

# **TRATADO DE DERECHO MERCANTIL**

MANUEL OLIVENCIA  
CARLOS FERNÁNDEZ-NÓVOA (†)  
RAFAEL JIMÉNEZ DE PARGA  
(Directores)  
GUILLERMO JIMÉNEZ SÁNCHEZ  
(Coordinador)

# **INVERSIÓN COLECTIVA, MERCADO HIPOTECARIO, TITULIZACIÓN**

AGUSTÍN MADRID PARRA  
Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad Pablo de Olavide, de Sevilla

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2017

# ÍNDICE

	Pág.
ABREVIATURAS .....	17
PRELIMINAR .....	19
<b>CAPÍTULO I. REGULACIÓN GENERAL DE LA INVERSIÓN COLECTIVA.....</b>	<b>23</b>
I. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS .....	23
A) Etapa fiscal .....	24
B) Etapa financiera .....	27
II. DERECHO COMPARADO .....	30
III. NOCIÓN Y CLASES .....	32
IV. NORMAS COMUNES .....	35
A) Ámbito de aplicación .....	35
B) Constitución.....	38
a) Autorización .....	38
b) Registro .....	40
C) Ejercicio de la actividad .....	40
D) Modificaciones .....	41
E) Comercialización transfronteriza .....	43
a) De IIC extranjeras en España.....	43
b) De IIC españolas en el exterior .....	48
F) Distribución de resultados .....	50
G) Revocación de la autorización .....	50
V. INFORMACIÓN .....	51
A) Cuadro normativo.....	52
B) Folleto.....	56
C) Documento con los datos fundamentales para el inversor .....	64
D) Informes .....	67
a) Informe anual .....	68
b) Informe semestral.....	69

	Pág.
c) Informe trimestral.....	70
d) Remisión de informes .....	70
E) Verificación .....	72
F) Entrega de la documentación informativa .....	79
VI. OTROS INSTRUMENTOS INFORMATIVOS .....	83
A) Estados de posición y resguardos.....	83
B) Cuentas y auditoría .....	85
C) Hechos relevantes.....	87
D) Participaciones significativas .....	89
E) Derecho de separación.....	91
F) Información estadística .....	92
VII. INVERSIONES FINANCIERAS .....	92
A) Activos cotizados y otros activos actos para la inversión .....	93
B) Valores no cotizados .....	96
C) Diversificación.....	98
D) Limitaciones .....	99
E) Productos derivados.....	102
F) Liquidez .....	104
G) Política de inversión .....	104
<b>CAPÍTULO II. DISPOSICIONES ESPECÍFICAS EN MATERIA DE INVERSIÓN COLECTIVA .....</b>	<b>107</b>
I. FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN .....	108
A) Fondos de inversión.....	108
a) Constitución.....	109
b) Compartimentos .....	111
c) Participaciones.....	112
d) Cobro de comisiones .....	115
e) Derechos del partícipe .....	117
f) Estructura de los fondos .....	118
g) Propiedad especial de los partícipes .....	120
h) Propiedad y gestión .....	122
i) Valor liquidativo: suscripciones y reembolsos .....	125
B) Sociedades de inversión .....	127
a) Constitución.....	127
b) Compartimentos .....	130
c) Administración de la sociedad.....	132
d) Sociedades de inversión de capital variable .....	133
II. FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA.....	140
A) Régimen general .....	141
B) Fondos de inversión .....	145

