comunidad de acreedores. La resolución de 18 de Noviembre de 1908 de la Dirección General de los Registros y del Notariado, declara que "la emisión de obligaciones pone en circulación títulos de crédito, garantizados por un derecho real, que se constituye a favor de la colectividad de los tenedores y poseedores de tales documentos y no al de cada uno de ellos separadamente". Esta teoría de la comunidad, que tiene mucho de atinada, ha sido superada por la mas moderna, que concibe el sindicato como una masa o agrupación legal. Esta es la postura corriente en Francia e Italia.

---

(288) Emisión de obligaciones y protección de obligacionistas. P.170.

Valeri se expresa así: "La organización de los obligacionistas ha recibido de la ley la estructura mas simple posible, sin el armazón inútil de la persona jurídica o de la autonomía patrimonial. No es sino la expresión de la comunidad de intereses existentes entre sus componentes". Esto mismo, piensa Arrillaga, es aplicable al sindicato de obligacionistas de que habla el Artículo 113 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Y esta misma tesis de la masa o agrupación legal puede aplicarse a la reunión de los partícipes en el fin. Esta surge "ex lege", en cuanto al suscribir el certificado --- los inversores no vienen a ningún acuerdo recíproco. Carece de personalidad jurídica y su posible autonomía patrimonial es, como vimos, bien limitada.

Antes, al hablar de la naturaleza jurídica del fin, aludimos a su configuración como "universitas", entendida esta noción en el moderno sentido que le da Santoro Passarelli. Esta tesis no es contradictoria con la que aquí exponemos. En la "universitas" predomina su aspecto real, y en lo obligacional, sus relaciones frente a terceros. Entenderla como una agrupación legal es considerar preferentemente, como aquí hacemos, las relaciones internas que ligan a los partícipes que la integran.

#### 4.2.3.6 Las participaciones del Fondo de Inversión: su naturaleza.

El Artículo 7º del Decreto de 4 de Mayo de 1954 habla de "un conjunto de valores mobiliarios y dinero pertenecientes a una pluralidad de inversores, que tendrá sobre los mismos un derecho de propiedad, representado por un certificado de participación". Desarrolla este principio el Artículo 5º de la Orden de 5 de Junio: "a) El patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones de iguales características, sin valor nominal, que confieren a sus propietarios un derecho de propiedad sobre el mismo, ajustados los términos que se requieran legal y contractualmente. b) Las participaciones en el patrimonio del Fondo estarán representadas por certificados".

Ya antes, al hablar de la naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión, hemos estudiado la configuración y estructura de las participaciones en el patrimonio. Ahora vamos a ocuparnos del aspecto puramente formal de la cuestión, de la incorporación de este derecho de los partícipes a certificados representativos del mismo.

Estos certificados serán títulos valores, ya que reúnen los caracteres de la definición, ya clásica de Garrigues (289) de título valor: "un documento sobre un derecho privado, cuyo ejercicio y cuya transmisión están condicionados a la posesión del documento".

El derecho de copropiedad sobre el Fondo es un derecho privado y su ejercicio, así como su transmisión, son inseparables de la tenencia de los certificados. Se trata así de títulos valores. Caracterizando sus notas como títulos valores, hay que destacar:

- a) Que se trata de un título constitutivo, ya que el derecho surge con el título. Así el Artículo 5º de la Orden dice: "que la suscripción de las participaciones implicará la aceptación del reglamento por el que se rige el Fondo, es decir, supone la constitución plena del complejo de derecho del partícipe" (Artículo 5º, apartado b.).
- b) Se trata de un título legitimador, ya que no puede pensarse en ejercitar los derechos sobre el patrimonio del Fondo sin poseer las certificaciones de participación. Así el Artículo 3º de la Orden, apartado h. puede hablar de: "pagar los beneficios de las participaciones en circulación", es decir, a aquellos cuyos certificados se posean por los distintos partícipes.
- c) La función traslativa, propia de los títulos dispositivos, se da en estos certificados. El Artículo 5º, apartado f., establece que: "los certificados de participación serán transmisibles en las mismas condiciones que la legislación vigente establezca con carácter general para los valores mobiliarios". Y la transmisión de los certificados implica, naturalmente, la transferencia del derecho.

Un problema interesante es la configuración de estos certificados dentro de la clasificación de los títulos valores (290) en jurídico-personales, jurídico-reales y jurídico-obligacionales. El certificado atribuye la calidad de copropietario del Fondo.

---

(289) Contratos bancarios. P.100.

(290) Contratos bancarios. P.101.

Se trata, pues, de una relación de propiedad. Parece a primera vista que se trata así de un título jurídico real, -- conforme a la definición de Garrigues (291) "aquellos que atribuyen al titular una dominación real sobre una cosa". -- Pero la cuestión entraña mayor complejidad, porque la tenencia del certificado atribuye a su titular las múltiples relaciones jurídicas que se enumeran en la Orden de Junio como facultades y deberes de la sociedad gestora y el depositario con relación a los partícipes. No creemos forzado apuntar que la cualidad de partícipe del Fondo, incluida en la trama jurídica que la ley configura como consecuencia de la suscripción de un certificado, es algo más que un derecho de propiedad, es algo análogo a la cualidad de socio. Es decir, una situación jurídica, conforme opina -- Garrigues (292), o una relación jurídica, según argumenta Girón Tena (293). Se trata, pues, en alguna medida, de un título jurídico-personal, que atribuye la cualidad de partícipe y de contítulo jurídico-obligacional, ya que configura especiales y separadas relaciones contractuales, de administración y custodia, con la sociedad gestora y el depositario, si bien destaca indiscutiblemente su naturaleza jurídico-real.

Podría pensarse en este aspecto que nos encontramos ante un título de tradición, permitiendo disponer de los valores del Fondo en la cuota propia, como si tuviere su posesión. El carácter de la participación como cuota de condominio -- "latu sensu" desfigura este aspecto, ya que, realmente, -- no vale para transmitir los concretos títulos que integran el patrimonio, con la función de facilitar la "traditio ficta" propia de los llamados títulos de tradición. La analogía, no obstante, es grande con los títulos representativos de depósitos colectivos, configurados por el Artículo 31 del Decreto de 22 de Septiembre de 1917, respecto de -- los almacenes generales de depósito, en los que los depositantes tienen una copropiedad por fracciones sobre las cosas objeto del contrato. Si bien, a efectos de las transacciones sobre los productos depositados, éstos tendrán la consideración de cosa cierta y determinada en los actos y contratos realizados mediante los resguardos emitidos (294)

---

(291) Contratos bancarios. P.101.

(292) Tratado de Derecho Mercantil, 1, vol. II. P.915.

(293) Derecho de Sociedades Anónimas. P.60.

(294) Curso de Derecho Mercantil, 2. P.167.

Pero la diferencia es de fondo, ya que en estos depósitos colectivos los depositantes tienen derecho a la devolución de otro tanto de igual especie y calidad. En el Fondo de Inversión los partícipes no tienen derecho a títulos concretos, sino a la cuota, que en vía de reembolso o de liquidación, les corresponde.

Tanto en el Decreto como en la Orden se habla de participaciones de participación o participaciones. El Derecho español utiliza una terminología idéntica a las sociedades de responsabilidad limitada. La doctrina, en la exégesis de este texto legal de 17 de Junio de 1953, se ha planteado la posible relación entre la cualidad de socio y la participación social. Para Madríguez (295), la cualidad de socio se atribuye por una relación personal y directa con la sociedad, y la determinación de quienes son los socios no se realiza a través de una participación social en una forma mediata. Se trata de dos conceptos, socio y participación social, autónomos con su significación propia, que no admiten la subordinación del uno al otro. Llega así la incorporación del Derecho al título-valor, con todas las ventajas de tal incorporación, acudiendo a la vía de la inscripción registral de las sucesivas transcripciones. Hay que pensar que, aunque la cualidad de socio se mide por las participaciones sociales, hay derechos y obligaciones (Artículo 10), así como responsabilidades (Artículo 9) que son independientes de la participación social. Por ello puede estimarse preferible hablar de transmisión de la cualidad de socio que de la participación social.

González Encríquez (296), en contra de la opinión anterior, dice que la condición de socio de la sociedad de responsabilidad limitada, no resulta de una vinculación inmediata al contrato social, sino de la titularidad sobre una parte del capital, como entidad patrimonial autónoma que se interfiere entre la sociedad y el socio, y que matiza la posición de éste. No hay, pues, la escisión que señala aquel otro autor. De otra parte, destaca Uría, la expresión del Artículo 1.º de la Ley de Sociedades de responsabilidad limitada no debe entenderse en su literalidad ("no se incorporarse a títulos negociables"), pues, pese al carácter "intuitu persone" de estas sociedades, este carácter no es tan fuerte como para negar el principio general de negociabilidad de los bienes.

(295) Transmisión de participaciones de responsabilidad limitada. Rev. de D. privado. 1955. P.246 y siguientes.

(296) Concepto y régimen de las participaciones sociales en la Ley de las S. de responsabilidad limitada. Rev. de D. privado. 1956. P.911 y siguientes.

Toda esta descripción doctrinal, mas allá de nuestro objeto, tiene por fin destacar cómo tal analogía apuntada es meramente terminológica. La participación del Fondo define la parte del titular en el patrimonio, en los frutos, en su liquidación. Es por esencia, como veremos, un título negociable. La cualidad de partícipe del Fondo no puede surgir sino de la tenencia del certificado, ya que en la escritura constitutiva los partícipes ni figuran en ella, ni aportan bienes, ni formulan, por sí o debidamente representados, ninguna declaración de voluntad.

Aunque no concebamos al Fondo de Inversión, conforme vimos, como una comunidad o copropiedad en sentido estricto, la participación tiene algo de cuota comunitaria, precisamente su calidad de parte alícuota del patrimonio del Fondo. Ello explica que el Artículo 5º de la Orden determine que los certificados carezcan de un cierto valor nominal y se computen por el suyo real, como resultante de dividir el patrimonio del Fondo por el número de participaciones que lo integran. Y es que, como destaca García Granero (297) el concepto de cuota es imprescindible en toda relación de cotitularidad. Es una necesidad conceptual mas que institucional.

Los certificados pueden ser nominativos o al portador. Esta diferencia en cuanto a la ley de la circulación tiene su importancia respecto del tráfico de participaciones. El Artículo 5º de la Orden, apartado f., dice: "Los certificados de participación serán también transmisibles en las mismas condiciones que la legislación vigente establezca con carácter general para los valores mobiliarios".

Si los títulos son nominativos, se hará la constancia de la transmisión en el libro registro que suponemos estará a cargo del depositario, aunque nada se dice, y mediante los extractos de inscripción y el acta de transferencia, la transmisión se entenderá cumplimentada (298). En el supuesto de certificados al portador, la transmisión del derecho se realiza por la simple tradición del documento (Artículo 545, nº 2), si bien, a partir del Decreto de 19 de Septiembre de 1936, se impone también en este caso la intervención de Agente de cambio, Corredor de comercio, Interpreté de buque o Notario, para la transmisión y negociación de valores industriales o mercantiles.

---

(297) Cotitularidad y comunidad. Rev. crítica de Derecho Inmobiliario. 1946. P.230.

(298) Contratos bancarios. 103.

Esta norma ha sido ratificada por el Artículo 3º de la Ley de 23 de Febrero de 1940, que ha dado carácter de estabilidad a lo que inicialmente tuvo una mera finalidad transitoria y de urgencia. La intervención de agente mediador oficial o de notario público, opina Garrigues, condiciona la adquisición válida del título al portador, mas no el ejercicio incorporado a él, en el sentido de que sea preciso -- en cada caso para poder ejercitar ese derecho la exhibición no solo del título al portador, sino del documento de transmisión intervenido por alguno de estos bedatarios. ( )

Si es posible la transmisión plena de los certificados, lo es también su transferencia a efectos limitados. Cabe -- su usufructo, ya que reúne los caracteres que Garrigues -- destaca como imprescindibles para ello, conferir no es un simple derecho a una prestación única, sino un derecho de carácter permanente que atribuye algún fruto (300).

También puede pensarse posible su pignoración. En contra de este tesis, cabe aducir lo expresado por el Artículo 4º apartado g. de la Orden: "Los títulos integrantes del Fondo no podrán ser pignorados...". Pero esta prohibición se aplica a los títulos de su patrimonio, no a los certificados representativos del mismo. Claro que podría aducirse -- de cierta función de sustitución o subrogación de aquellos por éstos, pero la ratio del precepto no apunta en esta dirección sino a evitar el perjuicio del patrimonio mediante pignoraciones desfavorables. El perjuicio de partícipe, que es el que puede causar la pignoración de los certificados, no le afecta a la normativa del Fondo. A ella le preocupan solo los problemas que origina la inversión colectiva -- y el posible perjuicio de sus derechos individuales por abuso de las fórmulas de pluralidad.

Dentro de este tráfico de los certificados del Fondo, -- hay que destacar la ausencia de toda limitación en cuanto a su titularidad, por razones de nacionalidad o residencia. El motivo de este régimen tan liberal, dentro del encuadre un tanto rígido de nuestra legislación sobre inversiones -- extranjeras, se debe a que el peligro de control, dominio, concurso o monopolio que se trata de evitar con este último, se logra ya, tanto para españoles como para extranjeros, por las normas sobre distribución especializada del -- patrimonio que para su inversión impone el Artículo 4º de la Orden.

---

(299) Contratos Bancarios. 107.

(300) Contratos Bancarios. 112.

Es posible que un solo certificado agrupe varias participaciones a voluntad del adquirente, que gozará en todo momento del derecho de hacer desglosar el título así como unidad para facilitar su venta o reembolso. Se trata, pues, de participaciones acumulables, al estilo de las de la sociedad de responsabilidad limitada. Si en éstas la doctrina, -- así Madrudejos y González Enríquez (301), han dudado del -- sentido de tal acumulación y la posibilidad de enajenación--separada de cada una de las pertenecientes a un mismo partí--cipe, tales confusiones no caben en los Fondos. La acumula--ción no solo es personal, varios por partícipe, sino formal varios por certificado y su desglose es siempre posible para facilitar la transmisión o la separación del copartícipe.

Los certificados han de reunir unos ciertos requisitos --formales, exigidos por el Artículo 5º de la Orden. Llevarán un número de orden, circunstancia de relieve para conocer, --computando las emitidas y las reembolsadas, el valor de cada cuota respecto del total. El libro-talonario, en cuya ma--triz constará el número de participaciones que comprenden, --completarán esos datos con el mismo fin, teniendo en cuenta que un solo certificado puede comprender varias participa--ciones. La consignación en los títulos de las circunstan--cias esenciales del reglamento de gestión, es consecuencia de la naturaleza de la escritura constitutiva como mera o--ferta contractual, que deberán conocer los contratantes, --sin que baste, para asegurar este conocimiento, la mera re--ferencia a los datos generales de la escritura y sus ins--cripciones. Resulta revelador el que en los certificados ha de constar la firma de un administrador de la sociedad ges--tora, pero puede ir estampillada, mientras que el apoderado del depositario ha de firmar con poder bastante, sin que --sea precisa mención alguna del partícipe. La firma con estam--pilla carece de la autenticidad para suscribir la declara--ción de voluntad, ya que ha podido fabricarse con otro fin y tiene tan solo un mero valor identificador.

La razón de que la sociedad gestora pueda firmar de tal--modo los certificados, no es otra que en el acto de la sus--cripción ella no emite ninguna declaración de voluntad. Es--un mero apoderado --en cierto sentido-- de los partícipes, --que por la suscripción se le confiere tal poder, y en el a--poderamiento no se precisa acepte el mandatario. Aceptación que, por otra parte, fue formulada "a priori" en la escritu--ra constitutiva.

---

(301) Contratos Bancarios: P. 118 y 254.

La firma de la entidad depositaria se exige, en cambio, -- que se estampe por apoderado con poder bastante. La razón es bien sencilla. El depositario por la suscripción recibe una cantidad de dinero que ha de custodiar en una forma -- muy "sui generis" de depósito. Pero se liga con obligaciones, deberes o responsabilidades con el partícipe, de aquí que quien obliga al depositario deba tener legitimación y capacidad para ello.

El partícipe no firma el certificado, su suscripción es real entrega del precio contra el título y la tenencia de éste no es signo que exterioriza la suscripción, sin perjuicio de la necesaria formalización de la póliza de suscripción por agente o corredor.

El precio de la suscripción en el momento de la constitución del Fondo es el de mil pesetas. En la emisión de obligaciones, la doctrina, piénsese por ejemplo Arrillaga, se esfuerza en argumentar en pro de la posible constancia del importe de las obligaciones en moneda extranjera a efectos estabilizadores, esta función sería inútil en los Fondos de Inversión, ya que en éstos el precio de las mil pesetas solo cuenta en el momento de la constitución del mismo. Mas tarde, el importe de la cuota será el que resulte de la valoración del patrimonio del Fondo, lográndose con ello una estabilización equilibrada, al menos con la oscilación de la Bolsa.

#### 4.2.3.7 Vida y liquidación de los Fondos de Inversión.

Son pocos los problemas jurídicos, aunque no así los económicos que plantea la cartera del Fondo.

El Artículo 4º de la Orden viene a determinar los requisitos que han de reunir los valores que la integran, fijando su proporción, la necesidad de que se trate de títulos cotizables y de empresas que hayan aprobado al menos su balance, con las excepciones que en el mismo precepto se marcan. Igualmente se fija la proporción en que el Fondo puede interesarse en el capital de una sola sociedad, y en el tanto por ciento que pueden alcanzar los títulos de una sola empresa dentro de la totalidad de la cartera del Fondo. La analogía sustantiva con las normas, ya estudiadas, de la Sociedad de Inversión, es patente.

El Artículo 6 establece los criterios para valorar los títulos que pertenecen al Fondo. Una variación de importancia presenta este precepto respecto de la normativa de la Sociedad Anónima.

En éstas el Artículo 104 determina que los títulos que se cotizan en Bolsa figurarán en el balance, a tipo no superior a la cotización oficial media en el último trimestre del ejercicio económico, si bien en casos especiales, y creando una cuenta peculiar de regularización, se permite que el valor que se les asigne sea incluso el de adquisición. Este valor es el que, en todo caso, se computa en el Fondo de Inversión.

En el supuesto de que varios títulos de una entidad emisora sean de la misma naturaleza y de idénticos derechos económicos y políticos, se harán figurar en una sola rúbrica, cualquiera que sea la fecha y cambio de adquisición. Pudiera dudarse si la expresión en una sola rúbrica tuviera un alcance meramente de contabilidad formal, pero, de lo que el mismo Artículo 6º dice en su apartado c. "Los precios medios de coste, estimados en la forma señalada anteriormente", se deduce que la expresión en una sola rúbrica tiene solo trascendencia en el ámbito de la contabilidad material, y que la medida de los precios de adquisición será la que se compute para llegar al valor real de enajenación.

