

COMPARACIÓN FINANCIERA DE LA TRIBUTACIÓN EFECTIVA DEL AHORRO EN EL REAL DECRETO LEGISLATIVO 3/2004 Y EN LA LEY 35/2006

Jorge de Andrés Sánchez, jorge.deandres@urv.net, Universidad Rovira i Virgili

RESUMEN

Este trabajo analiza las principales repercusiones que ha supuesto la modificación del IRPF debida a la entrada en vigor de la ley 35/2006 sobre la fiscalidad de los activos financieros. El estudio utiliza la metodología de medición financiera de la carga fiscal desarrollada en Boadway *et al.* (1984, 1987) y Coyne *et al.* (1989).

PALABRAS CLAVE: Fiscalidad, Impuesto sobre la renta de las personas físicas, tributación de activos financieros.

ABSTRACT

This paper analyses the impact of the recent modifications by the law 35/2006 over personal fiscal regulation in the taxation of the incomes from financial assets. In this study, we measure tax charges by using the methodology developed in Boadway *et al.* (1984, 1987) and Coyne *et al.* (1989).

KEYWORDS: Taxation, personal taxes, financial analysis of the taxation on financial assets

1. INTRODUCCIÓN

Tal como pone de manifiesto García-Vaquero (1995), la tributación de los rendimientos de los activos financieros en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) es un factor clave en las decisiones financieras de las economías familiares. Domínguez (1994) indica que, sorprendentemente, la planificación financiero-fiscal ha quedado confinada en España hasta hace relativamente poco tiempo al campo de la asesoría fiscal. No obstante, a partir de los 90 el estudio del impacto financiero de las leyes tributarias ha generado en nuestro país una amplia literatura académica. Así, podemos remarcar como áreas relevantes del análisis de la fiscalidad desde una perspectiva financiera:

- Análisis general de la tributación del ahorro en el IRPF: García-Vaquero (1995, 2000), González -Páramo (1995, 1997), González-Páramo y Bádenes (1999, 2000)
- La fiscalidad de acciones y activos de renta fija: Alegre y Sáez (1991), Ortí *et al.* (1996), Ferruz y Sarto (1996), de Andrés *et al.* (2001), de Andrés *et al.* (2006).
- La tributación de productos bancarios de ahorro y fondos de inversión: López y Rodríguez (1998), Sabi *et al.* (1999), García y Ruiz (1997, 1999), González-Vila *et al.* (2006).
- La fiscalidad de productos de ahorro-previsión: Domínguez (1995), Devesa y Vidal (1997), Fernández (1998), García y Ruiz (1998), Corchuelo (2000), de Andrés y Terceño (2001), de Andrés (2004), Vidal *et al.* (2005).
- Los incentivos fiscales de los préstamos para la adquisición de vivienda habitual: Forés *et al.* (1999), Onrubia y Sanz (1999), Domínguez y López (2001).

- La influencia de la fiscalidad en la elección de fuentes de financiación empresariales como el leasing, el renting, etc.: Jansson y Salas (1995), Ferruz y Sarto (1997), Domínguez y López (1997), Astorga (2006), Bernáldez (2006).
- Los sistemas de amortización fiscales: Domínguez y López (1997), de Andrés (2006).

Nuestro trabajo realiza un análisis comparativo del tratamiento fiscal de las inversiones financieras en el IRPF vigente hasta 2006, inicialmente regulado por la ley 40/1998 del IRPF y que tras las sucesivas modificaciones quedó fijado en el Real Decreto Legislativo (RDL) 3/2004; y la nueva regulación, que se concreta en la ley 35/2006, del IPPF y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no residentes y sobre el Patrimonio. Excluimos de nuestro análisis a los instrumentos con una finalidad específica de ahorro-previsión como los planes pensiones.

Tanto en el RDL 3/2004 como en la ley 35/2006, el rendimiento generado por la mayor parte de activos financieros tiene consideración de rendimientos del capital mobiliario (RCM). También en ambos marcos tributarios las plusvalías derivadas de la venta de acciones y participaciones en fondos de inversión se integran dentro de la rúbrica de ganancias y pérdidas patrimoniales (GPP). No obstante, la ley 35/2006 ha simplificado la tributación de los rendimientos del ahorro. Por una parte, elimina las reducciones de los RCM procedentes de activos financieros cuando su plazo de generación supera los 2 años y el mecanismo estipulado para la corrección de la doble imposición de dividendos. Por otra parte, mientras el RDL 3/2004 diferencia la base general, que integra la mayor parte de rendimientos del contribuyente y la base especial, que queda integrada por las GPP generadas en más de un año; la ley 35/2006 distingue entre base general y base del ahorro, que es gravada al tipo único del 18%. Esta última integra a los RCM procedentes de operaciones financieras y las GPP que se pongan de manifiesto por transmisiones de elementos patrimoniales, como es el caso de las plusvalías procedentes de la compraventa de acciones y de participaciones de fondos de inversión.

Una primera consecuencia de la reforma del IRPF es la neutralidad impositiva entre activos financieros, ya que a partir de 2007 todos sus rendimientos se integran en la misma base tributaria y han sido eliminadas las correcciones que se aplicaban en algunos casos. En los marcos normativos del IRPF anteriores a la ley 35/2006, el tratamiento del ahorro carecía de neutralidad. Por otra parte, en el RDL 3/2004 gran mayoría de rendimientos procedentes de operaciones financieras se integraban en la base general, por lo que eran gravados bajo el principio de progresividad. En el nuevo IRPF, la aplicación del tipo único del 18% supone la desaparición de dicha progresividad.