	Pág.
C) Sociedades de inversión inmobiliaria .....	147
III. CLASES ESPECIALES DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.....	148
A) Instituciones de inversión colectiva no armonizadas.....	149
B) Compartimentos de propósito especial .....	150
C) Fondos de inversión cotizados .....	152
D) SICAV índice cotizadas .....	155
E) Inversión libre o alternativa .....	156
a) Instituciones de inversión colectiva de inversión libre.....	157
b) Instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre .....	162
F) Instituciones de inversión colectiva principal y subordinada.....	165
a) Conceptos .....	166
b) Relaciones.....	168
c) Funcionamiento .....	172
d) Modificaciones estructurales .....	174
e) Información y otras obligaciones.....	179
IV. SOCIEDADES GESTORAS .....	180
A) Concepto y actividad .....	181
B) Denominación .....	186
C) Constitución .....	187
D) Capital social mínimo .....	189
E) Requisitos de acceso y ejercicio de la actividad .....	191
F) Recursos propios .....	194
G) Comercialización .....	198
H) Obligaciones y límites .....	203
I) Actuación transfronteriza .....	210
J) Modificaciones.....	213
a) Modificación estatutaria .....	213
b) Modificación del programa de actividades.....	214
c) Operaciones societarias .....	214
d) Suspensión.....	215
e) Revocación .....	215
f) Sustitución .....	217
V. DEPOSITARIO .....	218
A) Noción legal.....	219
B) Designación.....	219
C) Funciones .....	223
D) Responsabilidad .....	229
E) Suspensión.....	233
F) Sustitución .....	233
VI. MODIFICACIONES ESTRUCTURALES.....	234

	Pág.
A) Disolución y liquidación.....	234
B) Transformación .....	235
C) Fusión.....	236
a) Régimen general .....	237
b) Información .....	243
D) Escisión.....	245
E) Traspaso de participaciones y acciones .....	246
VII. NORMAS DE CONDUCTA .....	248
A) Sujetos obligados y normas de conducta aplicables .....	248
B) Régimen de mercado.....	250
C) Primacía del interés del inversor.....	250
D) Operaciones vinculadas .....	251
E) Conflictos de interés .....	253
F) Separación del depositario.....	254
G) Ejecución de las órdenes de suscripción y reembolso .....	255
VIII. SUPERVISIÓN Y CONTROL .....	256
A) Sujetos.....	256
B) Medidas relevantes.....	257
IX. RÉGIMEN SANCIONADOR .....	260
A) Competencia .....	260
B) Responsabilidad .....	261
C) Ejecutividad .....	262
<b>CAPÍTULO III. RÉGIMEN GENERAL DEL MERCADO HIPOTECARIO.....</b>	<b>263</b>
I. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS .....	263
A) El crédito territorial .....	264
B) Precedentes europeos.....	265
C) Banco Hipotecario de España.....	267
D) Ley Hipotecaria .....	272
E) Financiación de la vivienda .....	274
II. LA MOVILIZACIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO .....	276
A) Cesión del crédito hipotecario.....	277
B) Incorporación de la hipoteca a títulos valores .....	281
C) Obligaciones hipotecarias.....	282
D) Hipoteca cambiaria.....	286
E) Cédulas hipotecarias .....	288
III. CONFIGURACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO.....	291
A) Necesidad .....	292
B) Aproximación al concepto de mercado .....	294

	Pág.
C) Mercados primarios y secundarios .....	295
D) Estructura .....	297
<i>a)</i> Entidades financieras .....	297
<i>b)</i> Operaciones activas .....	298
1. Préstamos hipotecarios.....	298
2. Avalos hipotecarios .....	311
<i>c)</i> Operaciones pasivas .....	315
1. Valores hipotecarios .....	316
2. Valores asimilados.....	318
<i>d)</i> Mercado secundario .....	319
1. Operaciones sobre valores hipotecarios propios.....	323
2. Mercados secundarios de valores.....	325
3. Fondos de regulación del mercado hipotecario .....	326
IV. FINALIDAD DEL MERCADO HIPOTECARIO .....	327
V. CARÁCTER DE LAS NORMAS DEL MERCADO HIPOTECARIO...	330
VI. REFORMAS MÁS SIGNIFICATIVAS EN LA REGULACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO .....	332
A) Reforma de 1991 .....	333
B) Reforma de 2007 .....	334
C) Reforma de 2009 .....	336
D) Movilización de hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento....	339
 <b>CAPÍTULO IV. TÍTULOS VALORES HIPOTECARIOS .....</b>	<b>345</b>
I. CÉDULAS HIPOTECARIAS .....	345
A) Antecedentes.....	345
B) Concepto .....	350
C) Emisión .....	352
<i>a)</i> Entidades emisoras .....	353
<i>b)</i> Límites en la emisión de cédulas hipotecarias .....	354
<i>c)</i> Procedimiento de emisión .....	358
D) Derechos de los cedulistas.....	362
<i>a)</i> Recuperación del capital .....	363
1. Cédulas con o sin prima .....	364
2. Plazos de amortización.....	365
3. Cédulas indicadas.....	367
<i>b)</i> Percepción de los intereses.....	368
1. Periodicidad.....	368
2. Interés variable .....	368