Dentro de las distintas teorías que tratan de explicar la naturaleza jurídica del derecho de suscripción preferente, la ley se pronuncia con indecisión. José Luis Álvarez (302) nos resume estas teorías. Algún autor como Montesori (303) entiende que el derecho de suscripción preferente es tan solo un derecho de preferencia que se le confiere al accionista en el negocio de suscripción.

Ascarelli, con mas precisión (304), considera que se trata de una facultad atribuida "ab origine", a los mismos accionistas. Esta misma posición es la que sigue el Tribunal Supremo en una Sentencia de 1947. Santai (305) entiende que se trata de un mero producto de las antiguas acciones.

Bouthelie (306) considera mas bien que se trata de una de las partes constitutivas de la acción, de uno de los elementos que la integran. En este mismo orden de ideas,

---

(302) El derecho de suscripción preferente. Anuario de Derecho Civil. 1964. P.270

(303) Il diritto de opzione nelle emisione di nuova azioni. Rev. di diritto commerciale. 1925. Tomo 1º. P.466.

(304) Usufructo di accione e diritto di accione. Rev. di Diritto Commerciale. 1921. Tomo I. P.466

(305) Citado por Alvarez Alvarez en Anuario de D. Civil 1964. P.274. (306) Naturaleza del D. de suscripción preferente.

Rev. de D. Mercantil. 1952. Vol. X. P.365.

Metsineo (307) ha podido considerar al derecho de suscripción preferente como un derecho individual del accionista, Sánchez Torres habla de parte del capital. Alvarez entiende que el derecho de suscripción preferente es una de las facultades que la acción confiere. Una consecuencia del status del socio (308). Uría considera que se trata de un derecho mínimo individual (309).

Estas dos últimas teorías que hablan de parte integrante de la acción, de facultad constitutiva del status de socio, etc. son las que explican la regulación dada por el Artículo 6º de la Orden en su apartado e. al derecho de suscripción preferente en cuanto a su contabilización en el balance del Fondo de Inversión. La consideración de tal derecho como parte integrante de las viejas acciones, se deriva de la configuración contable del mismo como un elemento a rebajar del coste de las acciones antiguas, en el momento en que se llevan ya al propio balance, las acciones nuevamente emitidas.

El Fondo de Inversión no retiene reservas, sus beneficios, computados con arreglo al Artículo 7º, se han de distribuir entre los partícipes, ya que, si bien se admite que este reparto pueda hacerse en la forma establecida estatutariamente, el pago no puede aplazarse más de sesenta días del cierre de cuentas. La referencia de la forma estatutaria, marcadamente imprecisa, no puede referirse a los estatutos de la sociedad gestora, sino al reglamento, que en ningún momento se llama estatuto del Fondo.

Teniendo en cuenta que el Artículo 5º de la Orden establece: "c) El número de certificados no será limitado y su expedición o retirada dependerán de la demanda de la oferta que de los mismos se haga. La sociedad de gestión está obligada a reembolsar las participaciones presentadas por los certificados desde el mismo momento en que se soliciten por los poseedores de los mismos".

Se puede dudar si en el caso de nuevas suscripciones, posteriores a previos reembolsos, será precisa la emisión de certificados también nuevos, como consecuencia de la amortización de lo reembolsado.

---

(307) Citado por Alvarez Alvarez en su trabajo: Usufructo de acciones.

(308) Derecho de suscripción preferente. Anuario de D. Civil. 1964. P.286.

(309) Uría. Comentarios a la Ley de S. Anónimas. T. I, P405.

Pero no debe adoptarse tal postura. En la Sociedad Anónima (310) se admite la tenencia de las acciones por la propia sociedad en ciertos casos. Aquí la yacencia de las participaciones aparece reconocida por preceptos legales, así el Artículo 6º, apartado f. de la Orden, que habla de "el número de participaciones en circulación", lo que da a entender que hay participaciones fuera de ella. Con mas claridad expresa esta idea el Artículo 8, apartado b. de la misma Orden cuando declara que en el balance deberán constar: "Las participaciones existentes y el número de certificados de participación en circulación". Así los certificados no reembolsados quedarán en poder del depositario y pueden ser de nuevo puestos en circulación. "A portiori" se aplicará en este caso la doctrina que Garrigues (311) entiende aplicable al supuesto de las acciones adquiridas por la propia sociedad, en las que todo derecho quedará en suspenso, en contra de la tesis de Brunetti (312), que opina que en este caso el dividendo debe ser percibido por la propia sociedad. Esta postura es insostenible en los Fondos de Inversión, ya que no tendría razón lógica el que tales beneficios se hicieran efectivos por el depositario o la sociedad gestora. No cabe menos de destacar que la regulación dada a las certificaciones reembolsadas en los Fondos de Inversión es bien diversa a la ya vista de las acciones reembolsadas de las Sociedades de Inversión de capital variable.

En los Fondos de Inversión y en aquellos supuestos en los que se da la admisión de nuevas certificaciones, no se da el llamado derecho de suscripción preferente. La razón de que este derecho de suscripción preferente no tenga lugar en la emisión de nuevas certificaciones, se deriva, precisamente, de la especial naturaleza de las nuevas emisiones de estos certificados. Teniendo en cuenta que la valoración de éstos se hará, justamente, por su valor real, es indiscutible que de esta manera se salvan plenamente las dificultades económicas que el derecho de suscripción preferente trata de solventar en el derecho de sociedades en general.

El derecho de propiedad que el Artículo 7º atribuye a los partícipes sobre un conjunto de valores mobiliarios y dinero, le confieren derecho de disponer del mismo a su -

---

(310) Comentarios a la Ley de S. Anónimas. P.485 y sig.

(311) Ibidem. P.485.

(312) Derecho Mercantil. Tomo II. P.447.

voluntad. Por otra parte, las relaciones de mandato y custodia que le ligan con la sociedad gestora y el depositario pueden ser revocadas como es típico de estos contratos. Por eso, el Artículo 9 del Decreto confiere a los partícipes el derecho de pedir, en las condiciones pactadas en el Reglamento, el reembolso de las participaciones. Se trata de un derecho de los partícipes. Pero en la Orden de 5 de Junio se contiene a este respecto un precepto desconcertante: "La sociedad gestora podrá, en casos de fuerza mayor, suspender temporalmente la admisión de solicitudes de reembolso, poniéndolo inmediatamente en conocimiento del depositario, de las juntas sindicales de las bolsas oficiales de comercio, de la Junta Central de los Colegios de Corredores de Comercio y del Instituto de Crédito a medio y largo plazo, exponiendo a éste las razones de su decisión. La suspensión no podrá alcanzar a las solicitudes presentadas con anterioridad a la comunicación al depositario de la decisión adoptada. El Instituto de Crédito a medio y largo plazo podrá señalar plazo máximo de validez para la suspensión acordada.

Si queremos encontrar una justificación doctrinal a este supuesto, podemos acudir a dos fórmulas jurídicas:

- a) La idea de mandato irrevocable. Ya vimos como, en esencia, la sociedad gestora está ligada a los partícipes por una relación de mandato, y cabe pensar que éste puede ser irrevocable, de modo que no pueda el partícipe desligarse del Fondo a su libertad.

El Artículo 1.733 del Código Civil es tajante al establecer la revocación del mandato, pero la jurisprudencia francesa ha negado (313) que el mandato sea irrevocable por la sola voluntad del mandante, cuando se da en interés común de éste y del mandatario, así en el caso del mandato conferido a un copropietario para administrar los bienes indivisos. Es decir, en un supuesto análogo, "latu sensu", al mecanismo del Fondo de Inversión. Algunos autores patrios, así Sánchez Román, Manresa, Valverde, admiten para nuestro Derecho estas excepciones, así como la relativa al caso de que el mandato constituya una cláusula o condición de un contrato sinalagmático. Mas forzada resulta aplicar al Fondo la teoría de Cámara Alvarez (314)

(313) D. Civil. Relaciones obligacionales. P.524.

(314) La revocación del mandato y del poder. Anales de la Academia Matritense del Notariado. Tomo IV, P.613.

y Bonet (315), ya que éstos estiman irrevocable por naturaleza el mandato, cuando su concesión sea el contenido o medio de ejecución específicamente pactado de un negocio unilateral o plurilateral, en cuyo caso la posibilidad de esta revocación es paralela a la de modificar o denunciar aquel contrato. Pero en el Fondo, el "pseudomandato" que encierra, no es medio de ejecución, sino elemento constituyente esencial del mismo.

Teniendo en cuenta que el Artículo 9 del Decreto se remite a los reglamentos para fijar las condiciones del reembolso, pudiera pensarse que en esto se hubiera incluido un pacto de irrevocabilidad. Es verdad que la doctrina estimó este pacto como contrario a la esencia del mandato, pero Pérez y Alguer lo consideraron admisible (316) siempre que no contradiga la moral. Castán (317) entiende que tal pacto es lícito en consideración a que el revocar es un derecho del mandante que puede ser renunciado conforme al Artículo 4º del Código Civil. Esta licitud ha sido admitida incluso en algunas sentencias del Tribunal Supremo. Así, la de 22 de Mayo de 1942 y la de 1 de Diciembre de 1944.

Pero hay que tener en cuenta que tal pacto no es admisible en todo caso contra una norma de "ius cogens" y el Artículo 5º de la misma Orden que comentamos dice en su apartado c.: "La sociedad de gestión está obligada a reembolsar las participaciones representadas por los certificados desde el momento en que se solicite por los poseedores de los mismos". Así pues la noción de mandato irrevocable no nos sirve para explicar la extensión a este imperativo reembolso.

- b) La idea de fuerza mayor, empleada textualmente por la Orden, nos da la clave de la solución que indagamos. Los romanistas intentan conceptuar a la fuerza mayor, en oposición al caso fortuito, basándose en criterios subjetivos, Así Rugiero (318), para quien la diferencia entre casus o fuerza mayor estriba en que los casos de ésta última no son imprevisibles, sino que, además, son inevitables o irresistibles.

---

(315) El contrato de mandato. Vol. II. P.809.

(316) Notas a Enneccerus. Tomo II. P.346.

(317) Ibidem. P.525.

(318) Instituciones. Tomo II. P.137.

Modernamente una parte de la doctrina, en la exégesis directa de los códigos (319), rechaza la distinción entre ambos. La distinción es mantenida por algunos en base a la tesis subjetiva romana, así Goldschmidt (320), o la tesis objetiva, sustentada por Exner (321), que atiende a la procedencia interna o externa del obstáculo que impide cumplir la obligación, siendo fuerza mayor el acaecimiento exterior a la empresa deudora y de violencia insuperable.

Naturalmente, en el caso de los Fondos de Inversión, la causa que puede eximir a la sociedad gestora del reembolso ha de ser externa a ella. Solo los acaecimientos extraños pueden justificarlo, ya que los internos entran dentro del juego favorable o adverso de los negocios, Pero necesariamente, por mucha que sea la pérdida sufrida, por la destitución de la cartera, los partícipes pueden ser reembolsados en alguna medida, ya que no tienen derecho sino a una cuota de la misma.

Esta noción objetiva de la fuerza mayor va abriéndose camino frente a la orientación clásica. Así Pérez González (322) y Castán (323), quien, en apretada síntesis, destaca como en principio la distinción entre caso fortuito o fuerza mayor puede estimarse irrelevante. Pero la distinción es necesaria en aquellos supuestos, así el Artículo 1.905 en que se responde de la fuerza mayor y no del caso fortuito. El Artículo 1.784 del Código Civil ofrece base a la teoría objetiva, así como el Artículo 6º de la Ley de Accidentes de Trabajo, que habla de fuerza mayor extraña al trabajo.

Esa fuerza mayor, entendida como extraña al Fondo, es la que puede eximir del necesario reembolso, si bien por un plazo breve y exigiéndose formalidades complementarias. Puede pensarse en el abuso que implicaría un inmediato reembolso injustificado por parte de todos los copropietarios del Fondo. Bien es verdad que la procedente retribución compensaría los servicios prestados por la sociedad gestora y el depositario.

---

(319) Derecho Civil. Relaciones obligacionales. P.165.

(320) Obligaciones en general P.165.

(321) De la fuerza mayor en el D. Mercantil Romano y en el moderno. Madrid, 1905.

(322) Anotaciones a Enneccerus. Tomo I. Vol.2º. P.461 y ss.

(323) Ibidem. P.167.

Pero se vería frustrado el negocio expectante de inversión objeto mismo de la actividad de la sociedad-gestora. Por ello puede pensarse en aplicar en estos casos al Fondo de Inversión respecto de la sociedad-gestora la doctrina sostenida por los tribunales --- franceses respecto del mandato retribuido. Concediéndole, como destaca Baudry-becantirerie y Walh (324) al mandatario derecho a pedir indemnización de daños cuando la revocación tiene lugar intempestivamente o de manera abusiva y causa un perjuicio injusto al --mandatario. Esta tesis no se admite con facilidad en la doctrina española.

La disolución y liquidación del Fondo presenta analogías con las de las sociedades, así como con la división de la cosa común.

No puede olvidarse que el Fondo, "latu sensu", se configura como un condominio. Por ello podría pensarse que pedido el reembolso por uno de los partícipes procedería la liquidación y división del Fondo. Pero no es así, el Artículo 9º del Decreto dice expresamente que "la disolución y liquidación sin que lo acuerden las mayorías previstas en su reglamento y esto supone una auténtica excepción al régimen del Artículo 400 del Código Civil. Pudiera pensarse que esta excepción tiene su base en el pacto de indivisión del párrafo 2º del mismo Artículo. El reglamento, al poder fijar (Artículo 1º, 1º, c. de la Orden) su plazo de duración, cubre el primero de los requisitos que Beltrán de Heredia (325) estima como imprescindibles en el pacto de indivisión: marcar su duración. De otra parte, es discutible que el pacto de indivisión obligue a los nuevos partícipes que adquieren su cuota de los anteriores, supuesto de general frecuencia en los Fondos, ya que la doctrina, así Beltrán de Heredia (326), niega eficacia real al pacto de indivisión.

Desechada la noción de pacto (327) para explicarnos la condición "sui generis" del Fondo, podríamos pensar en que el Artículo 401 excluye la posibilidad de división de la cuota común y si es "esencialmente indivisible" o si "dividida resulta inservible para el uso a que se destina".

---

(324) Traite de droit civile. Tomo 24 nº 814.

(325) La comunidad de bienes en el D. español. P.337.

(326) Ibidem. P.340.

(327) Al estudiar la naturaleza del Fondo consideramos ya este problema.

Es cierto que dividido el Fondo deja de ser posible la realización de su fin, la inversión colectiva y la distribución de los riesgos de tal inversión. Pero, realmente, la indivisión trascendente es la que tiene su base en razones objetivas y no como ésta, la que tan solo tiene una explicación subjetiva (328). El fin común indivisible no basta para justificar la comunidad indivisa. Bien es verdad que no falta quien opina, como Pelayo Hore, que estas comunidades sociales han de mantenerse indefinidamente mientras --- cumplan su fin, pero parece mas acertada la postura de Beltrán de Heredia, que entiende que en estos casosq el mantenimiento de la comunidad tiene un fin de utilidad o ganancia, lo mas conveniente en su transformación en sociedades (329) (330).

Para determinar las causas de disolución del Fondo debemos acudir, con una interpretación analógica, a las causas de liquidación de las sociedades, y a la división de la cosa común. Pero no es nuestro propósito llegar a una enumeración exhaustiva de ellas. Esto supondría el cómputo de un número "ex clausus" que aquí, visto el silencio de la ley y la remisión del Artículo 9 del Decreto a los reglamentos de los Fondos, no parece posible. Por ello vamos a limitarnos en este punto a referirnos a los supuestos de mayor importancia.

1. Plazo. El Artículo 1º c. de la Orden establece como el reglamento del Fondo puede referirse al plazo de duración del mismo, que podrá ser limitado. Creemos que esta última precisión encierra una errata del Boletín Oficial del Estado, ya que el plazo es siempre limitado y lógicamente lo que parece autorizarse es que el Fondo se constituya por tiempo indefinido.
2. La pérdida del capital social, que en ciertos supuestos puede estimarse como causa de disolución de las sociedades; también será causa de disolución del Fondo si el patrimonio llega a perder todo su valor, pero lo destacable es que también la pérdida parcial del patrimonio pueda estimarse como causa de disolución del Fondo.

---

(328) La comunidad de bienes en el D. español. P.343.

(329) La indivisión perpetua en el Código Civil. Rev. de D. privado. 1942. P.458.

(330) La comunidad de bienes en el D. español. P.349.

El Artículo 1º, apartado 3º de la Orden precisa la cuantía del Fondo y en su apartado b. fija que si "la cuantía del Fondo se redujera a menos de cuarenta millones de pesetas, se considerará abierto un plazo de seis meses, durante el cual aquella deberá alcanzar nuevamente la cifra mínima de cincuenta millones de pesetas, o, en caso contrario, será cancelada su inscripción en el Registro especial de Sociedades y Fondos de Inversión, perdiendo automáticamente las exenciones fiscales a partir de ese momento". Bien es verdad que no impone como sanción de la reducción del Fondo la disolución del mismo, pero la pérdida de los beneficios fiscales, con la subsiguiente doble imposición, será un motivo determinante ineludible de la cesación en la gestión colectiva de los inversores.

3. De la misma forma que se discute si la reunión de todas las acciones es un solo socio es causa de disolución de la sociedad, puede dudarse si por el hecho de reunirse todas las participaciones del Fondo en un solo dueño sobrevenga su disolución.

El condominio -al que la ley se refiere con reiteración y que ofrece semejanza "latu sensu"- se extingue sin discusión al reunirse las porciones indivisas en un solo dueño. Esta es la opinión unívoca de la doctrina. Así - Manresa (331), Mucius (332) y Castán (333), que incluyen sin dudar la consolidación como causa de extinción del condominio.

En las sociedades no faltan posturas tajantes como la belga, que niega la sociedad de un solo socio. Como explica Speth, la desaparición de la base personal plural lleva consigo necesariamente la "desaffectio societatis" y con ello la desaparición que justifica el que la sociedad tenga un patrimonio separado y personalidad jurídica.

González Ordóñez, (334), después de criticar el único texto legal que se ocupa de este problema, la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades Anónimas, que según él nos muestra un legislador vacilante, dice que - - -

---

(331) Coméntarios al Código Civil. Tomo III. P.486 y ss.

(332) Ibidem., Tomo VII, P.437.

(333) Derecho Civil, Tomo II. P.317.

(334) Fundamentos de Derecho Mercantil. Tomo I. P.447.