Este trabajo evalúa, desde un punto de vista financiero, la variación de la carga fiscal que sufre la inversión en activos financieros producida por la sustitución del RDL 3/2004 con la ley 35/2006. Para medir dicha carga fiscal se utilizan los conceptos de *tipo efectivo* (de gravamen) *anual equivalente* y de *tipo marginal efectivo real* desarrollados en Broadway *et al.* (1984, 1987) y Coyne *et al.* (1989). En España, y dentro del análisis de las implicaciones de la tributación en las decisiones de inversión de las personas físicas, González-Páramo (1995, 1997) utiliza esos conceptos para evaluar la fiscalidad efectiva de los rendimientos derivados de instrumentos financieros en el marco de la ley 18/1991, mientras que González-Páramo y Bádenes (1999, 2000) analizan las

mismas cuestiones desde la perspectiva de la ley 40/1998. Por otra parte, de Andrés *et al.* (2006) también utilizan esta metodología para cuantificar las distorsiones producidas por el diferente tratamiento fiscal que reciben en el RDL 3/2004 los Bonos del Estado y los bonos segregados de éstos, los strips.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo epígrafe se describe la metodología utilizada para medir la carga fiscal que genera el impuesto directo sobre los rendimientos de los activos financieros. En los siguientes tres epígrafes realizamos un análisis comparativo del tratamiento fiscal en el RDL 3/2204 y en la ley 35/2006 de las operaciones financieras más habituales. Finalizamos remarcando las conclusiones que pueden derivarse del trabajo realizado.

2. VALORACIÓN DE LA CARGA FISCAL SOBRE LAS OPERACIONES FINANCIERAS

Para medir la carga fiscal a la que están sujetos los activos financieros, partimos del concepto de *tipo* (de gravamen) *efectivo anual equivalente* (TEAE) desarrollado en Boadway *et al.* (1987) y Coyne *et al.* (1989). Una primera aproximación al TEAE consistiría en definirlo como aquel tipo de gravamen que aplicado sobre el rendimiento generado por un activo financiero al final de cada ejercicio fiscal (es decir, anualmente y por vencido) supone la misma carga fiscal que su tributación legal.

Para obtener la TEAE de una alternativa inversora partimos de que ésta capitaliza anualmente 1 unidad monetaria a un tipo de interés nominal r , que es su rentabilidad antes de impuestos. Así, el rendimiento absoluto del activo antes de impuestos el t -ésimo año es $r(1+r)^{t-1}$. En la fiscalidad de referencia para el cálculo del TEAE el rendimiento de este instrumento será gravado anualmente a un tipo marginal g_e . Así, el valor actual de los impuestos asociados a la tributación de referencia, un año después de iniciarse la inversión, y si el horizonte temporal de T años, es notado como VA_R :

$$VA_R = \sum_{t=1}^T \frac{g_e r (1+r)^{t-1}}{(1+r)^{t-1}} = g_e r T \quad (1)$$

El TEAE asociado a la fiscalidad legalmente establecida para un activo financiero es aquel tipo de gravamen g_e que permite igualar el valor actual de su carga impositiva bajo la fiscalidad de referencia (VA_R) y el valor actual de los pagos tributarios imputables a la fiscalidad real, que denominamos como VA . Así, la TEAE es:

$$TEAE = \frac{VA}{rT} \quad (2)$$

Así, una vez hemos determinado el TEAE de cada inversión, podemos cuantificar su *tipo marginal efectivo real* (TMER), que es introducido en Boadway *et al.* (1984). El TMER cuantifica el tipo de gravamen aplicado sobre la rentabilidad real; es decir, teniendo en cuenta la inflación. Así, la TMER se define como la proporción que el rendimiento nominal gravado anualmente con el TEAE ($TEAE \times r$) supone sobre el rendimiento real antes de impuestos, R , siendo $R=r-\pi$ y π la inflación proyectada durante todo el horizonte inversor:

$$TMER = \frac{TEAE \times r}{r - \pi} \quad (3)$$

Es inmediato determinar la variación de la carga fiscal existente sobre un determinado activo financiero tras la entrada en vigor de la ley 35/2005 calculando la diferencia entre TEAEs y/o de TMERs que resultan de dicha ley y del Real Decreto Legislativo (RDL) 3/2004.

En todas las aplicaciones numéricas supondremos que los rendimientos instrumentos financieros que evaluamos generan una rentabilidad anual antes de impuestos del $r=5,5\%$ y que la tasa de inflación anual es el $\pi=3\%$. Así, el rendimiento real antes de impuestos es $R=2,5\%$. También consideramos que entre la percepción del rendimiento y su liquidación del IRPF correspondiente transcurre 1 año, lo que implica asumir que los rendimientos de la inversión se producen, aproximadamente, a mediados de un año natural; ya que la liquidación de un ejercicio fiscal se realiza normalmente entre mayo y junio del siguiente año.

3. TRIBUTACIÓN DE LOS RENDIMIENTOS DEL CAPITAL MOBILIARIO CON PERIODO DE GENERACIÓN HASTA 2 AÑOS

3.1. Tributación general de los rendimientos del capital mobiliario

Analizamos a continuación la tributación de las rentas procedentes de activos financieros que tienen consideración de rendimientos del capital mobiliario (RCM) y cuyo periodo de generación es inferior a los 2 años. En el Real Decreto Legislativo (RDL) 3/2004, los RCM se integran en la base general (BG), siendo sólo deducibles los gastos de administración y depósito de los valores negociables. Por tanto, su tipo de tributación marginal legal es el estipulado por la escala de gravamen aplicable sobre la BG que indica la tabla 1, que comprende las escalas estatales y autonómicas, también selaladas en dicha tabla. Asimismo, según el Real Decreto (RD) 214/1999, los RCM están sujetos a una retención del 15%. Por tanto, si denominamos como r al rendimiento anual antes de impuestos del activo financiero, T a la duración de la inversión ($T \leq 2$), g_m al tipo marginal legal del inversor en su BG según el RDL 3/2004, el valor actual de la carga impositiva (VA) que debemos computar en (2) es:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]0,15}{(1+r)^{T-1}} + \frac{[(1+r)^T - 1]}{(1+r)^T} (g_m - 0,15) \quad (4)$$

La ley 35/2006 diferencia entre BG y base del ahorro (BA). En la BA deben integrarse todos los rendimientos generados por activos financieros y; por tanto, los RCM. La BA está sujeta a un tipo de gravamen legal del 18%, que se desglosa en el tipo estatal (11,1%) y el autonómico (7,1%). Como en el RDL 3/2004, sólo pueden deducirse de los RCM los gastos de administración y depósito de los valores negociables. Asimismo, según el RD 1576/2006, los RCM están sujetos a una retención a cuenta del 18%. Dado que el tipo de retención coincide con el tipo marginal legal, el RCM queda gravado completamente en el momento de su percepción. Así, en (2) deberemos considerar:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]0,18}{(1+r)^{T-1}} \quad (5)$$