	Pág.
c) Legitimación para el cobro y forma de pago.....	370
d) Acciones de que disponen los cedulistas .....	371
E) Garantía.....	374
F) Transmisión de las cédulas hipotecarias .....	380
a) Cédulas nominativas .....	382
b) Cédulas a la orden .....	384
c) Cédulas al portador.....	386
d) Cédulas anotadas .....	387
II. BONOS HIPOTECARIOS .....	389
A) Descripción.....	390
B) Emisión.....	391
a) Límites.....	392
b) Registro especial contable.....	394
c) Requisitos formales adicionales .....	395
C) Sindicato de bonistas .....	397
D) Derechos de los bonistas .....	399
E) Garantía.....	403
F) Transmisión de los bonos hipotecarios .....	410
III. PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS.....	411
A) Introducción .....	411
B) Concepto.....	412
C) Emisión.....	413
a) Condiciones de emisión .....	413
b) Requisitos formales .....	418
c) Clases de participaciones.....	421
1. Participaciones de libre circulación .....	422
2. Participaciones limitadas.....	424
D) Estructura .....	425
E) Calificación jurídico-financiera .....	426
a) Cesión de crédito.....	427
b) Deuda del emisor.....	430
c) Cuenta en participación .....	432
d) Fideicomiso.....	435
F) Derechos de los partícipes .....	442
a) Articulación de amortización e intereses .....	443
1. Capital .....	444
2. Tipo de interés .....	446
b) La obligación de pago del principal e intereses .....	448
c) Acciones .....	449

	Pág.
1. Ejecutiva contra el emisor .....	450
2. Hipotecaria contra el deudor .....	451
3. Prescripción .....	457
G) Garantías.....	458
a) Hipotecaria .....	459
b) Personal .....	461
H) Transmisión .....	463
I) Extinción.....	468
CAPÍTULO V. <b>TITULIZACIÓN</b> .....	471
I. INTRODUCCIÓN .....	471
II. ANTECEDENTES.....	473
III. EL NUEVO MARCO REGULATORIO .....	476
IV. FONDOS DE TITULIZACIÓN.....	478
A) Concepto.....	480
B) Activo titulizable .....	482
a) Derechos de crédito en general. Especial referencia a los certifi- cados de transmisión de hipoteca .....	482
b) Derechos de crédito futuros.....	486
c) Transmisión de los créditos .....	487
d) Protección ante situación concursal.....	497
C) Pasivo.....	498
a) Bonos de titulización.....	498
b) Titulización sintética .....	501
D) Clases de fondos.....	503
a) Fondos de titulización cerrados .....	503
b) Fondos de titulización abiertos .....	504
E) Constitución .....	505
F) Modificación.....	507
G) Extinción.....	508
V. SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE TITULIZACIÓN .....	509
A) Objeto y denominación .....	509
B) Requisitos.....	511
C) Autorización y registro .....	515
D) Obligaciones .....	516
E) Renuncia y sustitución .....	517
VI. TRANSPARENCIA.....	518
VII. JUNTA DE ACREEDORES .....	520

	<u>Pág.</u>
VIII. SUPERVISIÓN .....	521
IX. EPÍLOGO.....	523
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>525</b>

## PRELIMINAR

En este libro se ofrece al lector una visión global del régimen jurídico aplicable a las Instituciones de Inversión Colectiva, al Mercado Hipotecario y a la Titulización. El examen conjunto del régimen jurídico de cada una de las instituciones estudiadas, no empece que se hagan aproximaciones de profundización en cuestiones particulares de especial relevancia, como la naturaleza jurídica de los fondos de inversión, de las participaciones hipotecarias o de las facultades de cedente y cesionario en la titulización de créditos.