"creemos que la concentración no ya de todas las acciones, sino de una cantidad de ellas que ponga todo el funcionamiento de la aparente sociedad bajo la voluntad de un accionista, disuelve la sociedad", basándose para llegar a esta solución en una crítica demoledora del adjetivo "inmediata" que se emplea para negar la disolución de tal tipo, en la Exposición de Motivos de la repetida ley. Mas mitigadamente, González Enríquez (335) opina que en este caso el socio nunca deberá responder ilimitadamente. Gay de Montellá (336) opina que el socio único asumirá una responsabilidad limitada en forma subsidiaria. Por contra, Jordano Barea, (337) estima que la sociedad unipersonal no se disuelve mientras subsista la "spes refectiois" y salvo los casos de abuso de derecho. Esta misma es la tesis de Garrigues-Uría en sus comentarios. No puede expresarse aquí -por alejarnos de nuestro objeto- toda la orientación jurisprudencial sobre la sociedad unipersonal, pero baste con aludir a las Sentencias de 7 de Abril de 1922, 21 de Noviembre de 1925, 3 de Octubre de 1955 y a las Resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 11 de Abril de 1945 y 22 de Noviembre de 1957. Tomando como muestra ésta última, vemos que en ella se declara que: "ha de considerarse temporalmente subsistente la sociedad limitada reducida a un solo socio, en tanto pueda producirse la vuelta a la normalidad y reconstitución, mediante la disposición de parte de las participaciones por el único titular... sin que exista plazo para salir de tal situación transitoria por naturaleza y así no hay mas límites que los del abuso del derecho y el respeto a la buena fe".

Esta misma doctrina es perfectamente aplicable a los Fondos de Inversión. Bien es verdad que reunidas todas las participaciones sociales en una mano se da la consolidación que extingue el condominio y en tal caso desaparecen las finalidades propias de la inversión colectiva, pero ello puede deberse a razones de interés transitorio, que desaparecidas en un plazo, no sometido a más control que el expresado, darán paso a una nueva situación de condominio y a una nueva consecución de las ventajas de la inversión colectiva.

---

(335) Algunas reflexiones en torno a las Sociedades de responsabilidad limitada. Anuario de D. Civil. 1953. P.857.

(336) Las Sociedades de responsabilidad limitada en la Ley de 17 de Junio de 1953. P.235.

(337) Dictamen. Anuario de D. Civil. 1954. P.895 y ss.

Si esta doctrina no se admite perfectamente en el Derecho de Sociedades, es debido a que puede encerrar los fraudes que Serick apunta (338) por lo que procede a aplicar la teoría americana del "disregard of legal entity" (339). Puig Brutau (340) centra con gran exactitud la problemática de fondo de la sociedad unipersonal sobre la base de la conveniencia o inconveniencia de que el empresario individual pueda limitar su responsabilidad, pudiendo o no para ello recurrir al artificio de la sociedad unipersonal. Esta dificultad, difícil de salvar, como lo prueba la postura adversa de Solá Cañizares (341) y Vicente y Gella (342) no se da en el Fondo de Inversión unipersonal, ya que no goza, según vimos, de los beneficios de la responsabilidad limitada, y en ésto se encierra, precisamente, el peligro para terceros, a quienes el ordenamiento jurídico ha de proteger.

Naturalmente, la disolución de la sociedad gestora o de la entidad depositaria trae, como lógica consecuencia, la disolución del Fondo de Inversión, falto de uno de sus imprescindibles elementos personales. No podemos, en atención a la propia sistemática del trabajo, descender a la rica problemática que la fusión, absorción, etc. de estas sociedades plantearía en cuanto a la subsistencia del Fondo. Baste destacar que la quiebra de una de ellas, pese a no implicar siempre su disolución (343) supondrá la necesaria liquidación del Fondo de Inversión, basándose en que las relaciones de confianza que el Fondo implica y la fluidez mercantil necesaria al mismo es incompatible con las situaciones de insolvencia legal.

El Artículo 9 del Decreto establece que la disolución y liquidación no tendrá lugar sino cuando lo acuerden las mayorías previstas en sus reglamentos. Una primera interpretación de este precepto pone de relieve que será la voluntad, conforme a los reglamentos de los partícipes, la que en todo momento pueda acordar la disolución. Es una simple transposición a los Fondos de Inversión de la doctrina societaria de la "dissociatio".

---

(338) Apariencia y realidad de las sociedades mercantiles. P. 44 y ss.

(339) Ibidem. P. 82 y ss.

(340) Ibidem. Notas de Derecho español. P. 289.

(341) L'Entreprise individuel a responsabilite limite. Rev trimestral de droit comercial. 1948. P.376.

(342) La responsabilidad limitada en la empresa industrial Rev. de D. Mercantil. 1953. P.153 y ss.

(343) Artículo 150 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Pero no hay que olvidar que los preceptos del Reglamento del Registro Mercantil que regulan la constancia de las causas de disolución de las sociedades, plantean -- problemas peculiares. En general, y salvo los supuestos en que actúan "ipso iure", así el plazo según el Artículo 226 del Código de Comercio, se precisa el acuerdo de los socios. Incluso el Artículo 139 del Reglamento del Registro Mercantil exige, salvo los casos de quiebra -- --en que basta presentar la resolución- y fallecimiento- --en que es suficiente una instancia acompañada de certificado de defunción-, nada menos que la unanimidad de los socios colectivos, así como la oportuna escritura pública.

Visto lo anterior, podría pensarse si el Artículo 9 del Decreto que comentamos tiene un significado análogo, exigir el acuerdo en todo caso, para constatar las causas de disolución del Fondo. No creemos que debe interpretarse así, y ello por las críticas que cabe hacer al Reglamento del Registro Mercantil en este punto. La constancia auténtica de las causas debería bastar en todo caso. Por ello, no cabe la interpretación amplia y analógica del Artículo 9 de la Orden y será mejor reducirla a la ya expuesta, y pensar que la laguna legal existente en cuanto a la constatación de las causas de disolución cabe salvarla con una interpretación lógica de los principios generales de nuestro Derecho Registral.

Los efectos de la liquidación afectan a los partícipes, y pueden interesar a terceros acreedores. La Orden de 5 -- de Junio, en su Artículo 1º, apartado 1º, letra f., incluye como mención obligatoria del reglamento del Fondo: "Las normas para la liquidación del Fondo y la forma de distribución en tal caso del patrimonio entre los partícipes del mismo, indicando los requisitos de publicidad que previamente habrán de cumplirse". Se deja, pues, a la libre estipulación de las partes toda esta regulación, cosa lógica, -- pues es una postura idéntica a la seguida en las sociedades personalistas en el Artículo 227 del Código de Comercio e incluso la mantenida en las Sociedades Anónimas, según la interpretación de Cámara (344), si bien, en contra de la tesis del Tribunal Supremo en su Sentencia de 14 de Febrero de 1963, como ya antes hemos citado.

---

(344) La sucesión en el patrimonio de las sociedades mercantiles disueltas. Separata de los Anales de la Academia-Matritense del Notariado.

Dada la mecánica de los Fondos, los problemas de deudas podrían surgir básicamente del pago de dividendos pasivos. La responsabilidad de los partícipes por ellos, mas allá de la liquidación del Fondo, tiene a su favor razones de peso, como es la aplicación del Artículo 44 en conexión con el 41 de la Ley de Sociedades Anónimas. La tesis que respecto a las sociedades mantiene Cámara (345). Incluso mas aplicable a aquellos casos en que no hay sucesión sino identidad de obligados. Y por último, la postura sostenida por Garrigues-Uría (346), que estima que la obligación de pagar los dividendos pasivos no se extingue al disolverse la sociedad respecto de los cedentes en los términos del Artículo 45 de la Ley de Sociedades Anónimas. Así, pues, pese a la disolución del Fondo, la responsabilidad de los partícipes copropietarios, cedentes de la acción, incursos en mora de dividendos pasivos, en vía de la solidaridad del Artículo 45 de la Ley de Sociedades Anónimas, subsiste aún.

Podríamos extendernos considerando la forma de distribución posible, en valores o metálico de la cartera del Fondo, la cuota atribuible a cada partícipe, conforme o no a las reglas del reembolso, pero no puede olvidarse que se trata de materias regulables en los reglamentos del Fondo de Inversión, a salvo de normas imperativas, fuera de los límites expuestos y carentes incluso de un "ius dispositivum" supletorio. Si muchas veces hemos criticado el intervencionismo obsesivo de la Administración en las Sociedades y los Fondos de Inversión, con una intromisión un tanto abusiva del ámbito del Derecho privado, no podemos ahora por menos que alabar ese silencio respetuoso con la autonomía privada y los principios jurídicos generales.

---

(345) Ibidem. Cámara.

(346) Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I P.426.

5. EL SISTEMA TRIBUTARIO ESPAÑOL Y  
LAS ENTIDADES DE INVERSION MOBILIARIA  
COLECTIVA. ASPECTOS JURIDICO-FISCALES.

---

Las Sociedades de Inversión Mobiliaria tropezaron desde el primer momento en España con el problema de la doble imposición por los impuestos sobre la Renta de Sociedades y sobre las Rentas de Capital (antes tarifas III y II de la Contribución de Utilidades respectivamente), que solo en parte venía paliado por la regla desgravadora de dividendos percibidos -- por otras sociedades.

De esta forma se producía el hecho de que el dividendo que constituía el ingreso normal de la Sociedad de Inversión, que ya venía gravado en la sociedad originaria del mismo por los impuestos citados, era sometido de nuevo, siquiera fuera en parte, a tributación como beneficio de la Sociedad de Inversión perceptora y, al distribuirse entre los partícipes de la misma, de nuevo volvía a estar sujeto a imposición, y ello sin contar con el Impuesto sobre valores mobiliarios, que en realidad recaía dos veces sobre la misma base.

Esta situación anómala de tipo fiscal se intentó resolver con la promulgación de la Ley de 15 de Junio de 1952, que en realidad no se puede decir que obtuviera éxito alguno. En relación con esta disposición, es de interés señalar que solo era aplicable a las sociedades constituidas bajo la forma Anónima y a estos efectos se preveía expresamente la aplicación de las normas de la Ley de 17 de Julio de 1951, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas; sus ventajas, por consiguiente, no podían alcanzar a las formas de inversión colectiva de capital variable.

Este fracaso inicial movió al legislador a reformar el régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria con la Ley de 26 de Diciembre de 1952, en la que, partiendo de la experiencia obtenida en la aplicación de la anterior que quedaba derogada, se perseguía, como decía el preámbulo --- "crear las condiciones legales necesarias para que el pequeño y disperso ahorro pueda acudir a la inversión de valores mobiliarios...". Pero, continuando por el camino marcado de la --- primera Ley de 1952, la flexibilización seguía afectando exclusivamente a las Sociedades Anónimas regidas por los principios de la Ley General de 1951, es decir, no se abría cauce --- alguno a las formas de inversión colectiva de capital variable.

Las ventajas de tipo fiscal que esta Ley otorgaba a las Sociedades de Inversión que se acogían a ella, pueden resumirse

con Rodríguez Robles (347), de la forma siguiente:

a) Ventajas para la propia Sociedad de Inversión.

1. Exención del Impuesto sobre los Beneficios de Sociedades (Artículo 2º. a.).
2. Exención, en cuanto a los dividendos que se distribuyan a sus acciones, del Impuesto sobre las Rentas del Capital (Artículo 2º. 6).
3. Exención sobre los Impuestos de Emisión y Desgravación de Valores Mobiliarios.
4. Exención de cualquier gravamen exigible por las entidades locales que recaigan sobre los mismos supuestos de hechos a que se refieren los Impuestos estatales antes citados.

No recoge la Ley exención por el Impuesto Industrial (cuota fija), pero es de suponer que no sea necesaria declaración alguna en tal sentido, ya que lógicamente la actividad que constituye el objeto social de este tipo de empresas no debe figurar incluida en las nuevas tarifas de licencia fiscal.

Queda autorizada la revalorización de los títulos integrantes de su cartera, siempre y cuando los precios fijados a los mismos no excedan del de su cotización media bursátil en el último trimestre de cada ejercicio económico, en la Bolsa en que ha sido menos dicha cotización media.

Si la Sociedad que intenta revalorizar tuviese en su cartera títulos inventariados a mayor costo que el representado por la cotización media antes citada, tendrán que deducirse en cuenta su valor.

En todo caso, las diferencias que en definitiva resulten, se figurarán en cuenta de Activo o de Pasivo, según corresponda, con denominación especial adecuada. Lógicamente dicha cuenta, en el Pasivo, trata de ser el "Fondo de fluctuación de valores".

---

(347) La nueva Ley sobre régimen jurídico-fiscal de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Revista de Derecho Financiero.- Volumen IX, nº 33. Marzo 1959.

Cuando el ajuste de valores haya dado lugar a un saldo negativo, no observado por el referido Fondo, surgirá una cuenta de Activo regularizadora de las cuentas del Patrimonio. Si entre la cartera hay títulos no cotizados en Bolsa, la revalorización deberá ser sometida a la aprobación de la Junta de Inversiones (Artículo 4º. trimestre 2º).

b) Ventajas para terceros.

Las acciones emitidas por las Sociedades de Inversión Mobiliaria, podrán emplearse en la constitución de reservas no temáticas y de las de riesgos en curso, de las compañías de seguros, en las condiciones previstas en general para estas reservas. (Artículo 7).

Podrán declararse exentas de Impuesto sobre Sociedades de plusvalía que se pongan de manifiesto en la realización de valores mobiliarios propiedad de cualquier entidad sometida a dicho gravamen, cuando el adquirente de los valores sea una Sociedad de Inversión Mobiliaria acogida a la Ley.

La exención queda condicionada a que por el Ministerio de Hacienda se señalen reglamentariamente sus características, y puedan tener carácter total o parcial, según se acuerde con carácter general "atendidas las circunstancias económicas del momento". (Artículo 12).

No obstante, y a pesar de los beneficios establecidos, la Ley del 58 solo se refería a las Sociedades de capital fijo y era necesario dar entrada en nuestro Derecho, tanto a las Sociedades de Inversión de capital variable como a los Fondos de Inversión Mobiliaria. Ello se ha logrado con la promulgación del Decreto-Ley de 30 de Abril de 1964 y las dos órdenes ministeriales de 5 de Junio del mismo año, que desarrollan el principio recogido en la Base 8ª de la Ley de Ordenación del Crédito y de la Banca de 14 de Abril del 62.

Con la promulgación de esta nueva legislación, la situación fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión en España puede dividirse en dos grandes grupos, según que dichas entidades se encuentren o no acogidas a esta legislación especial.

) Situación fiscal de las empresas no acogidas a la legislación especial sobre entidades de inversión mobiliaria.

Estas sociedades se encuentran sometidas a la doble imposición por los Impuestos de las Rentas de Socie---

dades y de las Rentas de Capital que solo en parte viene paliado por la regla desgravadora de dividendos percibidos de otras sociedades, según el Artículo 97 de la Ley de Reforma del Sistema Tributario de 11 de Junio de 1964.

El dividendo que constituye el ingreso normal de la Sociedad de Inversión que ya viene gravado en la sociedad originaria del mismo por los impuestos citados, es sometido de nuevo, siquiera en parte, a tributación como beneficio de la Sociedad de Inversión protectora y al distribuirse entre los partícipes de la misma, de nuevo se merma por la correspondiente imposición.

- b) Situación fiscal de las empresas acogidas a la legislación especial sobre entidades de inversión mobiliaria.

Con el fin de evitar este inconveniente de la doble imposición, las sociedades de este tipo pueden acogerse a la legislación especial a que antes nos hemos referido, que establece una serie de beneficios fiscales que pueden clasificarse de la forma siguiente:

- 1º. Beneficios fiscales otorgados a las Sociedades y Fondos de Inversión.

Todas las formas de inversión colectiva, es decir, las Sociedades Anónimas de inversión, tanto de capital cerrado como abierto y los Fondos de Inversión Generales o Inmobiliarios que estén acogidos al régimen especialmente previsto para ellas, disfrutaran de los siguientes beneficios fiscales:

- Exención de tributar por el Impuesto General sobre la Renta de Sociedades y demás entidades jurídicas, incluso por el gravamen especial a que se refiere el Artículo 104 de la Ley 41/1964 de 11 de Junio.
- Exención, a favor de los dividendos que se distribuyan a sus accionistas, de tributar por el Impuesto sobre las Rentas del Capital.
- Bonificación de un 40 por 100 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 refiere el nº 6 de la Tarifa de dicho Impuesto.

- Exención de cualquier gravamen exigible por los entes locales, que recaiga sobre los mismos supuestos de hecho a que se refieren los tributos estatales enumerados en los anteriores apartados.

Además, las Sociedades de Inversión de capital abierto y los Fondos gozarán de la exención total del Impuesto General sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados "por los actos, contratos y documentos necesarios para la formalización de su constitución, disolución y modificaciones de capital que efectuaran".

Esta última exención, de la que solo gozan las Sociedades de Inversión cerradas en un 40 por 100 estricta, dada la continua movilidad patrimonial de los Fondos, pues, de lo contrario, la carga fiscal hubiera dañado irremisiblemente su rentabilidad y, por tanto, su propia existencia.

De singular importancia es la norma en cuya virtud los resultados que, procedentes de la enajenación de sus valores distribuyan los Fondos a sus participantes, quedan exentos del Impuesto General sobre la renta de las personas físicas, "siempre que los valores enajenados hubieran formado parte de la cartera del Fondo durante más de un año".

Este precepto era necesario si no se quería frenar la inversión en Fondos, pues queda así desgravado el beneficio obtenido en iguales circunstancias que para el inversor individual, según los términos en que ha quedado redactada la reciente Reforma Tributaria de Junio de 1964. Además, es preciso tener en cuenta que, al hacerse las adquisiciones de participaciones en Fondos a un precio fijado siempre en virtud de una cartera de valor actualizado, la percepción del beneficio de enajenación referido puede constituir, en muchos casos, un reintegro de parte del precio satisfecho por la participación. La aplicación del principio de la permanencia mínima de un año en la cartera ayudará, por otra parte, a evitar inversiones excesivamente especulativas.

- 2º. Beneficios fiscales otorgados a las sociedades transmitentes de valores a Sociedades de Inversión

Están exentas del Impuesto sobre Sociedades las plusvalías que se pongan de manifiesto en la realización de valores mobiliarios propiedad de cualquier

entidad sometida a dicho gravamen, siempre que adquirente de los valores sea una Sociedad de Inversión cerrada, y se cumplan dos requisitos: el primero en cuanto a la cuantía mínima de la operación (diez millones de pesetas) y el segundo de plazo también mínimo del periodo de previa pertenencia a la sociedad aportante o vendedora (un año).

No gozan de esta ventaja las transmisiones a las restantes entidades de inversión colectiva, pues no ha sido prevista para las mismas y por tanto el precepto antes citado solo es aplicable a las sociedades de inversiones cerradas.

3º. Beneficios fiscales en las transmisiones de acciones de Sociedades de Inversión, o certificados de participación de Fondos.

El Decreto-Ley abre un nuevo cauce de exención, referido esta vez a las transmisiones de Sociedades de Inversión o certificados de participación en Fondos.

A este respecto, se declara la exención de los Impuestos sobre Sociedades y sobre las Rentas de Capital, incluso por las plusvalías que con tal motivo se pongan de manifiesto, siempre y cuando se cumplan los requisitos que contienen las ordenes reglamentarias que afectan en primer término a la forma en que fueron adquiridas las acciones o certificados de participación objeto de cesión por la sociedad transmitente (suscripción directa mediante aportaciones dinerarias al constituirse la Sociedad o Fondo de Inversión, o como consecuencia de la aportación de títulos de su cartera), y en segundo lugar al precio por el que se transmitan (ni superior al cambio de cotización oficial ni inferior al de su coste para la sociedad transmitente).