Tanto en anterior marco tributario como en el actual, algunos rendimientos de activos financieros como los procedentes de las Letras de Tesoro, los de las operaciones repos o las plusvalías puestas de manifiesto por la venta de bonos y obligaciones que pagan interés explícito están exentos de retención a cuenta. Cuando aplicamos el RDL 3/2004 el VA se obtiene como:

$$VA = \frac{\left[(1+r)^T - 1 \right] g_m}{(1+r)^T} \quad (6)$$

en cambio, la ley 35/2006 considera:

$$VA = \frac{\left[(1+r)^T - 1 \right] 0,18}{(1+r)^T} \quad (7)$$

La tablas 2 y 3 indican los TEAE y TMER para las dos legislaciones tributarias expuestas. En ambas tablas puede observarse que al no existir ningún tipo de corrección o reducción contemplado, la TEAE, tal como se deduce de su definición, debe situarse cerca del tipo marginal legal. El hecho de que sea ligeramente diferente al mismo, dependerá del diferimiento que produzca la regulación fiscal evaluada en la tributación de los rendimientos respecto a la fiscalidad de referencia en (1). El aplazamiento de la tributación de una operación financiera viene influido por dos factores: la periodicidad imputada al devengo de sus rendimientos y el tiempo que transcurre desde dicho devengo hasta su tributación. Una menor periodicidad en la generación del RCM supone un aumento de la frecuencia con que son gravados y por tanto, una mayor presión fiscal (es decir, una mayor TEAE y/o una mayor TMER). Por supuesto, cuanto mas tiempo transcurra entre el devengo del RCM y de su gravamen, la carga tributaria sobre la renta de la operación financiera es menor. Por tanto, tal como se deduce de la comparación de las tablas 2 y 3, la TEAE y la TMER disminuyen sensiblemente a medida que aumenta la periodicidad de pago de los rendimientos y si éstos no están sujetos a retención fiscal.

Ya comentamos que dentro del marco de la ley 35/2006, el RCM es gravado completamente en el momento de su devengo. Por tanto, tal como muestra la tabla 2, si la periodicidad de la generación del rendimiento es inferior al año, se produce una anticipación de la tributación respecto al periodo fiscal de referencia (1 año), por lo que la TEAE es superior al tipo marginal legal del 18%. En cambio, si el plazo de generación del rendimiento es igual (superior) al año, la TEAE es igual (inferior) al 18%, ya que la tributación del rendimiento se produce con igual (inferior) frecuencia que la de referencia. Si el RCM no está sujeto a retención, la tabla 3 muestra que el diferimiento de 1 año del gravamen del rendimiento desde su devengo permite que su TEAE se sitúe, con independencia la periodicidad de devengo de la renta, siempre por debajo del teórico 18%.

En las tablas 2 y 3 se muestra que la ley 35/2006 sitúa la TEAE y la TMER en valores próximos al 18% y al 40%, respectivamente. Por tanto, los inversores que tenían una BG en RDL 3/2004 inferior a 4.000 € han salido perjudicados con la entrada en vigor de la ley 35/2006, ya que con anterioridad su TEAE rondaba el 15% y su gravamen sobre el rendimiento real se situaba alrededor del 30%. En niveles de renta superiores, la reforma fiscal supone una mejora que se manifiesta de forma notable con el incremento de la BG. Cuando el tipo marginal legal en el RDL 3/2004 se sitúa en el 45%, el TEAE disminuye en más de 25 puntos porcentuales, mientras que el TMER, que estaba situado en niveles superiores al 90%, disminuye cerca de 50 puntos porcentuales.

Tabla 1. Tipos de gravamen marginales de la base liquidable general en el Real Decreto legislativo 3/2004

Tramos (en €)	0-4.000	4.000,01-13.800	13.800,01-25.800	25.800,01-45.000	45.000,01 en adelante
Escala consolidada	15,00%	24,00%	28,00%	37,00%	45,00%
Escala estatal	9,06%	15,84%	18,68%	24,71%	29,16%
Escala autonómica	5,94%	8,16%	9,32%	12,29%	15,84%

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto legislativo 3/2004

Tabla 2. Indicadores de la fiscalidad efectiva en el Real Decreto Legislativo 3/2004 y en la ley 35/2006 de los rendimientos del capital mobiliario generados en menos de dos años y de las ganancias patrimoniales generadas en menos de un año sujetos a retención y su diferencia

	TEAE según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEAE en la ley 35/2006	Variación TEAE según el tipo marginal en el RDL 3/2004				
Tipo marginal legal	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00	18,00	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00
Plazo	TMER según tipo marginal en el RDL 3/2004					TMER en la ley 35/2006	Variación TEMER según el tipo marginal en el RDL 3/2004				
1 mes	15,37	23,90	27,69	36,22	43,81	18,44	3,07	-5,46	-9,25	-17,78	-25,36
3 meses	15,30	23,83	27,62	36,16	43,74	18,36	3,06	-5,47	-9,26	-17,79	-25,38
6 meses	15,20	23,73	27,52	36,05	43,64	18,24	3,04	-5,49	-9,28	-17,81	-25,40
1 año	15,00	23,53	27,32	35,85	43,44	18,00	3,00	-5,53	-9,32	-17,85	-25,44
1,5 años	14,80	23,22	26,96	35,38	42,86	17,76	2,96	-5,46	-9,20	-17,62	-25,10
1 mes	33,82	52,58	60,92	79,69	96,38	40,58	6,76	-12,00	-20,35	-39,11	-55,80
3 meses	33,67	52,43	60,77	79,54	96,22	40,40	6,73	-12,03	-20,38	-39,14	-55,83
6 meses	33,44	52,21	60,55	79,32	96,00	40,13	6,69	-12,08	-20,42	-39,19	-55,87
1 año	33,00	51,77	60,11	78,88	95,56	39,60	6,60	-12,17	-20,51	-39,28	-55,96
1,5 años	32,57	51,09	59,32	77,84	94,30	39,08	6,51	-12,01	-20,24	-38,76	-55,22