Existe un hilo conductor que une las tres materias que abarca esta obra: la financiación en el mercado a través de la inversión de una pluralidad de inversores. En la inversión colectiva se pone el acento en lo que hace a la unión de los inversores para compartir riesgo y rendimiento. En el mercado hipotecario se pone el foco en las tres clases de instrumentos financieros (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) que permiten canalizar recursos para la inversión en el sector inmobiliario (especialmente en vivienda). En la titulización se hace especial hincapié en la transmisión del riesgo crediticio hacia los inversores en el mercado a través de la cesión y transformación de los flujos económicos provenientes del crédito.

Se trata de materias que, como todas en el sistema financiero, están sometidas a una frecuente mutación regulatoria. Las autoridades económicas de la Unión Europea y de España han de estar en permanente observación de la evolución económica y han de reaccionar con prontitud ante la necesidad de cambios en la estructura del sistema financiero o en el funcionamiento de este. Tal necesidad de respuesta lleva con frecuencia al cambio legal y a que se produzca el fenómeno de la llamada en su día «legislación motorizada».

Las circunstancias políticas en España llevaron a que durante 2016 las Cortes españolas no pudieran ocuparse de su actividad legislativa. Tampoco el Gobierno en funciones tenía entre sus prioridades y facultades la del desarrollo regulatorio en materia económica. Ello llevó a una cierta «estabilidad» legislativa en materia financiera con ausencia de novedades relevantes en 2016. En consecuencia, la foto final del cuadro normativo que se recoge en este libro es el siguiente:

### 1. Inversión Colectiva:

A. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, con su última modificación mediante la Ley 25/2015, de 28 de julio, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de la carga financiera y otras medidas de orden social.

B. Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, con su última modificación mediante el Real Decreto 877/2015, de 2 de octubre, de desarrollo de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, por el que se regula el fondo de reserva que deben constituir determinadas fundaciones bancarias; se modifica el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio; y se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

### 2. Mercado hipotecario:

A. Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, con su última modificación mediante la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.

B. Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, con su última modificación mediante el Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifican el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito.

### 3. Titulización:

A. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

B. Circular 2/2016, de 20 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

El cuadro de la legislación aplicable se completa con el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores había sido objeto de innumerables modificaciones. Tras varias encomiendas o autorizaciones legales anteriores, no implementadas por el Gobierno, finalmente este, sobre la base de la autorización contenida en la Ley 20/2014, de 29 de octubre, por la que se delega en el Gobierno la potestad de dictar diversos textos refundidos, en virtud de lo establecido en los arts. 82 y ss. de la Constitu-

ción Española, aprobó el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

El libro se compone de cinco capítulos. Se dedican los dos primeros a la inversión colectiva, los dos siguientes al mercado hipotecario y el quinto a la titulización. En el capítulo primero se estudian los aspectos generales de la regulación de la inversión colectiva. Se hace un especial examen del régimen de información y de inversiones. En el capítulo segundo se analizan las distintas clases de instituciones de inversión colectiva (fondos y sociedades), las sociedades gestoras, el depositario, las modificaciones estructurales, las normas de conducta, la supervisión y el régimen sancionador.

El capítulo tercero está dedicado a los aspectos generales del mercado hipotecario. Se examinan los antecedentes históricos y la configuración jurídica actual del mercado hipotecario. El capítulo cuarto se ocupa del análisis de cada uno de los instrumentos financieros específicos del mercado hipotecario: cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias.

En el quinto y último capítulo se estudia el régimen jurídico de la titulización. Se comienza con un resumen de los antecedentes legislativos. Se continúa con la exposición del régimen jurídico contenido en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, contrastando las diferencias con la regulación anterior, que perdura aplicable mientras existan bonos de titulización emitidos conforme al régimen jurídico existente con anterioridad a la Ley 5/2015. En definitiva, en el capítulo quinto se examinan el activo y el pasivo de los fondos de titulización, las sociedades gestoras de estos fondos y el régimen de supervisión.

En el tratamiento de las tres materias estudiadas en esta obra se ha pretendido encontrar el punto de equilibrio entre la exposición descriptiva del régimen jurídico aplicable a las distintas instituciones jurídicas y el análisis jurídico en profundidad de carácter monográfico a propósito de cuestiones especialmente relevantes. No obstante, en este segundo caso, no se pretende tampoco el tratamiento exhaustivo. Cuando la materia ha sido ya objeto de estudio monográfico por la doctrina, se hace remisión a la misma para un análisis más profundo o extenso. El lector tendrá la última palabra a la hora de determinar en qué medida se alcanza el punto de equilibrio buscado. Con él se pretende dar respuesta, por una parte, al operador jurídico o económico que busca el dato relativo a la norma aplicable y el contenido de la misma, y por otra, al estudioso jurista que pretende profundizar en el examen de determinadas instituciones jurídicas aquí tratadas.