Se dá así cumplimiento al propósito del legislador anunciado en el preámbulo del Decreto-Ley, al desear que las Sociedades de Inversión "puedan convertirse en un instrumento que permita llevar a cabo sin producir fuertes alteraciones en el mercado de capitales", lo que dispone la Base 6º letra c. de la Ley de Ordenación de la Banca y del Crédito, sobre la cartera de valores de las entidades bancarias.

4º. Beneficios otorgados a las acciones emitidas por Sociedades de Inversión y certificados de participación de Fondos.

El Decreto-Ley amplía las ventajas que ya concedía la Ley a las acciones emitidas por las Sociedades de Inversión. En la última se preveía la posibilidad de que las mismas se emplearan en la constitución de reservas matemáticas y de riesgos en curso de las compañías de seguros. El Decreto-Ley extiende el campo de su utilización a todas las inversiones de fondos a que, con carácter forzoso, pudieran estar obligadas las entidades, organismos o sociedades públicas o privadas. La facultad reguladora que se otorga al Ministerio de Hacienda fuese ejercida por éste en la Orden reglamentaria con respecto a Mutualidades, Montepíos Laborales y Cajas de Ahorro, con sujeción al procedimiento que con carácter general viene establecido para las inversiones de dichas entidades. De acuerdo con el Decreto-Ley, estas ventajas alcanzan por igual a acciones de Sociedades de Inversión cerradas o abiertas y a certificados de participación en Fondos.

Por otra parte, las acciones emitidas por las Sociedades de Inversión y los certificados de participación en Fondos, quedan incluidos entre los valores que relaciona el Artículo 1º de la Orden del Ministerio de Hacienda de 15 de Julio de 1955 (B.O. de 30 de Julio de 1955), a los efectos previstos en el Artículo 9º de la Ley de 16 de Diciembre de 1954, reguladora del Impuesto General sobre la Renta y en virtud del cual las ganancias obtenidas en la enajenación de activos sometidos a tributación, no serán gravadas en el supuesto de reinversión en determinados valores.

En resumen, se puede afirmar que no existe en España obstáculo fiscal alguno para el desenvolvimiento de las Sociedades y Fondos de Inversión colectiva y que si estas entidades vuelven a fracasar, no se podrá culpar ahora a las disposiciones legales de nuestro Sistema Tributario.

6. BREVE SINTESIS DEL DERECHO COMPARADO

## 6.1 Alemania

En este país los Fondos y Sociedades de Inversión son de creación reciente, ya que su punto de partida puede situarse en el año 1949 con la fundación de la "Allgemeine Deutschen Investment-Gesellschaft m.b.H.", es decir, dos años después de la restructuración monetaria alemana.

La ausencia de estas entidades antes de esa fecha puede considerarse producida fundamentalmente, como dice Servien (348) por razones de tipo fiscal, ya que la mitad de los beneficios netos de una sociedad de este tipo eran absorbidos por el fisco. Estos problemas fueron suavizados en esa fecha, si bien no se puede decir que ni aún hoy estén completamente resueltos. No obstante estos inconvenientes, se puede considerar que estas entidades han tenido una favorable acogida en Alemania (349).

La estructura de las entidades alemanas de inversión se regula en la Ley de 16 de Abril de 1957 (350) y en los estatutos fundacionales de estas entidades. Su forma jurídica es la de entidades de capital variable.

La característica esencial de la Ley alemana es que ofrece la posibilidad de acogerse a la modalidad del "trust" anglosajón, rompiendo así con la tradición jurídica continental (351).

En efecto, el fondo patrimonial común puede considerarse como propiedad de la sociedad, que lo administra a favor de los beneficiarios, o bien el patrimonio inicial queda separado del patrimonio de la sociedad gestora, que lo administra gracias a un mandato. La primera fórmula es claramente la del "trust" inglés, mientras que la segunda es más común en la Europa continental.

---

(348) Servien (A.L.): Obra citada, p.32.

(349) Deutsche Bundesbank, Francfort.

(350) Gesetz über Kapitalanlagengesellschaften, publicada en el Bundesgesetzblatt de 17 de Abril de 1957.

(351) Un acertado comentario de esta Ley puede encontrarse en el artículo aparecido en Diciembre de 1956 en Wirtschaftsdienst, reproducido en Mondo Economico, de Milán, en su número 2 de 12 de Enero de 1957.

Los principales puntos de la legislación alemana son:

- Las Sociedades de Inversión deben tener como único objeto la compraventa de valores mobiliarios por cuenta de los suscriptores de certificados del patrimonio.
- El patrimonio de la sociedad está separado del patrimonio de inversión colectiva, tanto si hay una relación de mandato, como si el fondo común pasa a formar parte del activo de la sociedad.
- Las Sociedades de Inversión, que han de ser Sociedades Anónimas o de responsabilidad limitada, han de tener un capital mínimo, totalmente desembolsado, de medio millón de marcos alemanes.
- La sociedad emite unos certificados de propiedad sobre el fondo común, certificados sin valor nominal. El valor de los certificados se fija a diario según las cotizaciones de Bolsa de los valores que forman el fondo. La sociedad está autorizada a emitir nuevos certificados, a medida que haya más aportaciones de ahorro al fondo común.
- Los certificados no son cotizables en Bolsa, pero, en la práctica, sus propietarios pueden pedir su reembolso al precio que resulte de las cotizaciones en Bolsa según estimación ya regulada del depositario del fondo, que es una institución bancaria.
- Aun cuando el fondo haya pasado a ser propiedad de la sociedad gestora, (al estilo del "trust" inglés), en caso de quiebra de la Sociedad de Inversión, el patrimonio formado por el fondo común queda excluido de la quiebra.

Todos estos puntos indican una preocupación de la Ley por los derechos del pequeño ahorro, o, lo que es lo mismo, los derechos de los portadores de certificados de copropiedad del fondo común. Hay otro tipo de garantías que se refieren a la política inversionista de la sociedad de cartera y a sus limitaciones.

- La Sociedad de Inversión no puede invertir más del 5 por 100 de su activo en una sola sociedad (en ocasiones excepcionales, la sociedad de cartera puede comprometer el  $7\frac{1}{2}$  por 100 de su activo). Tampoco puede adquirir más del 5 por 100 del capital de una sociedad, o del 5 por 100 del derecho a voto en una misma sociedad.

- El control inmediato de estas regulaciones está a cargo del depositario del Fondo, que es un banco debidamente autorizado, encargado de la custodia de los valores que forman el fondo común y que estima a diario el valor de los certificados de propiedad emitidos.
- El derecho de voto de los valores que administra la sociedad corresponde a ésta, y no a los copropietarios del patrimonio.

La ley también proporciona ciertas garantías a la sociedad de cartera frente a los copropietarios. Aunque éstos pueden pedir en la práctica el reembolso de su parte alícuota, la sociedad de gestión tiene un cierto criterio para determinar si puede aceptar la entrada o salida de nuevos copropietarios. En general, esta facultad está establecida en los estatutos de la sociedad, que deben ser dados a conocer a los portadores de certificados. Los copropietarios no tienen derecho a pedir la disolución del fondo patrimonial cuya administración (o propiedad) han otorgado a la Sociedad de Inversión. La Sociedad de Inversión puede, en cambio, renunciar a la gestión del patrimonio, previo aviso con tres meses de antelación.

Con respecto al control de la sociedad, son interesantes las siguientes disposiciones:

- Están legislados, o deben constar en los estatutos, los cargos que la sociedad puede hacer sobre la entrada y salida de certificados del fondo común.
- La sociedad puede distribuir como beneficios las plusvalías que se produzcan en la cartera de valores, pero dentro de las limitaciones de los estatutos y siempre que se haga constar de modo claro la proporción que la plusvalía representa en el "dividendo" repartido.
- La sociedad está considerada como institución de crédito y como tal sujeta a los controles correspondientes de publicidad de balances y de otros datos sobre la actividad de la sociedad.

Desde el punto de vista fiscal, la legislación alemana no ha sido muy liberal. Las actividades y beneficios de la sociedad gestora están sujetos a la imposición normal. Los rendimientos de los valores mobiliarios pagan los impuestos cuando se pagan como "dividendos" a los poseedores de certificados. La primera compra de valores del fondo no paga impuestos de transferencia, y el reembolso de los certificados

tampoco (352).

## 6.2 Suiza.

La aparición de estas entidades en Suiza puede situarse en 1930 con la constitución de la "Société Internationale de Placements". La constitución de fondos por esta sociedad estaba basada en la experiencia americana y se puede decir que seguía sus formas (353).

Sin embargo, desde el punto de vista legislativo, Suiza se caracteriza por la ausencia de una ley especial, aunque desde 1958 hay un proyecto de ley presentado. El proyecto de ley trata de aclarar principalmente los puntos siguientes, que ahora no están todavía bien definidos:

- La obligación de las Sociedades de Inversión de recobrar los certificados de participación y en qué condiciones.
- La política de inversión y sus limitaciones.
- La limitación de los poderes de los administradores y sus responsabilidades.
- La publicidad y el control de las actividades de las sociedades de cartera.

En la actualidad, el sistema funciona en la ausencia de formas jurídicas especiales, como el "trust" o la sociedad de capital variable. La solución encontrada fue el uso de modalidades jurídicas ya existentes en la legislación, como el régimen de copropiedad (354) y el mandato para la gestión. Para mayor garantía, se separa la gestión del depósito, mediante otro contrato de mandato con un banco. De esta manera, se suple la ausencia del "trust" y se consigne una Sociedad de Inversión "open-end", ya que el fondo-patrimonial puede irse ampliando a medida que haya nuevas aportaciones de ahorro, con la contrapartida de la emisión de nuevos certificados de copropiedad.

---

(352) Cahiers de droit fiscal international. Vol. XLVII b, Rapports pour le XVIme Congrès International de Droit Financier et Fiscal (Athènes) 1961.

(353) Rolland de Ravel (R.): Les sociétés d'investissement Paris 1959. P.40.

(354) C.C.S. Artículos 646 y siguientes.

La forma en que ésto se hace está determinada en los estatutos de la sociedad, y puesto que en Suiza hay tradición y competencia en este campo de inversión colectiva, parece que, sin legislación específica, se ha logrado un equilibrio entre los intereses del ahorro y la conveniencia de la parte gestora.

A pesar de que el sistema ha funcionado sin grandes contratiempos, la falta de una legislación "ad hoc" ha producido problemas de interpretación acerca de puntos cruciales, como son a quién corresponde el derecho de voto de la cartera, cómo se determinan las utilidades del fondo y cuáles son las responsabilidades de la sociedad inversionista y el banco depositario con respecto a los propietarios del fondo patrimonial (355).

El trato fiscal se ha basado en el principio de que los poseedores de estos certificados de participación no deben tener menos derechos que los accionistas de una sociedad normal. Así, los Fondos de Inversión Colectiva (Fonds de Placement) no se consideran como entidades jurídicas y por lo tanto no están sujetos a imposición. Los dividendos distribuidos, en cambio, están sujetos a los impuestos normales sobre los rendimientos del capital.

Un hecho significativo que conviene destacar en los Fondos suizos es que, mientras que en la mayoría de los países los Fondos están constituidos por valores nacionales, en Suiza son muy numerosos los Fondos interesados en valores extranjeros.

En resumen, se puede decir que estas entidades han tenido un gran desarrollo en Suiza y que en 1963 había en aquel país 108 Fondos de Inversión.

### 6.3 Francia.

La ausencia, prácticamente total, de entidades de inversión colectiva en Francia hasta hace pocos años, se explica tanto por la mentalidad del ahorrador francés como por el obstáculo de la doble imposición.

---

(355) Servien (L.M.): Les fonds de placement collectif en Suisse. Comunicación al Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria, Barcelona, 1964.

El capitalista francés prefería tradicionalmente los valores de renta fija y, por tanto, no tenía objeto la creación de estas instituciones. Pero después de la primera -- guerra mundial y del periodo subsiguiente de inestabilidad monetaria, esta mentalidad cambia y abre el camino hacia -- el desarrollo de estas instituciones.

Sin embargo, la crisis de 1929 y los obstáculos fisca-- les terminaron con sus incipientes brotes.

A fin de remediar esta situación, se publica una Ley en Noviembre de 1930, pero su aplicación práctica es nula, y -- no es hasta la (356) Ordenanza de 2 de Noviembre de 1945 -- cuando el tema de estas instituciones vuelve a plantearse -- y ello por razones muy especiales (357).

Pero no es hasta la Ley de Diciembre de 1957, que afecta al principio de capital variable, cuando se puede decir que se ha establecido la base legal adecuada para estas -- instituciones.

La Ley de 28 de Diciembre de 1957 distingue entre la so -- ciedad de capital variable y los Fondos de Inversión (Fonds de Placement). Estos últimos no son mas que el fondo común que encontramos en otras legislaciones y que han de estar -- administrados por una Sociedad de Inversión, mediante un -- contrato de mandato. La distinción principal con las socie -- dades de capital variable es que los poseedores de certifi -- cados de participación en un fondo común no pueden pedir -- la disolución del fondo (aunque puedan pedir el reembolso -- de su parte proporcional), mientras que los accionistas de la sociedad tienen este derecho de modo permanente. Estas -- disposiciones han sido desarrolladas por el Decreto de 20 -- de Septiembre de 1963.

---

(356) De los comentarios a la Ordenanza y estudios sobre -- estas sociedades cabe citar: L.Letail: "Les sociétés d'in -- vestissement" en Journal des Sociétés a. LXXV nº Enero-Feb -- 1954; René Roblot: "Sociétés de gestión et sociétés d'in -- vestissement en droit français" en Banca, Borsa e Titoli -- de Credito, 1954; Jean-Patrice Senn: "Les sociétés d'inves -- tissement en droit français et compare", Paris 1958.

(357) La razón, según Servien, está en que el Estado fran -- cés, después de la última guerra mundial, se encuentra pro -- pietario de grandes masas de valores mobiliarios como con -- secuencia de su política confiscadora y nacionalizadora.

Los puntos principales de la ordenación legal de las sociedades con capital variable son:

- Capital mínimo: es de 20 millones de francos franceses nuevos, y el capital ha de reducirse forzosamente si el valor del activo neto cae por debajo de esta cifra. Si el capital de la sociedad cae por debajo de 10 millones, la sociedad no puede comprar sus propias acciones.
- Las acciones pueden no tener valor nominal. El valor de las acciones se calcula dividiendo el activo neto por el número de acciones, de cuyo cociente se puede sustraer o añadir determinados gastos administrativos, cuando la sociedad compra sus propias acciones o vende a nuevos accionistas. Estos gastos y comisiones están limitados por la ley y han de estar bien especificados en los estatutos de la sociedad. Asimismo, los plazos en que esta operación ha de hacerse estarán regulados en los estatutos, ya que la ley no determina el plazo.
- En caso de ampliación de capital, los accionistas tienen derecho preferencial de suscripción al precio que resulten las acciones, calculado según se indica en el párrafo anterior. Esta disposición no es aplicable a las ampliaciones realizadas por emisión de acciones nuevas en las condiciones establecidas por el Artículo 15-3 del Decreto de 20 de Septiembre de 1963.
- No puede haber acciones de fundador o preferentes.
- La sociedad de capital variable no puede emitir obligaciones.

Si nos atenemos a las limitaciones legales de la política inversionista de las sociedades de capital variable, vemos que:

- La sociedad no puede invertir más del 5 por 100 de su activo en un solo valor (se exceptúa valores del Estado); tampoco puede adquirir más del 5 por 100 del capital o derecho a voto de una sociedad (siendo este porcentaje el 10 por 100 para Sociedades de Inversión tipo "closed-end"). Estos porcentajes se calculan sobre el valor nominal de las acciones adquiridas.
- El activo ha de estar compuesto necesariamente en un

80 por 100 por valores cotizados en Bolsa, por bonos del tesoro o por depósitos. El 20 por 100 restante - ha de ser en valores de sociedades que hayan estado operando tres años por lo menos.

La sociedad de capital variable dedicada a la inversión mobiliaria tiene otras obligaciones para la protección de sus accionistas. Las mas importantes son:

- Obligación de reparto íntegro de los beneficios netos (obligación que no existe para las sociedades -- "closed-end"). Estos beneficios no comprenden los derivados de la plusvalía de la cartera o las primas de emisión, que no podrán ser repartidos como dividendos hasta tanto las reservas no sean iguales a su capital social.
- Las sociedades deben publicar regularmente sus balances, evaluando su cartera a precios de mercado.
- Los gastos de gestión no deben superar un porcentaje del capital social, porcentaje que ha sido determinado por el Ministerio de Finanzas en un 1 por 100.

La ley dejó de aclarar lo que ocurría con los beneficios no distribuibles, el régimen de las primas de emisión, la distribución de las plusvalías o de las pérdidas de valor de la cartera.

En cuanto al régimen fiscal, las Sociedades de Inversión quedan excluidas de los impuestos sobre las sociedades por los beneficios procedentes de los rendimientos de su cartera o las plusvalías por la venta de su cartera o la venta de sus acciones (primas). La distribución de estos beneficios también goza de ciertas ventajas fiscales - con respecto a otro tipo de negocio (exención del impuesto proporcional).

La regulación francesa sobre los fondos comunes de inversión (fonds de placement) es semejante, en sus principios a la solución dada por Suiza al problema de las Sociedades de Inversión. Estos fondos comunes de inversión gozan de las mismas o equivalentes ventajas fiscales que las de las sociedades de capital variable, aunque las restricciones - sobre la política inversionista de la sociedad gestora parecen ser mas suaves que en el caso de las sociedades de capital variable.

En resumen, se puede decir que la importancia de estas-

entidades en Francia va en aumento, como lo demuestra el - que en los últimos diez años se han constituido mas de - - cien instituciones de este tipo. (358).

#### 6.4 Bélgica.

También en Bélgica la ley (359) regulando este tipo de negocios es muy reciente (27 de Marzo de 1957), con la particularidad de que tiene un carácter transitorio o de prueba.

La solución belga es similar a la suiza y difiere de la francesa (Sociedad Anónima de capital variable) o a la inglesa ("trust") (360). Los puntos fundamentales de la ordenación jurídica belga (Ley de Marzo de 1957 y Decreto de - Abril de 1958) son:

- Se distingue entre el fondo común (fonds de placement) y la sociedad de gestión. El fondo común es del tipo "open-end" y de composición variable (managed open-end investment trust), constituido por valores mobiliarios.
- El Fondo de Inversión está bajo el principio de la copropiedad, representado por unos certificados de propiedad vendidos en emisión pública. No obstante este carácter de emisión pública, la jurisprudencia belga ha dado una interpretación muy amplia a la que puede ser pública emisión, desvirtuando así las desventajas aparentes de tal condición.
- Las Sociedades de Inversión encargadas de la gestión de estos fondos de propiedad indivisa han de ser sociedades anónimas cuya única actividad sea dicha gestión y que deben tener la previa autorización del organismo público competente (Comisión Bancaria).