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto Legislativo 3/2004 y la ley 35/2006

Nota: Los valores vienen dados en tanto por ciento

Tabla 3. Indicadores de la fiscalidad efectiva en el Real Decreto Legislativo 3/2004 y en la ley 35/2006 de los rendimientos del capital mobiliario generados en menos de dos años y de las ganancias patrimoniales generadas en menos de un año no sujetos a retención y su diferencia

	TEAE según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEAE en la ley 35/2006	Variación TEAE según el tipo marginal en el RDL 3/2004				
Tipo marginal legal	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00	18,00	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00
Plazo	TEMER según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEMER en la ley 35/2006	Variación TEMER según el tipo marginal en el RDL 3/2004				
1 mes	14,22	22,75	26,54	35,07	42,65	17,06	2,84	-5,69	-9,48	-18,01	-25,59
3 meses	14,22	22,75	26,54	35,07	42,65	17,06	2,84	-5,69	-9,48	-18,01	-25,59
6 meses	14,22	22,75	26,54	35,07	42,65	17,06	2,84	-5,69	-9,48	-18,01	-25,59
1 año	14,22	22,75	26,54	35,07	42,65	17,06	2,84	-5,69	-9,48	-18,01	-25,59
1,5 años	14,03	22,45	26,19	34,61	42,09	16,84	2,81	-5,61	-9,35	-17,77	-25,26
1 mes	31,28	50,05	58,39	77,16	93,84	37,54	6,26	-12,51	-20,85	-39,62	-56,30
3 meses	31,28	50,05	58,39	77,16	93,84	37,54	6,26	-12,51	-20,85	-39,62	-56,30
6 meses	31,28	50,05	58,39	77,16	93,84	37,54	6,26	-12,51	-20,85	-39,62	-56,30
1 año	31,28	50,05	58,39	77,16	93,84	37,54	6,26	-12,51	-20,85	-39,62	-56,30
1,5 años	30,87	49,39	57,62	76,14	92,61	37,04	6,17	-12,35	-20,58	-39,10	-55,56

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto Legislativo 3/2004 y la ley 35/2006

Nota: Los valores vienen dados en tanto por ciento

3.2. Tributación de los dividendos de sociedades

Los marcos tributarios anteriores a la ley 35/2006 contemplaban un mecanismo de corrección por doble imposición de dividendos¹, cuyas implicaciones son estudiadas en Ferruz y Sarto (1996). En virtud de este

¹González-Cuellar (2003) realiza una exposición panorámica de los sistemas de corrección de la doble imposición de dividendos en el impuesto directo de personas de diferentes países.

mecanismo, los dividendos se computan de forma general en la BG por un 140%. No obstante, en el artículo 25 b) del RDL 3/2004 se contemplan diversas excepciones en las que su imputación en la base se realizará por el 125% o el 100% de su valor. Posteriormente se deducen en la cuota por un 40%, si son integrados en la BG por el 140%; y por un 25% cuando su valor se imputa en la base al 125%. Asimismo, el RD 214/1999 estipula una retención a cuenta para los dividendos del 15%. Así, el VA a computar en (2) en el caso general, que será el analizado en este trabajo:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]0,15}{(1+r)^{T-1}} + \frac{[(1+r)^T - 1]}{(1+r)^T}(1,4g_m - 0,55) \quad (8)$$

En este contexto r debe interpretarse como la rentabilidad por dividendo anualizada de la acción, mientras que T es la periodicidad del pago del dividendo. Nótese que dicha periodicidad tiene implicaciones de notable importancia en la valoración de las acciones de la sociedad, tal como se muestra en Ayala e Iturralde (1996).

La ley 35/2006 elimina el mecanismo corrector por doble imposición descrito. En cambio, estipula en el artículo 7.y) la exención de tributar por dividendos inferiores a 1.500 € anuales. Por tanto, su tipo de gravamen puede oscilar entre el 0%, si su valor no llega a superar los 1.500 € o ser prácticamente el 18%, si supusieran un montante muy superior a 1.500 €. En cualquier caso, el RD 1576/2006 no elimina la retención a cuenta de los dividendos, que en este caso es el 18%. Así, VA es:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]0,18}{(1+r)^{T-1}} + \frac{[(1+r)^T - 1]}{(1+r)^T}(g_d - 0,18) \quad (9)$$

donde g_d es el tipo de gravamen de los dividendos, que oscilará entre el 0% si su valor no supera 1.500 € y valores cercanos al 18% para montantes suficientemente elevados.

La tabla 4 muestra que si la BG no supera 13.800 € la fiscalidad del RDL 3/2004 es negativa, tanto desde la perspectiva del tipo marginal legal corregido; es decir, el tipo marginal legal al que se aplica la corrección por doble imposición ($1,4g_m - 0,4$), como considerando el TEAE y TMER, lo que supone un cobro fiscal. Para BG situadas entre 13.800 € y 25.800 € los dividendos son gravados con tipos muy cercanos a cero. Si obviamos la existencia de retención a cuenta, llegaríamos a la conclusión de que la fiscalidad supone un gravamen ligeramente negativo. De hecho, tal como apuntan Ferruz y Sarto (1996), el mecanismo corrector “140%-40%” anula la imposición en el IRPF de los dividendos para tipos de gravamen del 28,57%, que es la tasa que, en la práctica, grava por término medio a las sociedades que tributan al 35% cuando se considera la existencia de todos los incentivos fiscales contemplados en el Impuesto de Sociedades. No obstante, si tenemos en cuenta la inmovilización de recursos que supone la retención a cuenta del 15%, se observa que la presión fiscal es ligeramente positiva ya que la TEAE y la TMER son ligeramente superiores al 0%. En bases superiores a 25.800 € la aplicación del mecanismo corrector del RDL 3/2004 supone un pago fiscal que, en cualquier caso, es notablemente inferior al que resultaría de no aplicarse dicho mecanismo.