Por esta vía se busca también una cierta permanencia de la utilidad de la obra. Como se ha dicho, los cambios en la regulación financiera son frecuentes. Por tanto, el dato regulatorio dejará de estar actualizado con el transcurso del tiempo en la medida que se produzcan modificaciones de los textos legales. Sin embargo, hay dos elementos en el libro que pueden permanecer en el tiempo como herramienta útil al lector: la estructura y concepto de las instituciones, por

una parte, y el análisis jurídico, por otra. La comprobación de la vigencia de la norma es un requisito básico de prudencia y diligencia del operador jurídico. Ninguna publicación jurídica releva al jurista de dicho deber de diligencia. Las nuevas tecnologías facilitan la consulta del dato. Los trabajos de los juristas estudiosos ayudan al manejo y a la comprensión de la norma. Con mi modesta aportación espero contribuir a la mejor intelección y aplicación del régimen jurídico de la Inversión Colectiva, el Mercado Hipotecario y la Titulización en España.

Sevilla, 23 de abril de 2017, día de San Jorge.

Agustín MADRID

# CAPÍTULO I

## REGULACIÓN GENERAL DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

**SUMARIO:** I. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS.—A) Etapa fiscal.—B) Etapa financiera.—II. DERECHO COMPARADO.—III. NOCIÓN Y CLASES.—IV. NORMAS COMUNES.—A) Ámbito de aplicación.—B) Constitución.—*a*) Autorización.—*b*) Registro.—C) Ejercicio de la actividad.—D) Modificaciones.—E) Comercialización transfronteriza.—*a*) De IIC extranjeras en España.—*b*) De IIC españolas en el exterior.—F) Distribución de resultados.—G) Revocación de la autorización.—V. INFORMACIÓN.—A) Cuadro normativo.—B) Folleto.—C) Documento con los datos fundamentales para el inversor.—D) Informes.—*a*) Informe anual.—*b*) Informe semestral.—*c*) Informe trimestral.—*d*) Remisión de informes.—E) Verificación.—F) Entrega de la documentación informativa.—VI. OTROS INSTRUMENTOS INFORMATIVOS.—A) Estados de posición y resguardos.—B) Cuentas y auditoría.—C) Hechos relevantes.—D) Participaciones significativas.—E) Derecho de separación.—F) Información estadística.—VII. INVERSIONES FINANCIERAS.—A) Activos cotizados y otros activos actos para la inversión.—B) Valores no cotizados.—C) Diversificación.—D) Limitaciones.—E) Productos derivados.—F) Liquidez.—G) Política de inversión.

### I. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

Es un hecho constatado que el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva corre parejo al de los mercados de valores en general. El proceso de liberalización de nuestro sistema financiero en los años setenta del siglo xx desembocó en la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (*BOE* núm. 181, de 29 de julio; corrección de errores en *BOE* núm. 122, de 23 de mayo de 1989, repetida en *BOE* núm. 185, de 4 de agosto de 1989) (LMV). La reestructuración de los mercados de valores llevó a un incremento del llamado ahorro popular inversor. Gran parte del mismo no se produjo directamente en los mercados, sino indirectamente a través de las instituciones de inversión colectiva, que experimentaron un significativo crecimiento, en número y, por supuesto, en volumen de recursos gestionados. Esta

forma de inversión permite distribuir y amortiguar el riesgo a la vez que acceder a una gestión profesionalizada.

La regulación de la inversión colectiva en España arranca con normas de índole fiscal. No se pretendía tanto la regulación sustantiva de las instituciones de inversión colectiva cuanto propiciar fiscalmente la canalización de recursos de pequeños ahorradores hacia la inversión productiva a través de los mercados de capitales. TAPIA (TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid, Dykinson, 1998, pp. 54-59) sitúa los inicios de la regulación de estas instituciones en 1952 al tiempo que divide su historia legislativa en tres etapas: formación dispersa, consolidación integradora y plena integración el mercado de valores.