(358) Amplia bibliografía citada en notas anteriores.

(359) El texto ha sido publicado en Moniteur Belge, nº 103 13 Abril 1957.

(360) Cabe citar como comentarios: Jean Didier: "Les Rapports de droit existant au sein des fonds communs de placement constitués actuellement en Belgique" en la Revue de la Banque (1957), nº 3-4; J.A. Vertenenil: "Le statut légal et réglementaire des fonds communs de placement en Belgique", la misma revista (1958), nº 5-6.

- La gestión de estas Sociedades de Inversión es inalienable, aunque están autorizadas a emplear los servicios consultivos de especialistas.
- El capital mínimo de estas sociedades es de 5 millones de francos belgas, totalmente desembolsados, con la condición adicional de que el capital y reservas han de representar como mínimo el 1 por 100 del fondo administrativo. El capital de la sociedad estará representado por acciones nominativas.

Con respecto a los derechos u obligaciones de los gestores o de la Sociedad de Inversión para con los copropietarios, la Ley y el Decreto establecen que:

- Los administradores deben estar libres de antecedentes penales. (la ley es muy estricta en este punto).
- La Sociedad de Inversión no puede modificar los derechos de los propietarios sin previa autorización de la Comisión Bancaria.
- Toda publicidad relativa a la promoción de la Sociedad de Inversión debe estar aprobada por la Comisión Bancaria.
- La Sociedad de Inversión no puede tener mediante la cláusula la delegación permanente de los derechos de voto de los valores mobiliarios del fondo patrimonial.
- El gerente de la Sociedad de Inversión es legalmente responsable por faltas de negligencia, fraude o administración dolosa del fondo.
- El gerente de la Sociedad de Inversión puede suscribir títulos públicos cuya emisión o venta están a cargo del depositario. (Banco).
- Los emolumentos del gerente y directivos de la Sociedad de Inversión están determinados en el reglamento.

La política de inversiones y la repartición de beneficios también está regulada en los siguientes términos:

- Las operaciones de inversión han de ser en firme, aunque sean compras o ventas a plazos.
- La Sociedad de Inversión no puede, por ello, intervenir en ningún sindicato de garantía.

- Como en otras legislaciones, no puede comprometerse mas del 5 por 100 del activo propio en una sola sociedad o valor (se exceptúan emisiones del Estado);- Tampoco pueden comprar mas del 5 por 100 del capital (derecho de voto) de una sola sociedad.
- Para los valores no cotizados en Bolsa, la Sociedad de Inversión solo puede adquirir aquellos de sociedades que hayan estado operando dos años por lo menos, salvo que esta compra sea consecuencia de los derechos de suscripción derivados de valores ya en la cartera de la Sociedad de Inversión.
- Los beneficios netos deben repartirse íntegramente;- las plusvalías quedan excluidas y se prohíbe su distribución como beneficios.

Sobre el punto esencial de la entrada y salida de este "open-end trust", la ley dispone:

- El reembolso de las participaciones se hará según inventario, pero el gerente tiene la facultad (a menos que esté establecido en contrario en los estatutos)- de determinar si procede o no el reembolso en aquel momento.
- Para la entrada de nuevos participantes en el fondo puede establecerse una cierta comisión o prima, pero no así para el reembolso (solo puede cobrarse un cargo destinado a cubrir los gastos de realización de valores).
- No hay máximos establecidos para los cargos y comisiones que puedan aplicarse en el movimiento de entrada y salida del fondo, pero los estatutos deben especificar estos máximos.

Estos son los puntos esenciales de la Ley belga, que, como hemos indicado, tiene un carácter de prueba. Parece que las dificultades que ha habido en la aplicación de la Ley se han referido especialmente a la distinción de rentas y plusvalías, a efectos de distribución de beneficios; a la manera, como y cuando determinar el porcentaje máximo de participación en otras sociedades; a la posibilidad de invertir en bonos del Estado a corto plazo y a la categoría de los valores que son cotizados extraoficialmente en Bolsa.

En términos generales, la legislación belga sigue las normas de la legislación alemana y francesa, que son - - -

prácticamente sus contemporáneas. Las tres legislaciones han demostrado un especial interés en la protección del ahorro, en la forma de exigencias de capital mínimo, publicación de balances y resultados de ejercicios, distribución de beneficios y limitaciones antiespeculativas y "anti-holding" de la política de inversión. Quizás una de las características de la legislación belga que la distingue de las demás, es la referente a quién y cómo se debe ejercer el derecho de voto que proporciona la cartera. Tal y como está ahora la ley belga, significa que el derecho de voto no puede ejercerse de una manera sistemática como un medio de gestión mas a favor de los propietarios del fondo. Es decir, que la excesiva preocupación por evitar abusos de los gerentes o prevenir combinaciones tendentes al "holding" ha dado como resultado privar a los propietarios de uno de los medios mas eficaces de proteger los derechos propios de la posesión de valores.

Con respecto al régimen fiscal, la legislación belga sigue el principio de que el copropietario de un Fondo de Inversión no debe tener menos ventajas fiscales que un accionista: los fondos no son considerados como personas jurídicas y como tales no están sujetos a imposición. En cuanto a los derechos de emisión, tienen una rebaja considerable de los certificados de propiedad, con lo cual se preserva y favorece el principio del "open-end" en los Fondos de Inversión, condición indispensable si se quiere atraer eficazmente al pequeño ahorro.

## 6.5 Inglaterra

Este país se le puede señalar como el verdadero fundador de estas fórmulas de la inversión mobiliaria colectiva. La doctrina está de acuerdo (361) en considerar al "Foreign and Colonial Government Fund" (362), constituido en 1868, como la primera institución de este tipo en el mundo jurídico-económico de la inversión mobiliaria.

---

(361) Bullock, Hugh: The Story of Investment Companies, - Columbia University Press, 1960, P.3 y siguientes.

(362) El primer libro sobre este tema es el de Arthur Scratchley: "On average Investment Trust", 1875 (reimpreso recientemente por A. Wiesemberger & Co. de Nueva York) Reproduce la oferta al público del Foreign and Colonial Government Fund.

De la bibliografía (363) existente sobre los mismos se puede deducir que, si bien en los años sucesivos se crearon algunos mas, su apogeo no llegó hasta el trienio 1887- a 1899.

En 1873 fueron introducidos en Escocia, siendo los primeros el Scottish American Investment Trust, de Dundee y la Scottish American Investment Company, de Edimburgo. El "Investment Trust" tomó en aquel país un notable empuje, gracias a los esfuerzos de Robert Fleming, (1845-1933), entusiasta y afortunado creador de diversos de ellos. 1890 es el año de la "crisis Baring", así llamada porque sobresalió la suspensión de pagos del Banco de tal nombre, uno de los mas importantes de Londres. Esta primera y dura -- prueba sirvió para seleccionar los "Investment Trusts", -- que habían seguido políticas acertadas y correctas. En sín tesis, puede decirse que los defectos relevantes fueron: -- especulación, compra de títulos en mercados en alza y manejos turbios.

---

(363) La bibliografía sobre los Investment Trusts británicos no es abundante, especialmente la de años mas recientes. Se pueden citar los siguientes textos: Theodore Grayson: Investment Trusts. Their Origin, Development and Operation. Nueva York, 1928 (claro y completo). -- Leland Rex Robinson: Investment Trusts, en Encyclopedia of the Social Sciences (buena bibliografía). Philip Blunstein "Trusts de placement en Anglaterra". Riga, 1930 (diligente trabajo). George Glasgow: The English Investment Trust Companies. Londres, 1930, y del mismo autor: The Scottish Investment Trust Companies. Londres 1932. Siempre de Glasgow: Guide to Investment Trust Companies. Londres 1935. -- Hans Linhardt: Die Britischen Investment Trusts. Berlin -- 1935 (examen exhaustivo). Investment Trusts in Great Britain, Supplemental Report of the Securities and Exchange Commission, Washington 1939. Investment Trust Supplement -- de The Economist de 1º de Diciembre de 1934. En otros números de este semanario se encuentran datos y observaciones sobre los investment trusts, entre los mas recientes el de 15 de Agosto de 1953: Role of the Investment Trust (pp.467-469) y el de 18 de Agosto de 1956: Investment Trust compared (pp. 579/581). Investor's Chronicle Survey de 24 de -- Abril de 1954; Investment Trusts - 1873/1954 (rica colección de datos). Sobre Australia: A.R. Hall: Institutional Investment in Listed Company Securities, en "The Economic Record", Diciembre 1958, pp. 386/388.

La especulación se tradujo en insuficiente diversificación de la cartera y en arriesgadas operaciones en busca de altos beneficios diferenciales. Las políticas incorrectas tuvieron lugar a través de acciones privilegiadas con perjuicio de las ordinarias, y también con suscripciones no autorizadas. El "leverage", o sea la emisión de acciones preferentes y obligaciones (senior securities) con dividendo mínimo asegurado se extendió exageradamente, de manera que si las acciones ordinarias podían lograr con un mercado en alza buenos dividendos adicionales, al invertir se la tendencia se deprimían en proporción mucho mayor que el promedio del mercado.

Después de la "crisis Baring" los "Investment Trusts" ingleses adoptaron normas de gerencia de tipo conservador (y todavía más los escoceses), sea en la selección de las inversiones y en la dosificación de los valores a renta variable respecto a los de renta fija, sea con la formación de ingentes reservas. La crisis tuvo, pues, un aspecto positivo, tanto es así que la lección aprendida entonces ya no ha sido olvidada, como no lo ha sido la de 1930 en los Estados Unidos.

El segundo periodo de desarrollo de los Fondos de Inversión Mobiliaria en Gran Bretaña fue de 1906 hasta el estallido de la primera guerra mundial en 1914. Fueron constituidos en aquel tiempo unos 35, los cuales capearon bien la tormenta bélica, logrando la mayoría distribuir siempre dividendos.

El tercero y último periodo parte de 1927 y termina en 1929. No menos de un centenar de "Investment Trusts" fueron lanzados en el eufórico mercado que precedió a la gran crisis.

Desde entonces, esta forma de inversión ha perdido algo de su popularidad, frenada también por las restricciones gubernamentales en la segunda postguerra hasta 1953.

En este ciclo casi centenario de los "Investment Trusts" británicos sobresalen algunos cambios acaecidos. El primero se refiere a las acciones de la cartera. La razón del éxito, y hasta se podría decir la justificación del "Investment Trust", radicó en haber proporcionado, a través de la inversión en títulos extranjeros, dividendos superiores a los obtenidos en los valores nacionales, tanto de renta fija como en los de renta variable. Los títulos extranjeros escogidos eran en buena parte Deuda de Estados europeos y de ultramar, pero no faltaban de otros tipos, como de empresas ferroviarias americanas.

El "Investment Trust" fue el vehículo ideal para estas inversiones, pues aseguraba una selección esmerada y competente con una reducción de los riesgos. Esta peculiar diferenciación geográfica internacional se fue reduciendo con la disminución de la abundancia de capitales exportables, pero los valores ultramarinos representan todavía hoy la mitad de las carteras formadas en conjunto. Otro cambio ocurrido con el pasar de los años concierne la prominencia cada vez mayor de la gerencia. Los "Investment Trusts" comenzaron por ser "fixed", inelásticos, esto es, la cartera quedaba fijada en su composición desde un principio y no podía modificarse, o si lo hacía era entre estrechos límites. La ineficacia de este sistema llevó pronto al tipo "managed" con una cartera de composición mudable según el criterio de la gerencia. (364).

Un tercer punto de interés es el de la forma jurídica. En los primeros lustros de vida estaban basados en el contrato de "trust", que es de tipo "sui generis", sin parentesco con instituciones de tipo romano y que consiste en la obligación de una persona llamada "trustee" de administrar determinados bienes en favor de un beneficiario llamado "cestui qui trust".

Pronto, sin embargo, se adoptó la forma de "corporation" nuestra sociedad por acciones, quedando, no obstante, en el uso común el nombre primitivo de "trust" para designar las entidades.

Al lado de los "Investment Trusts", análogos a las "Closed-end Investment Companies" americanas, están los "Unit Trusts" que empezaron a difundirse en los años treinta y que pueden compararse con los "Mutual Funds" americanos. Su importancia es, desde luego, mucho menor, aunque haya indicios de un renovado interés del público hacia ellos.

Estas empresas utilizan el contrato de "trust" entre sociedad gerente y fiduciaria, responsable por cuanto se refiere a la custodia de los valores. "Unit" significa que están divididos en "unidades" iguales los títulos de las sociedades.

Los "Unit Trusts" se distinguen en "fixed" y "flexible" según la composición de la cartera esté fijada de antemano y no sea posible modificarla o, por el contrario sea modificable. En la actualidad, casi no queda ningún "Trust" de tipo rígido, pero entre los elásticos los hay con restric-

(364) Unincorporated Investment Trusts in the XIX Century, en Economic History (Sup. of Economic Journal) Londres II. IV. nº 15, Febrero 1940, pp. 341/355.

ciones: deben, por ejemplo, mantener ciertas proporciones prefijadas entre los valores en cartera en razón de sus características. Otra distinción atañe a la oferta al público. En el "Cash Trust" los gerentes no son sino agentes de los poseedores de "unidades"; en el "appropriation Trust", en cambio, compran ellos mismos acciones y las transfieren luego al "Trust".

El "Board of Trade" ha fijado los porcentajes máximos aplicables por parte de los gerentes en concepto de gastos de administración del "Unit Trust": sobre el precio de venta el 3,25 por 100 (el 2 por 100 si no hay agentes sin comisión) y, cada semestre, el 0,25 por 100 sobre el valor del fondo. Cargas muy ligeras, que resaltan aún más al comparárlas con las norteamericanas, como se verá más adelante (365).

No hay en Inglaterra una legislación "ad hoc" (366) ni reglamentación especial para los Fondos de Inversión Hobbiliaria. Estos, pues, siguen las reglas de las "corporations", por cierto muy minuciosas en lo que respecta, por ejemplo, a las emisiones de capital, como son también notorios los requisitos para ser cotizados en la Bolsa de Londres.

Bajo el aspecto tributario tampoco se distinguen de las otras sociedades. Los beneficios están gravados en el momento de la distribución y no está de este modo desalentada la formación de reservas y tampoco hay lugar a doble imposición.

(365) sobre los "Fixed Trusts" véase: Report of the Departmental Committee of the Board of Trade, Londres 1936, resumido y comentado en *The Economist* del 15 Agosto 1936 -- (pp.311/314). Esta revista ha ido publicando anualmente, desde 1935 a 1940, completísimos informes bajo los títulos "Fixed Trust Supplement" (de 6 de Abril de 1935), *Fixed and Flexible Trusts, A Survey* (de 7 de Marzo de 1936) y *Unit Trust Survey* (de 17 de Abril de 1937, de 28 de Mayo de 1938, de 13 de Mayo de 1939 y de 4 de Mayo de 1940). Recientemente, de 23 de Octubre de 1954 (p.326) y favorable es el artículo titulado "Saving Through Trusts Units. Noticias interesantes contiene el *Financial Times* de 29 de Noviembre de 1958. bajo el título "How Unit Trusts Work". De carácter práctico es el libro de C.L. Rosenheim y C.O. Merriman: *Unit Trusts and Work*, London, 1937.

(366) Hay normas, en cambio, para los Unit Trusts en la *British Prevention of Fraud (Investments) Act* de 1939 (Sec. 16 and Schedule) comentada en *The Economist Unit Trust Survey* de 13.5.1939 y en la *Companies Act* de 1947 (sec.117).

Por otro lado, los "Investment Trusts" ingleses se auto-limitan en sus estatutos, en general muy amplios, a fin de ganar la confianza de los ahorradores. En realidad, no se ha sentido hasta hoy la necesidad de una legislación expreso, o sea una acotación y vinculación de funciones, gracias a la seriedad muy alta de las gerencias de las Sociedades de Inversión o "Trusts".

Una crítica en la parte formal a los "Investment Trusts" ingleses concierne la escasa publicidad - comparada con la americana - de los datos administrativos y de la composición de la cartera.

De todos modos, la diversificación de la cartera es muy grande, superior en general a la de los americanos, y la política seguida, como se ha dicho, es muy prudente.

Se puede afirmar que la mayoría de las entidades de inversión europeas radican en Inglaterra, ya que de las 609 compañías de inversión conocidas en Europa, en Noviembre de 1964, 418 están domiciliadas en este país. De ellas, aproximadamente las tres cuartas partes, son "Investment Trusts" o entidades de capital fijo.

En el mes de Junio de 1962, el capital de estas instituciones podía cifrarse en 239,2 millones de libras esterlinas, según las cifras de ese mes publicadas en el "Stock Exchange Gazette".

## 6. Estados Unidos

La aparición de la primera institución de inversión colectiva americana, constituida siguiendo la estructura inglesa, puede situarse en 1893 con la creación de la "Boston Personal Property Trust".

Siguiendo la esquemática de Gallotti (367) podemos efectuar el estudio de la evolución de estas entidades en los Estados Unidos distinguiendo:

(367) La bibliografía americana es bastante dilatada -especialmente para antes de 1940-, comprendiendo además de libros exclusivamente dedicados a las Sociedades de Inversión Mobiliaria, también sendos capítulos en Tratados sobre inversiones en general. Algunos títulos de los primeros son: Theodore Grayson, antes citado, William H. Steiner: Investment Trusts, American experience. Nueva York 1929 (con abundante bibliografía). Leland Rex Robinson - además del ...

a) Breve historia antes del "Act" de 1940.

La primera entidad de inversión mobiliaria creada en América fue el Boston Property Trust, en 1893, de carácter familiar, pero hasta la segunda década de nuestro siglo no hubo apreciables desarrollos.