La tabla 4 mide también la fiscalidad efectiva sobre los dividendos en la ley 35/2006 considerado las dos situaciones extremas que pueden producirse: la primera, muy plausible, supone que los dividendos no superan los 1.500 €. En la segunda, el montante de los dividendos es tan elevado que su tipo de gravamen se acerca al

18%. Debemos reconocer que el último supuesto sólo es real² cuando la BG se sitúa en el tramo de rentas más elevadas de la escala del RDL 3/2004. Puede observarse que aunque los dividendos no superen los 1.500 € sufren cierta carga tributaria debida a la retención fiscal a que están sujetos. En este caso la TEAE oscila, en función de la periodicidad de devengo, entre el 0,9% y el 1,4%; mientras que la TMER se sitúa entre el 2,06% y el 3,04%. Por supuesto, la carga tributaria que sufren los dividendos disminuye a medida que aumenta su periodicidad, ya que la retención fiscal es aplicada con menor frecuencia.

La tabla 4 muestra que la nueva tributación de los dividendos es peor para BG inferiores a 25.800 € ya que el mecanismo compensador por doble imposición del RDL 3/2004 genera un “cobro” fiscal o, al menos, supone un gravamen prácticamente nulo. En cambio, con la nueva ley, la fiscalidad efectiva es ligeramente positiva si los dividendos no superan los 1.500 € pudiendo ser incluso más elevada en montantes superiores.

Tabla 4. Indicadores de la fiscalidad efectiva en el Real Decreto Legislativo 3/2004 y en la ley 35/2006 de los dividendos de sociedades que tributan al 35%

	TEAE según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEAE en la ley 35/2006	
Tipo marginal legal	15,00%	24,00%	28,00%	37,00	45,00	0	18
Tipo marginal legal corregido	-19,00	-6,40%	-0,80%	11,80	23,00	0	18
Periodicidad							
1 mes	-16,86	-4,91	0,39	12,34	22,95	1,38	18,44
3 meses	-16,92	-4,98	0,33	12,27	22,89	1,30	18,36
6 meses	-17,03	-5,08	0,22	12,17	22,78	1,18	18,24
1 año	-17,23	-5,28	0,02	11,97	22,58	0,94	18,00
	TEMER según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEMER en la ley 35/2006	
Periodicidad							
1 mes	-37,08	-10,81	0,87	27,14	50,50	3,04	40,58
3 meses	-37,23	-10,96	0,72	26,99	50,35	2,86	40,40
6 meses	-37,46	-11,18	0,49	26,77	50,12	2,59	40,13
1 año	-37,90	-11,6%	0,05	26,33	49,68	2,06	39,60

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto Legislativo 3/2004 y la ley 35/2006

Notas: (1) Los valores se expresan en porcentaje

(2) El tipo marginal legal corregido en el marco del RDL 3/2004 se deduce de aplicar el mecanismo de corrección por doble imposición al tipo marginal de la base general; es decir, es: $1,4g_m - 0,4$

En el tramo de rentas que en la BG del RDL 3/2004 se sitúan entre 25.800,01 € y 45.000 € no puede establecerse nítidamente si la tributación de los dividendos ha mejorado o empeorado. Si el montante de los dividendos está dentro del mínimo exento, la ley 35/2006 supone una mejora. En cambio, también debemos remarcar que si el valor de los dividendos es notablemente superior a 1.500 € la ley 35/2006 puede llegar a producir un tipo de gravamen legal y unos TEAE y TMER más elevados el RDL 3/2004. Concretamente, si el montante de los dividendos supera los 8.710 € éstos serán gravados a un tipo superior al tipo marginal legal corregido que estipula el RDL 3/2004, el 11,80%, ya que $(8.710-1500) \cdot 0,18 / 8.710 = 11,80\%$. De esta forma, si la periodicidad del devengo de los dividendos fuera anual, el VA que debería computarse en (2) es:

$$VA = 0,055 \times 0,18 + \frac{0,055}{(1 + 0,055)} (0,118 - 0,18) = 0,0066\dots$$

² Nótese que el tipo de gravamen de los dividendos alcanza el 17% cuando su montante es 124.500 €

Es fácil comprobar que posteriormente obtenemos un TEAE de al menos el 12,12%, que es superior, tal como indica la tabla 4, al 11,97% que se deduce de la aplicación del RDL 3/2004. Asimismo, el TMER asociado a dividendos superiores a 8.710 € es como mínimo el 26,68%, mientras en el RDL 3/2004 el TMER es 26,32%.

En la tabla 4 también se observa que el tramo de rentas superiores a 45.000 € la nueva tributación supone siempre una mejora. Se observa que de un tipo marginal legal corregido del 23% se pasa a tributar a un tipo legal que como máximo será el 18%. Así, dependiendo del montante que supongan los dividendos, el descenso que se produce en el TEAE oscila entre valores próximos al 5% y valores superiores al 20%, mientras que el gravamen sobre el rendimiento real puede disminuir entre un 10% y una proporción cercana al 50%.

4. TRIBUTACIÓN DE LOS RENDIMIENTOS DEL CAPITAL MOBILIARIO CON PERIODO DE GENERACIÓN SUPERIOR A 2 AÑOS

Este epígrafe analiza la fiscalidad efectiva de los RCM de activos financieros que el RDL 3/2004 considera que se generan de forma irregular en el tiempo. Dentro de esta categoría podemos remarcar los siguientes:

- Los de los depósitos bancarios con duración superior a 2 años y que pagan los intereses al vencimiento,
- Los procedentes de la compraventa de activos de renta fija cuando la duración de la inversión supera los dos años,
- Los proporcionados por contratos de seguros con prestación de capital cuando entre el pago de la prima y el cobro de la prestación transcurren más de dos años.