### **A) Etapa fiscal**

La primera Ley que regula la materia no se ocupa de las instituciones de inversión colectiva como un conjunto. Se refiere solo a las sociedades de inversión mobiliaria y a los únicos efectos de establecer beneficios fiscales. Se incentiva así la puesta en común de capitales para la gestión colectiva de su inversión en valores mobiliarios. Se esta forma se divide el riesgo entre el colectivo inversor y la pluralidad de valores mobiliarios que son objeto de adquisición. Para favorecer la llegada de capitales al mercado se dictó la Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria (*BOE* núm. 198, de 16 de julio). En la exposición de motivos de la Ley se deja claro que no se pretende regular un nuevo tipo o clase de sociedades, por eso se reitera que «no se pretende enmarcar en una nueva concepción jurídica Sociedades ya existentes, ni estimular la creación de nuevas Compañías de inversión. Las actuales, o que por iniciativa privada se constituyan, pueden regirse con toda libertad por sus Estatutos, en armonía con lo establecido por la legislación vigente, y solo aquellas que se acojan a los beneficios fiscales que esta Ley concede, tienen como contrapartida las limitaciones respecto a su funcionamiento que, en aras a la seguridad de inversión, se establecen».

La Ley de 1952 fue derogada y sustituida por la Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria (*BOE* núm. 311, de 29 de diciembre). La perspectiva reguladora seguía siendo fiscal y limitada a las sociedades de inversión mobiliaria. Ante la rigidez de las condiciones impuestas anteriormente para obtener los beneficios fiscales, se pasa a un régimen más flexible para que las sociedades puedan adaptar más fácilmente sus inversiones a las variaciones del mercado. Pero el concepto básico delimitador de estas sociedades sigue siendo el mismo en el artículo primero de ambas Leyes: «Tendrán la consideración de Sociedades de Inversión Mobiliaria a los efectos de esta Ley las Compañías anónimas que, teniendo un capital desembolsado no inferior a veinticinco millones de pesetas, tengan por exclusivo objeto la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y

enajenación de valores mobiliarios para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política de otras Sociedades». Se sigue, pues, contemplando solo sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo.

El régimen fiscal establecido en la Ley de 26 de diciembre de 1958 fue ampliado con algunas disposiciones posteriores como el Decreto-ley 10/1959 de 21 de julio, de ordenación económica (*BOE* núm. 174, de 22 de diciembre), que extendía (art. 9.º) los beneficios fiscales a las sociedades de inversión mobiliaria que tuviesen como objeto social exclusivo la inversión en valores de sociedades extranjeras; el Decreto-ley 16/1959, de 27 de julio, sobre Inversión de Capital Extranjero en Empresas Españolas (*BOE* núm. 179, de 28 de julio), que permitía (art. 10.º) la posesión a los extranjeros la posesión de acciones de las sociedades de inversión mobiliaria (así se incentivaba fiscalmente la inversión de capitales extranjeros en España); el Decreto 2305/1959, de 17 de diciembre, por el que se regulan las Sociedades a que se refiere el art. 9.º del Decreto-ley sobre Ordenación Económica, de 21 de julio de 1959 (*BOE* núm. 310, de 28 de diciembre); Orden de 11 de agosto de 1961 por la que se dispone que el capital de las Sociedades de inversión mobiliaria puede ser aportado por extranjeros hasta el 50 por 100 (*BOE* núm. 253, de 23 de octubre).

Consciente el legislador de la deficiente regulación de la materia, la Ley 2/1962, de 14 de abril, sobre bases de ordenación del crédito y de la Banca (*BOE* núm. 91, de 16 de abril) dispuso en su base octava: «Se perfeccionará la legislación vigente sobre Sociedades de cartera, apoyando su desarrollo y dándoles para ello mayores facilidades como instrumento de fomento del ahorro...». En desarrollo de esta previsión legal se dictó el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio (*BOE* núm. 107, de 4 de mayo), que introduce modificaciones en el texto de la Ley de 26 de diciembre de 1958 y además introduce la figura de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (art. 6.º), los fondos de inversión mobiliaria (art. 7.º), los fondos de inversión inmobiliaria (art. 8.º), las sociedades gestoras y las entidades depositarias (art. 9.º). El Decreto-ley introduce, pues, la estructura básica completa de las instituciones de inversión colectiva, aunque no utiliza esta denominación genérica ni desarrolla el régimen jurídico general aplicable. El objetivo sigue siendo la regulación de los beneficios fiscales, remitiendo el desarrollo más pormenorizado a normas de inferior rango.