(357 cont.) citado artículo: Investment Trusts organization and management. Nueva York, 1926, rev. ed. 1933 (excelente). El hecho está representado por la magna investigación oficial preparatoria del Act de 1940, que lleva por título: Investment Trust and Investment Companies. Report of the Securities and Exchange Commission pursuant to section 30 of the Public Utility Holding Company Act of 1935. Washington, D.C. Este Report consta de cinco partes (en seis volúmenes) mas seis Supplemental Reports dedicados a argumentos marginales. Hay un Index Digest por Adelaide R. Hasse (Washington, 1946. De los libros recientes destaca la edición anual de Investment Companies, A. Wiesenberger & Co., Nueva York. Buenos trabajos son los siguientes: Rudolph H. Weissman: The Investment Company and the Investor Nueva York 1951. Las publicaciones de tipo divulgativo de The American Institute for Economic Research, Great Britain (Mass), bajo el título Investment Trusts and Funds from the investor's point of view. Puntos interesantes se hallan en: Leo Barnes, Your Investments. Nueva York 1954, y Robert J. Mann. You can make money on the Stock Market. Nueva York, 1955. Otros mas se citan en el curso del estudio. Se recomienda la guía bibliográfica de Gilvert A. Cam A Survey of the Literature on Investment Companies, 1864-1957. The New York Public Library, 1958, con 105 títulos comentados. Partes de libros sobre inversiones (en vía de publicación): Alec Brock Stevenson: Investment Trusts and Investment Companies en Fundamentals of Investment Banking Nueva York 1959, pp. 698/733 (extracto del libro del mismo autor: Shares in Mutual Investments Funds, Nashville ) (Penn.) 1946. John C. Clendenin: Introduction to Investment Nueva York, 1950, 2ª ed. (pp. 241/261) George W. Dowrie and Douglas R. Fuller: Investments, Nueva York 1957. 2ª impresión (pp. 720/760) David F. Jordan and Herbert E. Douglass: Investment, Nueva York 1952, 6ª ed. (pp. 548/581) Harry C. Sauvain: Investment Management Nueva York 1953 (pp. 416/442). Jules I. Eogen ed.: Financial Handbook. Nueva York 1954, 3ª ed. (pp. 323/340). De la máxima actualidad es el libro de Jean-Claude Faffa sobre la experiencia americana, titulado "Les Sociétés d'Investissement", publicado en Paris, 1963.

(363) Según cierta interpretación, la modestia del éxito fue debida al estilo inglés conservador de los primeros "Investment Trusts" (Hasta 1940 fueron llamados así), poco estimado por los audaces yanquis de los "roaring twenties".

La formidable expansión después de la primera guerra mundial, bruscamente interrumpida en 1929, queda resumida en estos datos: entidades de inversión mobiliaria existentes en 1921, cuarenta; en 1929, setecientas sesenta, con inversiones por 8.000 millones de dólares (369).

El cuidadoso y extenso examen llevado a cabo desde 1935- por la Securities and Exchange Commission, preparatorio de la Ley de 1940, mediante centenares de interrogatorios, ha echado plena luz sobre este descenso de actividad desenfrenada, bien lejana del modelo inglés y, a veces, lindante con el fraude. (370).

La tercera parte del Report de la "Comisión de Títulos y Bolsa" es un documento definitivo. Todos los defectos que pueden darse en las Sociedades de Inversión Mobiliaria están reseñados en 2.500 páginas (371). De esta suma destacan los siguientes defectos e irregularidades: escasa publicidad sobre la sociedad y la gerencia, utilización del dinero social para el medro de intereses particulares, derechos inermes de los poseedores de certificados e acciones, ausencia de control sobre la administración, mala contabilidad, cambios de estructura no autorizados, exceso de endeudamiento y de acciones preferentes, insignificancia de las reservas. El "leverage" -típico instrumento especulativo- era fortísimo

(368) Report of the S.E.C.: Part I, The origin scope and conduct of the study nature and classification of Investment Trusts and Investment Companies, and the origin of the Investment Trust and Investment Company movement in the United States (1939).

(369) La Part II del Report reúne gran cantidad de datos estadísticos. El título es, precisamente: Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies (1939).

(370) Dará una idea del trabajo la reseña de George D. Hornstein en Columbia Law Review. V.XL, nº 4 (Abril de 1940) pp. 764/768.

(371) Abuses and Deficiencies in the organization and operation of Investment Trusts and Investment Companies, Ch. I and II (1940) Ch. III, IV and V. (1940), Ch. VI (1942).

El problema no es que no fuera sentido. Las propuestas de reglamentación siguieron dos directrices: legislación en el ámbito de los Estados componentes de la Unión, y enmiendas a las leyes bancarias. Una tercera forma de acción fue la emprendida por la Bolsa de Nueva York, a través de severas reglas a cumplir para la admisión en su recinto.

Dan fe de las primeras, encuestas como la del Estado de Nueva York (372). Pero el clima político era desfavorable a las intromisiones de los órganos públicos y tenía que venir el "New Deal" para que naciera la familia de leyes sobre el mercado mobiliario: en 1933, la "Securities Act"; en 1934, la "Securities Exchange Act", y en fin en 1940, la "Investment Company Act".

Gracias a esta última ley, bien puede decirse que la modalidad de inversiones objeto de este estudio ha nacido a nueva vida, y la experiencia americana ha alcanzado un valor didáctico, refrendada, además por una constante y rápida expansión.

Antes de glosar la ley en su aspecto imperativo es oportuno esbozar las especies de entidades de inversión mobiliaria existentes en los Estados Unidos. La ley tiene una breve parte informativa que da pie para este párrafo-descriptivo.

Conviene entretenerse preponderadamente sobre las "management companies", dejando para después los tipos secundarios. Como "management companies" figuran aquellas cuya cartera de valores está administrada activamente, esto es, va siendo adaptada a las condiciones mudables, actuales y previsibles, del mercado bursátil y de la economía en general. Las "management companies" se dividen en dos grandes grupos, en razón de la estructura del capital y de la técnica de negociación: las "open-end" investment companies y las "closed-end" investment companies. La "open-end" investment company, o abierta, tiene la característica de emitir y redimir continuamente sus títulos representativos. El capital social es, pues, variable, y el valor de los certificados depende de las cotizaciones realizadas cada día en las Bolsas para las acciones que componen la cartera.

---

(372) A survey of the activities and forms of investment trusts with recommendations for statutory regulation, by the New York State Department of Law (1927) Un panorama claro sobre la situación en aquellos años en Harvard Law Rev. Vol. XLIV, num. 1 (Noviembre 1930) pp. 117/120.

La "closed-end" investment company, o cerrada, tiene, al contrario, un capital social fijo y sus títulos representativos vienen negociados directamente en la Bolsa sin intromisión de la sociedad emisora. Su precio difiere del que correspondería haciendo un cálculo analítico de los valores en cartera.

Esta última es el tipo más antiguo. En el mercado mobiliario americano circulan en la actualidad apenas unas treintena de ellas, nacidas casi todas en el periodo de 1920 a 1930; raras son las de fecha anterior. La razón de haber florecido en tal periodo está en ser la "closed-end" investment company vehículo especial para la especulación: el capital fijo se presta a tener una estructura compleja con acciones preferentes, obligaciones, endeudamiento con bancos, "warrants" (parecidos a los derechos de opción). Cuando hay esta multiplicidad de títulos, los "juniores" (acciones ordinarias y warrants) se tornan especulativos, pues con el "juego de la palanca" --el "leverage" ya explicado-- logran fluctuar más del promedio general del mercado, en ambos sentidos de alza y de baja.

Concurre además a dar un tono en contraste con la característica de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de cauce del ahorro popular, el hecho de que estando las "closed-end" investment companies cotizadas en la Bolsa son negociadas con "premium" (valor mayor que el correspondiente a su cartera) o, con mayor frecuencia, con "discount" (valor menor).

En general tienen premio las acciones con fuerte "leverage", pues se confía en buenas plusvalías. El descuento, que representa el que se podría llamar "factor de desconfianza", es mayor en mercado deprimido; por paradoja, pues, cuanto más bajo está el curso de los títulos, más esperanzas debería haber en un alza, y viceversa. Así, pues, las "closed-end" investment companies sufren fluctuaciones propias, distintas de las de las acciones en cartera, y también tienen una elevada "volatility", o reactividad, respecto a las fluctuaciones bursátiles, mayor que no la de las "open-end" investment companies. La inercia de los títulos, dicho sea de paso, es el más seguro índice de conservadurismo, estando ambos en relación directamente proporcional.

Las "closed-end" investment companies, según la composición de la cartera, se subdividen de la manera siguiente:

- Especializadas. Son la mayoría, pues representan cerca de la mitad del valor total de las inversiones del conjunto. Su diversificación está limitada a un sector industrial.
- Diversificadas sin "leverage". Absorben una tercera parte del valor total de las inversiones de toda esta familia.
- Diversificadas con "leverage". La pequeña fracción residual.

Merece, sin embargo, recordar que el "leverage" fue, hasta hace un decenio, la regla común en este tipo de sociedades.

La medida de la intensidad del "leverage" lleva a esta clasificación de los títulos: "conservadores" con "senior securities" (acciones preferentes, obligaciones) hasta un 20 por 100 del activo global; "moderadas", con un porcentaje de "senior securities" entre el 20 y el 50 por 100; de "fuerte" "leverage" si el porcentaje es superior.

Estas complicaciones impiden una fácil comprensión de las oscilaciones, y también el sistema de compra y venta, a través de agentes de Bolsa, y en lotes de cierta importancia, no consiente que la "closed-end" investment company se divulgue capilarmente como su rival, la "open-end" investment company (que ha tomado el nombre de "mutual fund", acentuando el carácter cooperativo).

Sin embargo, a estos aspectos desfavorables se contraponen otros positivos: los costos de compra directos son inferiores a los del otro tipo de "investment company", y sus resultados son, en conjunto, mejores que los de las "open-end" investment companies, sobre todo considerando un periodo largo. (373).

Bajo dos aspectos se enfocará la "open-end" investment company: el de la organización y el de las inversiones.

---

(373) Los argumentos en favor de cada uno de los tipos están expuestos por James A. Close: "Investment Companies: closed-end vs. open-end" en *Haward Business Review*, Vol. XXIX, núm. 3 (Mayo de 1951) pp. 79/88.

Desde el punto de vista de la organización destaca la continua emisión de títulos, según ley únicamente de tipo ordinario, siendo, pues, de importancia vital un sistema eficiente de colocación cerca del público. En el vértice está en muchos casos un suscriptor principal ("underwriter"), viniendo luego los distribuidores, ("distributors"), que cuidan la difusión capilar hasta con visitas a domicilio.

El precio de negociación se calcula un par de veces al día (En Nueva York a la una y a las tres y media de la tarde), basándose sobre la composición de la cartera - junto con las mismas cotizaciones alcanzadas por los valores que forman parte de la misma.

La redimibilidad de los "mutual funds" -corrientemente son llamados de este modo- es la mas de las veces inmediata; la liquidez es, pues, elevada, siendo excepcional que se exija un preaviso, aunque conste en el estatuto de ellos. Pudiera parecer grave problema el de la casi inmediata compra por parte de la entidad de sus propios títulos, pero en realidad nunca se ha dado el caso de quedar sin dinero en caja (sucedió en 1933), - pero fue debido a que la Bolsa estaba cerrada), habiendo siempre las ventas sobrepasado las compras.

El costo del servicio prestado por la sociedad se manifiesta en el momento de la compra y como reducción del beneficio por dividendo o plusvalías anuales.

Las inversiones de las "open-end" investment companies pueden dividirse en los siguientes grupos: en primer lugar, por orden de importancia, al representar el 55 por 100 en valor del conjunto de ellas, vienen las de cartera de acciones ordinarias diversificadas ("diversified common stock")

La ley considera diversificadas las que tienen el 75 por 100 del activo invertido en acciones, sin sobrepasarse, para cada título, el 5 por 100 y no pudiendo controlar mas del 10 por 100 de votos de una empresa. Este grupo se subdivide según las acciones en cartera sean de sociedades importantes ("blue chips"), de toda confianza, con dividendo seguro, o sean de sociedades en crecimiento ("growth companies"), con perspectivas de buenas rentas y plusvalías interesantes, y, por último, si son de sociedades no muy conocidas, pero no inseguras y rentables. Otro gran grupo entre los "mutual funds" -el 30 por 100 del valor de todos ellos es el llamado "equilibrado", con acciones ordinarias -

por un lado y acciones preferentes y obligaciones por otro (balanced bond-stock fund). Su carácter es conservador, al tener un 20 o 25 por 100 de su capital en títulos de defensa, como son las obligaciones y acciones preferentes. Los riesgos son reducidos y los dividendos son también modestos.

Desde luego, caben también en este grupo las especulaciones mediante cubileteos entre distintos tipos de títulos.

Los restantes dos grupos de "open-end" investment companies, que suponen sobre el 5 por 100 cada uno del valor global de ellas, son el "especializado" y el que está formado por obligaciones y acciones preferentes exclusivamente.

El "industry specialized fund", lo dice su nombre, va contra una característica importante de las entidades de inversión mobiliaria, cual la diversificación de la cartera. El "bond and preferred stock fund" se presta a finalidades especiales. Al completar el panorama de las "open-end" investment companies vienen las canadienses circulantes en los Estados Unidos, las cuales van tomando cada vez mayor arraigo.

La forma jurídica de las sociedades de inversión mobiliaria norteamericanas ha evolucionado del "trust" a la "corporation", como hicieron los ingleses en el pasado siglo. Pero las organizadas como "trusts" no han desaparecido, y el mejor ejemplo es la más potente de todas, el "Massachusetts Investors Trusts", con inversiones superiores a los mil millones de dólares.

No hay por qué volver sobre lo dicho para Inglaterra en materia de contrato de "trust", que en los Estados Unidos ha tenido variantes para adaptarlo del mejor modo a esta función, siendo el tipo más extendido el del estado de Massachusetts o "business trust". Característica de éste es la de permitir a los poseedores de certificados de participación en la entidad fijar los límites y controlar los "trustees".

b) La "Investment Company Act of 1940" (374)

De acuerdo con esta Ley, una "investment company", en los Estados Unidos, debe, ante todo, estar inscrita en la "Securities and Exchange Commission" de Washington. Debe, en otras palabras, tener su autorización para poder presentarse al público (sec.8). El asiento en la SEC está supeditado a la presentación de una serie de documentos descriptivos de la política a seguir, (tipo de

sociedad, límites del endeudamiento, modalidad de la emisión, etc.). Si estos programas están en contraste con el tenor de la Ley, la SEC rechaza la inscripción, como también puede recocarla si se percata que han sido violados. Además, la SEC exige noticias sobre los promotores de las nuevas sociedades: a su dirección no tienen acceso determinados individuos (sec.9) de dudosa conducta antecedentes y por la sec.10- los banqueros y agentes de Balsa no pueden ser mayoría en los consejos de administración.

Entre las prohibiciones en la actividad de las "investment companies" destacan (sec.12): la de comprar acciones a plazo, la de poseer mas de cierto porcentaje de títulos de otras "investment companies", la de cambiar la política de inversiones sin autorización de los accionistas. (sec. 13) y otras varias mas.

La ley exige un capital inicial mínimo de 100.000 dólares (sec. 14), y para las "closed-end" investment companies los pasivos deben estar cubiertos en un 300 por 100 por el activo y las "senior securities" deben estar respaldadas por doble valor del activo. Las "openend"-investment companies pueden emitir un único tipo de títulos, y los pasivos están limitados como para el tipo precedente. (sec.18).

Importantes son los artículos sobre la publicidad de los datos: a la SEC deben proporcionarse informes semestrales o trimestrales (sec.30), según esquemas fijados por esta Comisión (375).

(374) (p. anterior) Un buen examen de los trabajos que llevaron a la formación del Act y además, con noticias históricas, es el de Chelcie C. Bosland: The Investment Company Act of 1940 and its background, en The Journal of Political Economy (Chicago) Vol. XLIX, nº 4. (Agosto de 1941), pp. 477/529, y nº 5 (Octubre de 1941), pp. 687/721. Comentarios al Act han aparecido en muchas revistas jurídicas americanas, por ejemplo, en Columbia Law Review, vol. IV, nº 2 (Febrero de 1941), pp. 269/295; J. Woodrow Thomas en The G. Washington Law Review, Vol IX, nº 7 (Junio de 1941), pp. 918/946, escéptico sobre la protección del Act contra la mala gerencia. Destaca el de Alfred J. Potzki Jr.: The Investment Company Act of 1940 en Washington Universiti Law Quarterly, vol. XXVI, nº 3 (Abril de 1941), pp. 303/347).

(375) Para la parte discrecional de la SEC rigen las General Rules and Regulations, modificadas e integradas de tarde en tarde.

y asimismo a los accionistas, dos veces al año el balan de y la descripción analítica de las inversiones, los - beneficios obtenidos en el periodo y los gastos.

- Limitación de la política inversionista: no mas del 5 por 100 del activo propio puede invertirse en una so- la compañía (se excluyen los títulos del Gobierno Fe- deral o deuda pública); no se puede poseer mas del 10 por 100 del capital o derecho a voto de una sociedad.
- Objeto: para ser considerada una compañía de inver- sión a efectos legales y fiscales, mas del 40 por 100 de su activo, excluyendo efectivo y bonos del Gobier- no, debe estar invertido en acciones u obligaciones.
- Los bancos o sus directores no pueden tener mas del - 40 por 100 de los votos del consejo de administración de la compañía inversora.

La ley no precisa nada acerca de la administración o - los dividendos de la sociedad. Sin embargo, acerca del- primer punto, la Asociación Nacional de Agentes de Bolsa se encarga de controlar los balances y modos de contabi- lizar y evaluar la cartera y los dividendos, aparte de- vigilar la publicidad de las compañías asociadas. Sobre el segundo punto, distribución de beneficios, la ley no obliga a nada, pero para gozar de ciertos beneficios -- fiscales hay que cumplir unos requisitos. Dada la fuer- te imposición americana, tal condición es prácticamente una obligación para el funcionamiento de una compañía - de inversión.

Estas condiciones para obtener ventajas fiscales son:

- La compañía de inversión debe distribuir el 90 por - 100 de sus beneficios netos, excluyendo las plusva-- lías.
- Menos del 30 por 100 de los beneficios brutos debe - provenir de la compra-venta de valores que hayan es- tado menos de tres meses en cartera.

Si las compañías se ajustan a estas condiciones, las -- ventajas fiscales son las siguientes, comparadas con -- los cargos a que están sujetas las compañías no acogi-- das:

#### No acogidas

Los intereses y los dividendos recibidos por la compa-- ñía de inversión pagan un tipo del 52 por 100.

Las plusvalías ("capital gains") pagan un 52 por 100 si son de corto plazo (menos de seis meses) y un 25 por 100 si son de largo plazo.

La ley establece normas para la contabilidad (sec.31) (376), así como los requisitos para ser contables de estas entidades y revisores de cuentas (sec.32).

Quedan compendiadas las finalidades y providencias del Act en los cinco puntos siguientes, fijados por la SEC en su décima Relación Anual: 1) gerencia honrada e intachable. 2) mayor participación de los poseedores de títulos en la administración del fondo. 3) adecuada y suficiente estructura del capital. 4) memorias y contabilidad. 5) métodos de venta.

Además de la Investment Company Act, hay que tener en cuenta otras leyes: en lo referente a la oferta al público de nuevas acciones, la ley de la "verdad en las acciones", Securities Act of 1933 (llamada Truth in Securities Act), y para las "closed-end" investment companies negociadas en las Bolsas - la Securities Exchange Act of 1934.

No es esto todo, pues el Act de 1940 es ley federal, y muchos Estados de la Unión tienen su legislación especial, las "blue sky laws", que se refieren en especial modo a las modalidades de venta, siendo algunas hasta más restrictivas que la ley federal.

Finalmente, hay reglas no coercitivas sobre los métodos de venta, de carácter deontológico, fijadas por la National Association of Securities Dealers (NASD), organización sindical de tipo "quasi-regulatory" -según la terminología americana- bajo la jurisdicción de la SEC.