El RDL 3/2004 estipula una reducción general de los RCM generados en más de dos años del 40%. Asimismo, cuando el RCM proviene de un seguro de vida con prestación de capital y entre el pago de la prima y la percepción del capital transcurren más de 5 años, la reducción se incrementa al 75%. Por otra parte, los RCM irregulares también son imputados por el RDL 3/2004 en la BG. El RD 214/1999 estipula en este caso una retención del 15% de los rendimientos reducidos, pudiéndose señalar como excepción más relevante, la plusvalía obtenida con la venta de bonos con cupón explícito que, en cualquier caso, es una fuente secundaria de renta en estos instrumentos. Así, VA se calcula dentro de este marco tributario como:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1](1-C)0,15}{(1+r)^{T-1}} + \frac{[(1+r)^T - 1](1-C)(g_m - 0,15)}{(1+r)^T} \quad (10)$$

donde C es la reducción aplicable al RCM (es decir, el 40% o el 75%).

La ley 35/2006 sólo mantiene la reducción general del 40% de los RCM generados de forma irregular en el tiempo en aquellos casos contemplados su artículo 25.4; es decir, cuando no provienen de las operaciones financieras. Asimismo, la ley 35/2006 también integra en la BA este tipo de RCM mientras que el RD 1576/2006 estipula, con las mismas excepciones que el RD 214/1999, un pago a cuenta del 18% del rendimiento. Así, el VA es:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]0,18}{(1+r)^{T-1}} \quad (11)$$

Tabla 5. Indicadores de la fiscalidad efectiva en el Real Decreto Legislativo 3/2004 y en la ley 35/2006 de los rendimientos del capital mobiliario generados en mas de dos años con derecho en el RDL 3/2004 a la reducción del 40%

	TEAE según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEAE en la ley 35/2006	Variación TEAE en función del tipo marginal en el RDL 3/2004				
Tipo marginal legal	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00	18,00	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00
Tipo marginal legal corregido	9,00	14,40	16,80	22,20	27,00	18,00	9,00	14,40	16,80	22,20	27,00
Plazo											
2 años y 1 día	8,77	13,75	15,97	20,95	25,38	17,53	8,77	3,78	1,56	-3,42	-7,85
5 años	8,11	12,72	14,77	19,38	23,48	16,22	8,11	3,50	1,45	-3,16	-7,26
10 años	7,16	11,23	13,04	17,11	20,72	14,31	7,16	3,09	1,28	-2,79	-6,41
15 años	6,35	9,97	11,57	15,19	18,40	12,71	6,35	2,74	1,13	-2,48	-5,69
Plazo	TMER según tipo marginal en el RDL 3/2004					TMER en la ley 35/2006	Variación TEMER en función del tipo marginal en el RDL 3/2004				
2 años y 1 día	19,28	30,25	35,13	46,09	55,84	38,57	19,28	8,32	3,44	-7,52	-17,27
5 años	17,84	27,99	32,50	42,64	51,66	35,68	17,84	7,69	3,18	-6,96	-15,98
10 años	15,75	24,70	28,68	37,63	45,59	31,49	15,75	6,79	2,81	-6,14	-14,10
15 años	13,98	21,93	25,46	33,41	40,48	27,96	13,98	6,03	2,50	-5,45	-12,52

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto Legislativo 3/2004 y la ley 35/2006

Notas: (1) Los valores vienen dados en tanto por ciento

(2) El tipo marginal legal corregido en el marco del RDL 3/2004 es el que se deducen de aplicar al tipo marginal de la base general la reducción del 40%; es decir, es $(1-0,4)g_m$.

Tabla 6. Indicadores de la fiscalidad efectiva en el Real Decreto Legislativo 3/2004 y en la ley 35/2006 de los rendimientos de seguros de vida con prestación de capital generados en mas de 5 años

	TEAE según tipo marginal en el RDL 3/2004					TEAE en la ley 35/2006	Variación TEAE en función del tipo marginal en el RDL 3/2004				
Tipo marginal legal	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00	18,00	15,00	24,00	28,00	37,00	45,00
Tipo marginal legal corregido	3,75	6,00	7,00	9,25	11,25	18,00					
Plazo											
5 años y 1 día	3,38	5,30	6,15	8,08	9,78	16,22	12,84	10,92	10,06	8,14	6,43
10 años	2,98	4,68	5,43	7,13	8,64	14,31	11,33	9,64	8,88	7,19	5,68
15 años	2,65	4,15	4,82	6,33	7,67	12,71	10,06	8,55	7,89	6,38	5,04
Plazo	TMER según tipo marginal en el RDL 3/2004					TMER en la ley 35/2006	Variación TEMER en función del tipo marginal en el RDL 3/2004				
5 años y 1 día	7,43	11,66	13,54	17,77	21,53	35,68	28,25	24,02	22,14	17,91	14,16
10 años	6,56	10,29	11,95	15,68	19,00	31,49	24,93	21,20	19,54	15,81	12,49
15 años	5,82	9,14	10,61	13,92	16,87	27,96	22,13	18,82	17,35	14,04	11,09

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto Legislativo 3/2004 y la ley 35/2006

Notas: (1) Los valores vienen dados en tanto por ciento

(2) El tipo marginal legal corregido en el marco del RDL 3/2004 es el que se deducen de aplicar al tipo marginal de la base general la reducción del 75%; es decir, es $(1-0,75)g_m$

En la tabla 5 se cuantifica la repercusión que tiene la ley 35/2006 en la tributación efectiva de los RCM que tuvieran derecho en el RDL 3/2004 a la reducción del 40%. Podemos afirmar que la ley 35/2006 favorece a las bases superiores a 25.800 € ya que es a partir de dicha renta cuando el tipo marginal legal corregido, $(1-0,4)g_m$, el TEAE y el TMER resultantes de aplicar el RDL 3/2004 exceden a los que se derivan de la ley 35/2006. La tabla 6 muestra que la desaparición en la ley 35/2006 de la reducción del 75% de los rendimientos de los seguros de vida con un periodo de generación superior a 5 años ha supuesto un incremento de su carga tributaria en

todos los niveles de renta. Por supuesto, dicho aumento es menos acusado a medida que aumenta la BG del asegurado, ya que la desaparición de la reducción del 75% es compensada en mayor medida, aunque nunca totalmente, por la disminución del tipo marginal legal que grava al rendimiento. Así, las variaciones del TEAE oscilan entre el 5% ó 6%, cuando la BG según el RDL 3/2004 es superior a 45.000 €y el 11% ó 12%, cuando el tipo marginal legal de la BG en el RDL 3/2004 es del 15%. El aumento mínimo de la TMER se sitúa alrededor del 12%, lo que se produce en bases superiores a 45.000 € mientras que el aumento máximo se encuentra entorno al 25%, lo que se da en rentas que no superan los 4.000 €

Obsérvese que tanto en la tabla 5 como en la tabla 6 los RCM son gravados con una periodicidad superior a 1 año. Así, el tipo marginal legal corregido al que tributan los rendimientos, que sería la TEAE en el caso en que el RCM fuera gravado anualmente, es superior a la TEAE real. Por supuesto, también se observa que, por las razones ya expuestas, la presión fiscal sobre el RCM disminuye a medida que su periodo de generación aumenta.