Entre dichas disposiciones subsiguientes se encuentran la Orden de 5 de junio de 1964 por la que se reglamenta el régimen Jurídico-Fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria previstos en el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril (*BOE* núm. 140, de 11 de junio), la Orden de 5 de junio de 1964 por la que se reglamenta el régimen Jurídico-Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria acogidas a la Ley de 26 de diciembre de 1958, modificada por Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril (*BOE* núm. 140, de 11 de junio), la Orden de 24 de junio de 1967 sobre cotización calificada de los certificados de participación en fondos de inversión mobiliaria (*BOE* núm. 168, de 15 de julio), el Decreto 2285/1964,

de 27 de julio, sobre adaptación de exenciones fiscales a la Ley de Reforma del Sistema Tributario (*BOE* núm. 198, de 18 de agosto). En las Órdenes de 5 de junio de 1964 citadas se establece la regulación sustantiva de las sociedades y los fondos de inversión mobiliaria. Sin embargo se hace a los solos efectos de aplicar los beneficios fiscales. No obstante, aparece ahí el germen de la futura regulación de las instituciones de inversión colectiva, aunque en una norma de rango ministerial debido a la deslegalización de la materia contenida en el citado Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril (art. 27).

Por último, en esta primera etapa de dispersión normativa, hay que mencionar la relevante Orden de 1 de diciembre de 1970 por la que se da nueva redacción al régimen jurídico-fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria previstos en el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril (*BOE* núm. 295, de 10 de diciembre, corrección de errores en *BOE* núm. 38, de 13 de febrero de 1971). A la vista de la experiencia, que había puesto de manifiesto fallos en la importación de la regulación foránea de los fondos de inversión (*vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Acto de apertura», en *Coloquio sobre el Régimen Jurídico de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, Instituto de Estudios Bancarios y Bursátiles, 1974, p. 14), se procede a modificar el régimen jurídico contenido en la Orden de 5 de junio de 1964 por la que se reglamenta el régimen Jurídico-Fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria previstos en el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, a fin de dotar el funcionamiento de los fondos de mayor agilidad y flexibilidad. Pero no se sigue la técnica de la modificación de la Orden preexistente, sino que se toma su texto, se introducen las modificaciones y el nuevo texto se publica como nueva Orden derogando la anterior. Entre las novedades más relevantes se encuentran la posibilidad de constituir los fondos mediante suscripción pública, la rebaja del 90 al 70 por 100 del porcentaje de inversión obligatoria en valores cotizados en Bolsa, la rebaja de 1.500 a 1.000 millones de pesetas del patrimonio inicial mínimo de los fondos y también la rebaja de 150 a 100 millones de pesetas del capital social mínimo de las sociedades gestoras.

A pesar de que la Orden de 1 de diciembre de 1970 contiene la regulación sustantiva básica de los fondos de inversión mobiliaria, dicha regulación nace del Ministerio de Hacienda, dada la preocupación fiscal del regulador, no obstante ser mercantil la naturaleza de las normas. Como pusiera de manifiesto el profesor Fernando SÁNCHEZ CALERO, nuestros «mejores autores han puesto de manifiesto que el Derecho Fiscal es pionero del Derecho mercantil. Su mayor flexibilidad, su cercanía de los hechos, hacen que aquel adelante a este. Mas nos parece que en el supuesto de los Fondos de Inversión —como en otros— lo que en principio fueron presupuestos para otorgar desgravaciones fiscales, se han transformado en régimen completo de estas instituciones» (SÁNCHEZ CALERO, F., «Prólogo», en *Coloquio sobre el Régimen Jurídico de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Instituto de Estudios Bancarios y Bursátiles, Bilbao, 1974, p. 8).