Las disposiciones legales americanas sobre estas instituciones pueden resumirse de la forma siguiente:

- Capital mínimo: ha de ser de 10.000 dólares.
- Inscripción obligatoria en el SEC (Securities and Exchange Commission).

---

(376) Cft.: Carlo Chiericati: Sui criteri di formazione del bilancio delle Investment Companies en Rivista Delle Società, a., I, fasc. 6 (Noviembre-Diciembre de 1956) páginas 1.133/1.148.

Los dividendos pagados a los accionistas entran dentro de su base impositiva.

Acogidas.

Los intereses y dividendos no pagan impuestos.

Las plusvalías distribuidas como dividendos no pagan impuestos, las retenidas pagan al tipo normal.

Los dividendos pagados a los accionistas están sujetos sin ninguna ventaja especial.

Como se puede ver, las ventajas son considerables, aparte de que la ley está hecha para evitar al máximo la evasión fiscal en forma de plusvalías convertidas en reservas.

Las limitaciones sobre la política de inversión también ha preocupado a las legislaciones de cada estado. Dada la importancia del Estado de Nueva York en volumen total de Fondos de Inversión, mencionaremos que dicho Estado deja un 35 por 100 del activo a invertir libremente, mientras que el resto debe invertirse en los valores de la llamada "legal list". Sin embargo, parece que últimamente hay una cierta tendencia a abandonar este sistema de la lista legal, en favor del criterio del "prudent man" que es un criterio menos rígido.

Esta pluralidad legislativa manifiesta la necesidad de intentar una unificación, a escala supranacional, de las disposiciones jurídicas que regulan la inversión mobiliaria colectiva, a fin de evitar que el formalismo jurídico impida su propagación con carácter internacional.

En el aspecto fiscal, hemos de indicar que se reconoce a las Sociedades de Inversión Mobiliaria la función exclusiva de intermediación y, por consiguiente, están exentas en general de tributación sobre los beneficios distribuidos. El poseedor de títulos de "investment companies" no está, pues, en desventaja respecto a quien invierte directamente en acciones.

Para gozar de la exención, las "investment companies" deben, ante todo, estar "regulated" y haber hecho solicitud irrevocable de esta exención fiscal. Lo primero se obtiene cuando la entidad cumple con los siguientes requisitos: que sea registrada en la SEC; que el 90 por 100 de sus rentas, como mínimo, esté compuesto por dividendos y beneficios resultantes de ventas de valores, pero no más del 50 por 100 de tales beneficios tenga origen en venta de...

acciones poseídas por un periodo inferior a los tres meses: deben seguirse, por último, ciertas reglas en la distribución de sus capitales.

Cumpliendo con estos requisitos, está obligada la "investment company", además, a distribuir casi integralmente el 90 por 100 de sus réditos, tanto si son dividendos como si son ganancias diferenciales por compras y ventas de valores.

En Julio de 1956 ha sido atenuado el veto virtual a la formación de reservas, al permitirse que la tributación del 25 por 100 sobre las rentas no distribuidas sea tenido en cuenta en la declaración anual de los poseedores de tales títulos, los cuales pueden incrementar del restante 75 por 100 el costo de las acciones, evitando una doble imposición en el momento de la venta.

#### 7.7 Japón. (377)

Para terminar este breve análisis de los países donde estas instituciones han tenido un mayor desarrollo, no podemos olvidar al Japón.

Antes de la última guerra mundial, el Japón conocía estas instituciones, que funcionaban bajo el nombre de "Shintaku Kaishas" y se regían por una Ley Imperial de 21 de Abril de 1922 que les imponía la obligación de tener un capital mínimo de un millón de yens y la de observar ciertas reglas en cuanto a sus inversiones.

Es después de la guerra cuando se introduce la fórmula del "Investment Trust" que sirve para el desarrollo de la política nacional de democratización de la propiedad mobiliaria y que da origen a nueva ley en el año 1951, que sigue la construcción jurídica americana.

Los japoneses conocen actualmente tres tipos de fondos: fondos semicerrados (unit trust), fondos abiertos (open-end) y los llamados "bond funds". El primer tipo se conoce también con el nombre de "fondo de cinco años" ya que su duración no puede exceder de ese plazo de tiempo.

---

(377) Investment Trust in Japan, publicado por "The Investment Trust Association", Tokio y comunicación de esta misma entidad al Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria, Barcelona, 1964.

El fondo abierto es equivalente al "mutual fund" americano y al "bond fund", como su nombre indica, se dedica fundamentalmente a la adquisición de obligaciones y se llaman bonos de caja.

#### 6.8 Otros países.

Dos países, Australia y la Unión Sudafricana (378) conocen estas instituciones siguiendo los esquemas de los ingleses.

La experiencia americana ha tenido, por su parte, resonancia en los países de América del Sur. Así se puede encontrar en Argentina, Méjico (379) y Curaçao. En España, el principado de Liechtenstein tiene una legislación francamente favorable, que atrae a Vaduz gran número de capitales extranjero.

---

(378) Investment Trusts in the Republic of South Africa. Johannesburg Stock Exchange. Comunicación al Congreso de Inversión Mobiliaria. Barcelona 1964.

(379) Les de Sociedades de Inversión de 31 de Diciembre de 1955.

## 7. CONCLUSIONES

Al llegar al final de esta tesis, que se ha centrado en el estudio de las fórmulas de inversión mobiliaria colectiva, resulta obligado resumir en unas conclusiones finales los resultados obtenidos de nuestro estudio.

Estas conclusiones pueden esquematizarse de la forma siguiente:

1º. Las fórmulas de inversiones mobiliaria colectiva, sociedades y fondos, no constituyen como han pretendido algunos autores, una valerosa solución de los problemas económicos y político-sociales que plantea a la sociedad de nuestro tiempo la reestructuración de los conceptos de ahorro e inversión inpuesta por el desarrollo económico y social de los pueblos.

No hay que olvidar que junto a ventajas innegables, estas instituciones pueden presentar serios inconvenientes entre los que no son despreciables un incremento en el coste de las operaciones de adquisición de títulos en Bolsa; ciertas posibilidades, aunque remotas, de un control empresarial y sobre todo una posible retirada masiva de títulos del mercado, contribuyendo así a su paulatino estrechamiento, lo que pudiera tener su importancia en países con un mercado de valores reducidos.

Estas instituciones deben juzgarse teniendo en cuenta su verdadera dimensión. Son intermediarios especializados cuyo mérito hay que buscarlo en su asesoramiento profesional que permite producir el deshielo de los temores que al ahorrador modesto le produce la Bolsa, encauzando de esa forma un ahorro, que podría quedar inmobilizado o consumirse hacia su inversión en el proceso de capitalización necesario de toda economía en desarrollo.

2º. El principal mérito de estas instituciones es el suponer una solución aceptable a los múltiples problemas que se plantean a los ahorradores que no quieren invertir sus fondos exclusivamente en valores de renta fija o depositarlos en las Cajas de Ahorro, ni, por razón de los riesgos mayores que implican tales inversiones, en acciones.

Estas fórmulas aseguran a aquellos capitales unos rendimientos admisibles y permiten al mismo tiempo a sus propietarios hacer frente al fenómeno casi cotidiano de la pérdida del poder adquisitivo del dinero.

Se puede decir que esta fórmula de la inversión mobiliaria colectiva constituye una modalidad afortunada de inversión de capital que ofrece el mérito de combinar para el ahorrador -- las ventajas de los valores de renta fija, en lo que se refiere a la seguridad de la renta, y el atractivo de los títulos de renta variable en cuanto a las posibilidades de plusvalía del capital.

Esta solución está basada en la aplicación a la política inversora de dos principios que no estaban al alcance del inversor modesto: la diversificación de la inversión y la selección de la misma.

3º. Los efectos económicos y sociales que estas instituciones pueden producir en un país, serán favorables siempre que su volumen de operaciones sea considerable y cumpla fielmente su objetivo sin desviaciones al terreno de la especulación o el control empresarial.

En el terreno económico pueden servir como catalizador del ahorro disperso de la clase media y permitir su inversión en la financiación de la expansión económica, sirviendo de fuente a la misma y constituyendo uno de los medios indirectos -- las importantes de financiación económica.

En el terreno político-social, supone extender la idea de propiedad y combatir con ello a la ideología comunista que ve próxima la destrucción de la economía de tipo capitalista debido a la concentración de los medios de producción y riqueza en pocas manos.

Es evidente que estas fórmulas pueden servir para interesar en el mundo empresarial al elemento humano del proceso -- productivo, produciendo con ello un movimiento hacia la identificación de intereses de los factores de trabajo y capital.

4º. Una vez que las autoridades económicas de una comunidad nacional determinen la conveniencia de la introducción en su país de estas instituciones, es necesaria la preparación de una legislación, cuya primera base sea la consideración de estas figuras como instituciones "sui generis", abandonando -- la idea de vestir instituciones nuevas con ropajes jurídicos-estatutarios o contractuales de hechura clásica.

Por otro lado, debe tenerse muy presente que estas instituciones para que puedan cumplir la misma teoría que tienen encomendada, es necesario que al trasplantarse a un medio determinado se dé en el mismo la condición necesaria que la doctrina fija para su perfecto funcionamiento. Estas condiciones -- pueden resumirse en cuatro:

una estructuración social que permita el desarrollo potencial de clientes para estas instituciones; un adecuado funcionamiento de la Bolsa; una política monetaria de tipo estable - que elimine las tendencias inflacionistas y un sistema tributario que no sujete a estas instituciones a una doble imposición.

5º. La realidad jurídica española ha constituido, hasta - la promulgación del Decreto-Ley de 30 de Abril de 1964, un - obstáculo evidente para el pleno funcionamiento de estas entidades en nuestro Derecho.

La nueva legislación sobre Sociedades y Fondos de inversión mobiliaria, si bien da entrada en nuestro ordenamiento positivo a estas entidades en su mas amplia forma, adolece - del inconveniente de haber querido adaptar nuestro derecho societario a las nuevas realidades, produciéndose con ello - una serie de lagunas legales, de imprecisiones y de puntos - oscuros necesarios de interpretación a que nos hemos referido en nuestro estudio y que hacen necesario pensar en la elaboración de una nueva normativa que tenga un aspecto mas jurídico-material de las disposiciones vigentes, obsesionadas con los problemas fiscales y desconocedoras de los problemas mercantiles y civiles que estas entidades tienen planteados.

Por otro lado, se observa una fuerte intervención administrativa por parte del Instituto de Crédito a medio y largo - plazo, lo que puede suponer un freno y una dificultad para - el normal funcionamiento de estas entidades.

6º. En lo que respecta a los Fondos de Inversión, figura nueva en nuestro ordenamiento positivo, hemos de señalar cómo sin tener el carácter del "trust" presentan un fuerte matiz de negocio fiduciario, si bien después de la promulgación de la nueva normativa, no cabe identificarlos con dicha figura.

El Fondo, en oposición a la Sociedad de Inversión de capital variable, le falta personalidad jurídica, pero tampoco - es un patrimonio afectado o un supuesto de condominio, sino - que doctrinalmente se le puede configurar como una "universitas".

7º. Un adecuado desarrollo de estas entidades en España - podría significar un signo favorable del proceso de elevación del nivel de vida de nuestro país, al mismo tiempo que producir unos efectos modestos, pero positivos en nuestra Economía, que está en fase de desarrollo y que necesita de -- una fuerte inversión de capital.

Estos efectos podrían resumirse de la forma siguiente:

- a) Posibilitar el nacimiento de un capitalismo popular de tipo indirecto, a través de la creación de este tipo de entidades por las Cajas de Ahorro y Montepios y Mutualidades Laborales.
- b) Atraer a las bolsas a un sector de la población española cuyo pensamiento está completamente dissociado por las mismas.
- c) Ofrecer una forma de inversión segura, pero rentable, a los bienes inmovilizados en fundaciones, asociaciones y entidades de previsión.
- d) Producir una movilización de los capitales estancados en cuentas a plazo y de ahorro.
- e) Facilitar la materialización de los fondos de amortización o inversión dentro del seno de la empresa.

8 - BIBLIOGRAFIA

A continuación se relaciona un resumen y complemento de la bibliografía específica que sobre este tema figura en las notas de pié de página.

### 8.1 - Bibliografía extranjera.

ALLEN (Edgard D.).- "A study of a group of American Management Investment Companies, 1930-1936", Journal of Business, Chicago, 1938 vol II, nº 3, p. 232-257.

AMERICAN INSTITUTE OF ACCOUNTANTS.- Case studies in auditing procedure: a management investment company of the open-end type, nº 6, New York, A.I.A. 1949.

ANBERT (C).- "Comment fonctionnent les investment trust américains" La Vie Française. nº 359 abril 1952.

ARZENZIANO (Ricardo).- L'Investment trust. Aspetti caratteristici, Milán 1952.

A.S.F.I.- Association des sociétés françaises d'investissement, Paris - Les Sociétés d'investissement. Forme moderne d'Épargne 1962.

AUTESERRE (Jean).- "Des Sociétés D'Investissement". Commentaire de l'ordonnance du 2 novembre 1945 et des textes subséquents, Journal des sociétés, Paris mars 1953.

BARNES (Léo).- Your Buying guide to Mutual Funds and Investment Companies, Larchmont, New York, American Research Council, 1958.

BAROCKA.- Investmentspareb und Investmentgesellschaften, Stuttgart, Deutscher Sparkassenverlag GmbH, 1956.

BIALKIN (Kenneth J.).- "The Renaissance of the Investment Company in foreign investment", International Investment Quarterly, Toronto, 1956 vol. I, nº 1, p. 5-31.

BICHSEL (Fritz).- Investment Trusts; Wesen und Volkswirtschaftliche Bedeutung, Vienna, 1934.

BLUMSTEIN (Philipp).- Trusts de Placment en Angleterre, Riga 1930.

BORKOWSKI (R).- "Investment Trust in der Schweiz", Oesterreichisches Bank - Archiv, 1954, Heft II, S.

BOSLAND (Chelcie C.).- "The Investment Company Act of 1940 and its background", Journal of political Economy, Chicago 1941, Vol 49 p 477

BROUWER (E.A.).- "Les Investment Trust aux Pays-Bas". Bulletin for International Fiscal Documentation (Amsterdam) enero-abril 1955.

BOVERI (Ursula).- Ueber die rechtliche Natur der Investment Trusts und die Rechtsstellung der Zertifikatsinhabers, thèse Zurich, 1945 -- (Sauerländerverlag, Aarau).

BRUPPACHER (C).- Investment Trusts, Thèse Zurich 1933 (Verlan Girgberger, Zurich).

BULLOCK (Hugh).- The Story of Investment Companies, New York, Columbia University Press 1959.

"The Investment Company in 1945", Address before the 28 th annual convention of the National Association of Securities Commissioners, - New York, N.A.I.C. 1945.

BURTON (Charles S/) & DUSEHAYNE (V).- The Investment Trust: a Resume, its adoption in the United States, New York 1928.

CAILLEZ (M).- "Les Investment Trust en France et leur Regimen fiscal" Bulletin for International Fiscal. Documentation (Amsterdam) ene ro-abril 1955

CAM (Gilbert A).- A survey of the Literature on Investment Companies, 1864-1957, New York, Public Library, 1958.

CAMPBELL (Edward M.).- "Some management problems of investment trusts", Harvard Business Review. Boston 1923-1924 vol: 2 p. 296-302.

CARDYN (Ch).- "Le Regime fiscal des Fonds de PlACEMENT en Belgique" Bulletin for International Fiscal Documentation (Amsterdam), enero - abril 1955.

CARTER (William D.).- "Mutual Investment Funds", Harvard Business Review, Boston, 1949, vol. 27, p 415-740.

CHAMPION (Pierre).- Abrégé des Sociétés d'Investissement, Ed. de l'Épargne, Paris 1957.

CHARIGNON (P).- Sociétés de Placement et Sociétés de Contrôle, thèse Lyon 1932.

CHEMINAIS (P).- Les sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères, thèse Paris 1927.

CLOSE (JAMES A.).- "Investment companies: closed-end versus open-end Harvard Business Review, Boston. 1951, vol. 29, p-79-88.

COOK DONALD C).- "S.E.C. Policy Regarding Supplemental Litterature of Investment Companies", Address Before the mutual fund sales conference, New York, août 1950 (S.E.C.)

COLUMBIA LAW REVIEW.- "The Investment Act of 1940", vol. 41, p. 269-295, New York, 1941.

DE MARCONI (G).- "L'impeza di investimenti mobiliare" Rev. del Diritto Commerciale (Milan) novembre-diciembre 1954.

DOANE (Russel C.) & HILLS (EDWARD J.).- "Investment Trusts and Funds From the Investors point of view. Great Barrington Mass", American Institute for Economic Research, 1959.

DRUART (A).- Le Trust de Placement, Bruxelles, 1929.

DU CANN (EDWARD, M.P.).- Investing Simplified, Londres, Newman -- Neame Ltd, 1959.

DURST (WALTER N.).- Analysis and Handbook of Investment Trust, New York, Rand McNally & Co., 1932.

DU VAL (PIERRE A.) & FREDERICKS (FRED).- The Money Making Magic of Investment Companies, New York, Long Island City, 1951.

ESCARRA (J.).- "Cours de droit Commercial" Sirey, Paris 1952.

FAFFA (J.C.).- Les sociétés d'Investissement et la gestion collective de l'épargne", Paris 1963.

FAIN (Gael).- "Les Sociétés d'Investissement au service de l'épargne française", Cahiers d'Information Economique, n° 8 juillet-août 1954.

FISHER (EDWIN).- L'épargne française et les sociétés de placement, thèse, Grenoble, 1935.

FLYNN (T. John).- Investment Trusts gone wrong, New York, New Republic 1931.

FOWLER (John F.).- American Investment Trusts, New York, Harper -- Brothers, 1928.

FRAUTSCHI (A.).- Die rechtliche Stellung des Zertifikatsinhaberssines sog. Investment Trust, thèse, Bâle, 1946.

FREDERICK (LEOPOLD).- Investment trusts, Bankers magazine, New York 1919, vol 98, p. 733-740.

GADSBY (Edward N.).- "The Securities and Exchange Commission and the Financing of Small Businesses", Adress before the New England Regional Meeting of the American Bar Association Portland, Maine, octubré 1958 - (S.E.C.).

- "Current Problems in Securities Regulation", Adress before the Committee on Corporate Counsel of the Boston Bar Association, Boston avril - 1960 (S.E.C.).

GILBERT (John C.).- A History of Investment Trusts in Dundee, 1873-1938, Londres P.S. King & Son, Ltd, 1939.

GRASGOW (George).- The English Investment Trust Companies, Londres Eyre & Spottiswoode, Ltd. 1930.

- The Scottish Investment Trust Companies, Londres, Eyre & Spottiswoode Ltd., 1932.

- Glasgow's Guide to Investment Trust Companies, Londres, Eyre & Spottiswoode, Ltd. 1935.