5. TRIBUTACIÓN DE LAS GANANCIAS Y PÉRDIDAS PATRIMONIALES

A continuación analizamos el cambio producido en el tratamiento de las plusvalías procedentes de la venta de acciones y de participaciones de fondos de inversión, que tanto en el RDL 3/2004 como en la ley 35/2006 tienen la consideración de ganancias y pérdidas patrimoniales (GPP).

En el marco del RDL 3/2004, las GPP generadas en periodos de hasta 1 año se integran en la BG; mientras que en caso contrario se integran en la base especial (BE), que es gravada al 15% (el 9,06% estatal y el 5,94% autonómico). Tras la reciente reforma del IRPF, todas las GPP puestas de manifiesto por la transmisión de elementos patrimoniales se integran dentro de la BA, tributando por tanto al 18%. En ambos marcos tributarios, mientras que las plusvalías obtenidas con la venta de acciones no están sujetas a retención fiscal, las correspondientes a las participaciones en fondos de inversión si el inversor no reinvierte el montante obtenido con la venta si lo están (el 15% en el anterior marco tributario y el 18% en el actual). Así, el valor actual que debe imputarse en (2) si se produce una venta de acciones es:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]g}{(1+r)^T} \quad (12)$$

donde en el RDL 3/2004 g es el tipo marginal legal de la tabla 1 que le corresponda al inversor si $T \leq 1$ (g_m) y el 15% cuando $T > 1$. En cambio, si evaluamos (12) con la ley 35/2006, $g=18\%$. El valor actual de la carga tributaria procedente de la venta de participaciones de fondos de inversión es:

$$VA = \frac{[(1+r)^T - 1]c}{(1+r)^{T-1}} + \frac{[(1+r)^T - 1]}{(1+r)^T}(g - c) \quad (13)$$

donde c es el tipo de retención a cuenta (el 15% ó el 18%, según el marco fiscal) y g el tipo marginal legal de tributación, que en la ley 35/2006 es simplemente el 18%, mientras que en el RDL 3/2004 es el tipo marginal legal de la BG cuando $T \leq 1$ y el 15% si T supera el año.

La variación que provoca la ley 35/2006 en la carga fiscal sobre las ganancias patrimoniales generadas en menos de un año es la misma que la de los RCM generados en menos de dos años, y viene indicada en las tablas 2 y 3, por lo que las consideraciones ya realizadas sobre dichas tablas son extensibles a este supuesto.

Por otra parte, tal como muestra la tabla 7, la tributación de las ganancias patrimoniales generadas en más de 1 año empeora con la entrada en vigor de la ley 35/2006; ya que su tipo legal de tributación se incrementa desde el 15% hasta el 18%. Así, la TEAE y TMER se ofrece en la tabla 7. Se observa que la TEAE aumenta aproximadamente, entre dos o tres puntos porcentuales; mientras que la TMER se incrementa entre un 4% y un 8%. En la tabla 7 también se observa que tanto en el RDL 3/2004 como en la ley 35/2006 las plusvalías de las acciones sufren una carga fiscal ligeramente menor que las de las participaciones de los fondos de inversión, ya que las primeras no están sujetas a retención a cuenta.

Tabla 7. Indicadores de la fiscalidad efectiva en el Real Decreto Legislativo 3/2004 y en la ley 35/2006 de las plusvalías procedentes de la venta de acciones y participaciones en fondos de inversión con un periodo de generación superior al año

	TEAE de las plusvalías de las participaciones de los fondos de inversión			TEAE de las plusvalías de las acciones		
	RDL 3/2004	Ley 35/2006	Variación	RDL 3/2004	Ley 35/2006	Variación
1 año y 1 día	15,00	18,00	3,00	14,22	17,06	2,84
2 años	14,61	17,53	2,92	13,85	16,62	2,77
5 años	13,52	16,22	2,7	12,81	15,37	2,56
10 años	11,93	14,31	2,38	11,31	13,57	2,26
15 años	10,59	12,71	2,12	10,04	12,05	2,01
	TMER de las plusvalías de las participaciones de los fondos de inversión			TMER de las plusvalías de las acciones		
	RDL 3/2004	Ley 35/2006	Variación	RDL 3/2004	Ley 35/2006	Variación
1 año y 1 día	33,00	39,60	6,60	31,28	37,54	6,26
2 años	32,14	38,57	6,43	30,46	36,56	6,1
5 años	29,73	35,68	5,95	28,18	33,82	5,64
10 años	26,24	31,49	5,25	24,87	29,85	4,98
15 años	23,3	27,96	4,66	22,08	26,5	4,42

Fuente: Elaboración propia a partir del Real Decreto Legislativo 3/2004 y la ley 35/2006

Nota: Los valores vienen dados en tanto por ciento

5. CONCLUSIONES

Este trabajo realiza una descripción de los principales cambios que ha provocado la entrada en vigor del IRPF regulado por la ley 35/2006 en la tributación de los rendimientos procedentes de operaciones financieras y se ha cuantificado, utilizando los conceptos de tipo *efectivo anual equivalente* y *tipo marginal efectivo real* los efectos que ha tenido el cambio de marco legislativo en la carga fiscal que deben soportar dichos rendimientos.