GLINES (E.S.).- "Individual and estate investing through Investment Trust", Journal of Business, Chicago, 1930, vol. 3, p.22-36.

GOELPSCHMIDT (Rudolf F.).- Investment Trust in Deutschland, thèse -- Heidelberg, 1932.

GRAYSON (Theodore J.).- Investment Trusts, Their Origin, Development and Operation, New York, J. Wiley & Sons, 1928.

GRISWOLD (Merril).- "The Investment Company"-Its Responsibility as a Public Stockholder", Address Before the 26 th Annual Convention of the National Association of Securities Commissioners Cincinnati, Ohio, sep. 1943 (N.A.I.C.).

HAMEL (Joseph).- "Les sociétés d'investissement", Association nationales des sociétés par action, n° 97, juillet 1953 et n°128, mai 1960, Paris.

HANEY (Lewis H.).- The Investment Trusts, What it is and What it does, New York, 1928.

HARVARD LAW REVIEW.- Statutory Regulation of Investment Trust, Cambridge, 1930, vol. 44. p. 117.

HEINISCH & CIE.- Investment Trusts (Fiches) Genève, 1959-1960.

HOLMANS (John H.).- "Government regulation of the Distribution of Investment Company shares", Address Before the Annual Convention of the National Association of Securities Commissioners, Biloxi, Mississippi, octobre 1941 (S.E.C.).

HUGI (Bruno).- Der Amerikanische Investment Trusts, thèse, Leipzig, 1936.

I.C.I.- Investment Company Institute, voir N.A.I.C.

JACKSON (Wheatley C.) & BERNARD (J. Jr.).- "Federal Regulation of Investment Companies since 1940", Harvard Law Review, vol. 33, n° 7, -- Boston, 1950.

JANIN (L.).- Les sociétés de participation au point de vue économique, thèse, Paris, 1928.

JANETZKI (Alfred).- "The Investment Company Act of 1940", Washington University Law Quarterly, vol. 26, p. 303-347, St. Louis 1944.

JORGENS (H.).- Finanzielle Trustgesellschaften, Stuttgart u Berlin - 1902.

JOULBER (Marc).- Les sociétés de placement à long terme en valeurs mobilières, ou Investment Trust, thèse, Paris 1932.

JUTZ (Antoine).- Les Unit Investment Trusts et les Investment --- Trust Funds, thèse, Lausanne, 1942.

KEANE'S.- Investment Trust Monthly, vol. 1-3, novembre 1929-septembre 1932, Financial Publishing Co. Boston, 1929-1932.

- Manual of Investment Trusts, Financial Publishing Co. Boston 1929-1932.

KETCHUM (Marshall D.).- "The fixed Investment Trust", Journal of -- Business, Chicago, 1937, vol. 10, p.1-85.

KILBORNE (Russel D.).- "American Investment Trusts", Harvard Busi-- ness Review. Boston, 1924-1925, vol. 3, p 160-170.

KILGUS (Egon).- Kapitalsanlagegesellschaften: Investment Trust, --- Berlin 1929.

UWAST (E.H. Th.).- Investment Trusts, thèse Amsterdam, 1931.

LAGARDE (Gaston).- "Les sociétés d'investissement et l'ordonnance-- n° 42710 du 2 novembre 1945", Droit social, Paris, avril 1946.

LAING & CRUTCHSMANZ.- Investment Trust Companies, Londres, 1951--- 1950 (Réédition annuelle mise à jour).

LANDER (Jacques de).- Les Investments Trusts, thèse, Paris, 1929.

LANGHEIR (Dean).- The Fixed Trust: A Statement of Underlying Prin-- ciples, New York, 1931.

LARCIER (Raymond L.).- Introduction aux fonds de placement (Invest-- ment Trust), Bruxelles, Editions de la Librairie Encyclopédique, 1953.

LASARD (Christian).- Un puissant moyen de financement Anglo--Saxon: L'Investment Trust, thèse, Paris 1929.

- La législation des sociétés de placement, Sirey, Paris, 1930.

LEE (Frederic E.).- "Participating shares in British Investment Trusts. U.S. Foreign and Domestic Commerce Bureau", Trade Information bulletin n° 530, Washington, Govt. Office, 1928.

LEIBSON (Israel Baruch).- Investment Trusts, How and Why, New York, Financial Publ. Co. 1930.

LESTRADE (René de).- "Les Sociétés d'investissement en France". Con-- férence faite au Centre d'Études supérieures de Banque, 22 juin 1953, Les Cours de Droit, Paris.

LIEFMANN (R.).- Beteiligungs und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1912.

LINHARDT (Hanns).- Die Britischen Investment Trust, Berlin, Industrieverlag Spaeth & Linde, 1935.

- Die Neuere Entwicklung der Englischen Investment Trusts, Berlin -- 1936.

- Die Anlagepolitik der Britischen Investment Trust, Munich 1938.

LIVERMORE (Shaw).- "Investment +Trust in 1930", Journal of Business, Chicago, 1930, vol. 3, p. 432-444.

LIVINGSTON (J.A.).- The American Stockholder, New York, J.B. Lippincott, 1958.

LOBELL (Nathan).- "The Mutual Fund. A Structural Analysis", Virginia Law Review, mars 1961, vol. 47, n° 2, p. 181-217.

LOFTUS (John A).- "Investment Management, an Analysis of the Experiences of American Management Investment +Trust", Johns Hopkins University Studies in Historical and Political Science, Baltimore, 1941.

MC DONALD (Harry A.).- "The S.E.C. Looks at mutual Funds", Address Before the First Annual Mutual Fund Conference, New York, août 1949 -- (S.E.C.).

MC PADDEN (Louis T.).- "Investment Trust; Their Benefits and Dangers as Shown by British Experience", Congressional Record, Washington, D.C., 1929, vol. 69, part. 4, p. 3807-3821.

MC MARTIN (John S.).- "Reporting Investment Trust Income" Harvard Business Review, Boston, 1931, vol. 9, p. 491-502.

MERRIMAN (C.C. & ROSENBERG (C.H.).- Unit Trusts and How they Work, Londres, I. Pitman & Sons, Ltd., 1937.

MERIMON E (A.P. de).- "Le développement des Investments Trusts et ses causes", Revue économique internationale, Bruxelles, 1930.

MEFFITT (George W.).- "Management Achievement of Open-end Investment Companies", Journal of Business, Chicago, 1952, vol. 25, p.71-88.

MOLLET (Walter) - Schweizerische Investment Trust, thèse, Berne, 1942.

MOTLEY (Warren).- "Federal Regulation of Investment Companies Since 1940", Harvard Law Review, Cambridge, 1950, vol. 63, p. 1134-1156.

MYERS (J. Sherman).- "Fixed Investment Trusts, Some Observations", St. Johns, Law Review, Brooklyn, 1929, vol. 4, n° 1, p. 1-35.

N.A.I.C.- National Association of Investment Companies, New York.

-Annual Report to Members, 1956-1961.

-Investment Companies; A Statistical Survey, 1940-1960.

- A Survey of Stockholders of Closed-end Investment Companies, 1957.
- The Mutual Fund Shareholder, a Comprehensive Survey, avril 1958.
- Open-end Investment Companies, Their Common Stock Investment, 1953-1958, and Other Data, A Special Report to Members, 1959.
- Investment Company Shares, and Aid to Bankers and Trust Officers.
- Management Investment Companies. A monograph prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice Hall, New Jersey, 1962 (not ouvrage a été publié sous le sigle I.C.I.).

NEW YORK STATE.- Investment Trusts, a Survey of Activities and -- Forms of Investment Trusts with Recommendations for Statutory Regulation by the New York State Department of Law, Albany, Bureau of Securities, 1927.

- Supplemental Survey, Albany, J.B. Lyons Co., 1928.

- Report of the joint Legislative Committee on Banking and Investment Trust, Albany, J. B. Lyon 1930.

- Summary of Results of the Investigation of 100 General Management Trust in the State of New York made under the Direction of the Attorney General, Albany, 1932.

OSBERG (Harold S.).- "A subject Outline on Investment Companies", - National Association of Investment Companies", National Association - of Investment Companies, New York.

PELLEPI (Paolo).- "La Creazione del primo "Investment Trust" Italiano", Bancaria, Rome, dicembre 1952.

POWELL (Ellis T.).- The Evolution of the Money Market (1885-1915); and Historical and analytical Study of the Rise and Development of Finance as a centralised, coordinated force, Londres, Financial News, -- 1915.

PRANKARD (Harry I.) Understanding capital gain distributions. A -- discussion of the Nature and Effect of Capital gain distributions by Investment Companies, New York 1952.

- Federal Taxation of Investment Companies and their Shareholders, New York, 1956.

RAVEL (Robert Dolland de).- Sociétés d'investissement, thèse, Paris, 1954 (Librairie du Recueil Sirey).

REINISCH-WESTFÄLISCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG.- Mitteilungen Das Investmentsparen in Westdeutschland. 10 Jahrgang, Heft 5, - mai 1959, Essen.

RICHARDSON (Dorsey).- The Investment Companies in 1955, their Relationship to the Nation's Securities Markets, Statement Before the -- U.S. Senate Committee on Banking & Currency, 16 mars 1955, N.A.I.C., New York.

RICHNER (Fritz).- Zur Frage einer Spezialgesetzgebung über Investment Trusts, Winterthur, Union des Banques Suisses, 1958.

RIDER (J.G.).- The A.B.E. of Investment Trusts, New York, Liberty-Publishing Co., 1931.

RINCEZ (Arthur).- Zur Rechnungsführung der Investment Trusts, thèse, Zurich 1951 (Verlag Schulthess, Zurich, 1952).

ROBINSON (Dwight P.).- Massachusetts Investors Trust. Pioneer in - open-end Investment Trusts", An Address Before the Newcomen Society, Boston, 1954.

ROBINSON (Leland E.).- "British Investment Trusts" U.S. Foreign and Domestic Commerce Bureau. Trade Information Bulletin n° 1, Washington Govt. prtg. Office, 1923.

- Investment Trust Organisation and Management, New York, Ronald - Press, 1929.

- Investment Trust", Journal of Business, Chicago, 1930, vol. 3, p. 279-316.

ROSI (Giulio).- Investment Trusts, Rome, 1930.

ROSSET (P.R.).- Traité théorique et pratique des sociétés financières. Holding Companies et Investment Trusts, Lausanne, 1933.

SCHUB (Philippe).- Les Investments Trusts aux Etats-Unis et la Crise de 1929-1930, Paris, 1931.

- Protection et exploitation de l'épargne: Une expérience américaine: L'Investment Trust, Paris 1934.

- Les Investments Trusts aux Etats-Unis, thèse, Paris 1934.

SCHAFER (Arthur).- On Average Investment Trusts, London, 1875.

S.E.C. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Voir United States.

SEISCHAB (H.).- Investment Trust, Versuch einer Theorie und Systematik der Kapitalwertsicherungsbetriebe, Stuttgart, 1931.

SEIN (Jean Patrice).- Les sociétés d'investissement en droit français et comparé thèse Nancy, 1956 (Librairie générale de droit et de Jurisprudence, Paris, 1957).

SERVIEN (Louis H.).- Les fonds de placement collectif en Suisse (Investment Trusts), thèse, Lausanne, 1958.

- Le régime fiscal des fonds de placement collectif en Suisse, Lausanne, 1959.

Les Société d'investissement ou fonds de placement: Nouvelle formule d'épargne. Lausannes 1962.

SEATTUCK (Mayo A).-- "The legal propriety of Investment by American Fiduciaries in the Shares of Boston-type Open-end Investment Trusts", - Boston University Law Review, Boston, 1945, vol. 25 p. 1825.

SIAMA (G) & TOIMAN (W). - Gesetz uber Kapitalanlagegesellschaften vom April 16, 1957, Frankfurt/Main, Fritz, Kanpp Verlag, 1957.

SIBBS (Francis A.).-- Une méthode moderne de placement, le Fixed - Trust ou Unit Trust, Bruxelles, 1936.

SREIBER (Lawrence H.).-- The Investment Trust, Chicago, A.W. Shaw, 1924.

SPOFFORD (Robert).-- Der Investment Trust nach Schweizerischen Recht, thèse, Bâle, 1955.

STATISTIQUES & ETUDES FINANCIERES.- Les sociétés d'investissement en Allemagne occidentale, Ministère des Finances, Paris, n° 107, novembre 1957, p. 1281.

-L'Expérience des Mutual Funds aux Etats-Unis (Note de l'Attaché Financier à New York), ministère des Finances, Paris n° 159, mars 1962, p 295-344.

STEINER (William H.).-- Investment Trusts, American Experience, New York, Adolph Co. 1929.

STEVENSON (Alec B.).-- Shares in Mutual Investment Funds, Nashville, Tenn, Vanderbilt Univ. Press 1946.

- Investment Company Shares: their place in Investment Management and their use by Trustees, New York, Fiduciary Publishers, 1947.

STRALEY (John A.).-- What about mutual Funds? New York, Wasp & Brothers, 1954.

THEISING (T.H.) "The Investment Trust as a Channel for Investment Abroad", U.S. Federal Reserve Board, Bulletin, Washington, 1921-1922, vol. 6, p. 1168-1173; vol 7, p. 62-66.

THOMAS (Joseph A.) "Ten Investment Trusts in America a three year record", Harvard Business Review, Boston, 1930, vol 9, p. 78-88.

TILLOVE (Robert).-- Pension Funds and Economic Freedom, a Report to the Fund for the Republic, New York, 1959.

TIME.- Magazine, New York, The Prudent Man, juin, 1959.

TOIMAN (Wolfgang).-- Aktuelle Fragen zum Investment-Sparen, Vortrag, 21 mars 1960, Frankfurt a. Main.

TRUPTEL (R.J.).-- "L'avenir des sociétés d'Investissement", La revue de Paris décembre 1954.

VARANGCY (Joseph).- Les Sociétés de Placement et le Marché Financier français, thèse, Paris, 1930.

WALKER (Charles H.) "Unicorporated Investment Trusts in the 19th. Century". Economic History: A Supplement to the Economic Journal, London 1940, vol. 4, p. 341-355.

WAINWRIGHT.- "Mutual Funds and Unit Trusts", Bankers Magazine, mars 1969.

WEISSMAN (Rudolph L.).- The Investment Company and the Investor, New York, Harter, & Brothers, 1951.

WIESENBERGER (Arthur).- Investment Companies, New York, Wiesenberger, & Co., 1942, 1960 (réédition annuelle, mise à jour).

WILLIAMS (Marshall H.).- Investment Trusts in America, New York, - The Macmillan Co., 1928.

WOODROW (Thomas J.).- "The Investment Company Act of 1940", The --- George Washington Law Review, Washington, D.C., 1949, vol. 9 p. 918-946.

YALE LAW JOURNAL.- "The Investment Company Act of 1940", Yale Law - Journal, New Haven, 1941, vol. 50, p. 440.

### 3.2 - Bibliografía española.

La bibliografía española sobre el tema es prácticamente inexistente puede citarse, no obstante, la siguiente:

Actas Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria Barcelona 1964.

BALLESTEROS (Pio).-"Las Sociedades de Inversión Mobiliaria y la Reforma de las Leyes Fiscales". Rev. de Derecho Privado, tomo XXXVI p.697

BENITO (Luis de).- "Las Sociedades de Inversiones" Gaceta Financiera nº 7 Mayo 1952.

CALLE OLIVA (José Antonio de la).- Aspectos Jurídicos de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria Colectiva. Comunicacion al Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria. Barcelona 1964.

GARRIGUES (J.).- "Formas Sociales de Unidades de Empresas" R.D. Mercantil, vol. III nº 7, enero-febrero 1957.

GIRON TENA (J.).- "Derecho de Sociedades Anonimas según la Ley de 17 de julio de 1951", Valladolid, mayo 1952.

LARRAZ (J.).- "Las Sociedades de Inversión Mobiliaria", R. de Derecho Privado, vol XXXI, nº 921, 1947.

MORAGAS (R.).-- "Las Compañías de Inversión en el extranjero y en España". Rev. Moneda y Crédito nº 78, septiembre 1961.

PEBROL (A.).-- "La Sindicacion de Acciones" Editorial Revista de Derecho Privado 1951, pgs. 114-115.

RODRIGUEZ ROBLES (A.).-- "La Nueva Ley sobre Regimen Jurídico-Fiscal de Sociedades de Inversión Mobiliaria", Rev. de Derecho Financiero y Hacienda Pública, vol. IX, nº 33, marzo 1959.

- "La Reforma de la Regulación jurídico-fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión", Boletín de Estudios Economicos, Vol. XIX, mayo-agosto 1964.

RODRIGUEZ SASTRE (A.).-- "Problemas Fiscales Relativos a las Sociedades o Fondos de Inversión y de Colocación de caracter internacional" - Comunicación al Congreso de la I.F.A. de Atenas, 1962. Memoria de la Asociación Española de Derecho Financiero, Madrid 1963.

SAENZ DE IBARRA.-- "Discurso en la Sesión del día 15 de julio de 1952" Boletín Oficial de las Cortes Españolas 1952.

SANZ DE BREMOD.-- "La Inversión Colectiva y el Mercado de Valores - español", Rev. de Información Comercial Española, Agosto 1963.

A N E X O

RELACION NOMINAL DE LAS PRINCIPALES  
SOCIEDADES DE INVERSION MOBILIARIA  
ESPAÑOLAS ACOGIDAS A LA LEGISLACION  
ESPECIAL SOBRE LA MATERIA

Cía. General de Inversiones  
Capital 100.000.000, Constitución 29-11-46

Cartera de Valores, S. A.  
Capital 35.000.000, Constitución 2-4-57

Catalana de Inversiones Mobiliarias  
Capital 200.000.000, Constitución 25-11-61

Chape, S. A.

Cía. Fiduciaria de Inversiones  
Financiera Euro-Española, S.A.  
Capital 50.000.000.

Financiera Masaveu, S. A.

Cía. Ibérica de Valores  
Capital 150.000.000, Constitución 1-12-56

Cía. Hispánica de Inversión Mobiliaria  
Capital 35.000.000.

Continental de Valores, S. A.

Industria y Navegación, S. A. "INSA"  
Capital 452.760.000, Constitución 17-12-45

Internacional de Valores Mobiliarios

S. A. de Inversión y Renta "INESPA"  
Capital 250.000.000, Constitución 12-3-53

Inversiones en Cuentos Extranjeros  
Capital 61.210.500

Mobiliaria Gros  
Capital 300.000.000, Constitución 3-6-60

INFINSA, Sdad. de Inversión Mobiliaria  
Sdad. constituida por el Instituto de  
Crédito Cajas de Ahorros.

ODIC, S. A. de Inversión Mobiliaria  
Capital 25.000.000.

S. A. de Valores Mobiliarios "VAMOSIA"  
Capital 350.000.000, Constitución 27-7-54

Valenciana de Inversiones Mobiliarias, S.A.  
Capital 200.000.000, Constitución 9-2-63

Trabajo y Ahorro, S.A.  
Capital 27.000.000, Constitución 1.963