La ley 35/2006 ha eliminado todos los coeficientes reductores aplicables a los rendimientos de algunos activos financieros y ha introducido un tipo único de gravamen para los rendimientos procedentes de cualquier operación financiera del 18%. Así, se ha producido una gran simplificación de la fiscalidad de los activos financieros, consiguiéndose también su neutralidad impositiva, pero se ha perdido la progresividad.

Cuando los niveles de renta del inversor oscilan desde aquéllos que podemos calificar de “medio-bajos” hasta aquéllos más elevados; es decir, cuando realmente la renta generada por el contribuyente puede producir ahorro, la ley 35/2006 ha mejorado la tributación de la mayor parte de operaciones financieras. No obstante, se observa un empeoramiento del tratamiento de determinadas operaciones financieras orientadas a captar ahorro a medio y largo plazo. Así, la carga fiscal a la que están sujetos los RCM generados en más de dos años aumentan, sobre todo para inversores cuya base tributaria en el Real Decreto Legislativo 3/2004 eran inferior a 45.000 €. También se observa un empeoramiento de la tributación de las plusvalías generadas en más de 1 año por acciones y fondos de inversión.

6. BIBLIOGRAFÍA

- ALEGRE, P.; SÁEZ, J. (1991): "Sobre la denominada <<tasa de rentabilidad financiero-fiscal>>", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm 67, pp. 465-487.
- ASTORGA, J.A. (2006). "El "renting": aspectos generales y diferencias con el "leasing"". *Harvard-Deusto Finanzas & Contabilidad*, 74, p. 20-36.
- AYALA, J.C. L.; ITURRALDE, T. (1996). "El modelo de descuento de dividendos: Comentarios críticos". *Actualidad Financiera*, 5/1996, p. 459-466.
- BERNÁLDEZ, M.P. (2006). "Mecanismos financieros para los emprendedores autónomos: los casos del leasing, del factoring y del renting". *Perspectivas del Sistema Financiero*, 86, p. 85-93.
- BOADWAY, R.; BRUCE, N.; MINTZ, J. (1984): "Taxation, inflation and effective marginal tax rate on capital", *Canadian Journal of Economics*, 17, pp. 62-79.
- BOADWAY, R.; BRUCE, N.; MINTZ, J. (1987): *Taxes on capital income in Canada: analysis and policy*. Canadian Tax Foundation, Toronto.
- CORCHUELO, B. (2000). "Valoración de la reforma del IRPF a través del coste financiero-fiscal de los sistemas de previsión individuales". *Actualidad Financiera*. 2/2000. p. 35-48.
- COYNE, C.; FABOZZI, F.J.; YAARI, U. (1989): "Taxation on capital gains with deferred realization". *National Tax Journal*, 42,4, pp. 475-485.
- DE ANDRÉS, J. (2004): "Las prestaciones de supervivencia de los seguros de vida como generadores de rendimientos del capital mobiliario (estudio financiero de su fiscalidad en el real decreto legislativo 3/2004 que regula el IRPF)". *Estudios Financieros. Contabilidad y Tributación*, 256, pp. 93-108.
- DE ANDRÉS, J. (2006). "Influencia de la amortización fiscal en la rentabilidad y liquidez de un proyecto de inversión". *Harvard-Deusto Finanzas & Contabilidad*, 74, p. 74-80.
- DE ANDRÉS, J.; BARBERÀ, M.G.; GARBAJOSA, M.J.; TERCEÑO, A. (2001). "Incidencia De la fiscalidad en los dividendos y ganancias patrimoniales en la rentabilidad de las acciones". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 108, p. 455-474.
- DE ANDRÉS, J.; MOLINA, M.C.; SARDÀ, S. (2006): "Efectos del Real Decreto Legislativo 3/2004 en la fiscalidad efectiva de los instrumentos de deuda del estado con vencimiento a medio y largo plazo ", *Cuadernos Aragoneses de Economía*, 16, 2, p. 507-522.
- DE ANDRÉS, J.; TERCEÑO, A. (2001). "Análisis financiero-fiscal de las aportaciones a planes de pensiones financiadas con préstamos". *Actualidad Financiera* 4/2001, p. 51-60.

- DEVESA, J.E.; VIDAL, C. (1997). "Estrategias individuales de ahorro-pensión y perfiles de ingresos". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 90, p. 167-195.
- DOMÍNGUEZ, F. (1994): "Elementos de planificación fiscal: una aproximación teórica", *Hacienda Pública Española*, 131 p. 7-24.
- DOMÍNGUEZ, F. (1995): "Los Planes de Pensiones como nueva fórmula de ahorro previsión. Una valoración desde la perspectiva de la planificación fiscal", *Hacienda Pública Española*, 133 p. 33-61.
- DOMÍNGUEZ, F.; LÓPEZ, J. (1997). "Una valoración económica de los diversos sistemas de amortización y del leasing en la nueva ley del impuesto sobre sociedades". *Hacienda Pública Española*, 140, p. 53-74.
- DOMÍNGUEZ, F.; LÓPEZ, J. (2001). "Una metodología para la utilización óptima de los incentivos por adquisición de vivienda habitual en el IRPF". *Hacienda Pública Española*, 159, p. 115-134.
- FERNÁNDEZ, S. (1998). "¿Dónde interesa más invertir para la jubilación, en fondo de inversión o en un fondo de pensiones?". *Análisis Financiero* 74. p. 6-8.
- FERRUZ, L.; SARTO, J.L. (1996). "Efecto de la rentabilidad de las inversiones del nuevo marco financiero-fiscal de los dividendos en España". *Actualidad Financiera*, 5/1996, p. 441-445.
- FERRUZ, L.; SARTO, J.L. (1997). "Valoración financiero fiscal del leasing en España". *Actualidad Financiera*, Monográfico II/1997, p. 37-52.
- FORÉS, D.; GONZÁLEZ, C.; NAVE, J.M. (1999). "Financiación óptima de la vivienda habitual en el nuevo marco tributario". *Actualidad Financiera*, 10/1999, p. 55-71.
- GARCÍA, J.; RUÍZ, M. (1997). "La nueva fiscalidad de los incrementos de patrimonio en los Fondos de Inversión". *Actualidad Financiera*, 2/1997, p. 3-15.
- GARCÍA, J.; RUÍZ, M. (1998). "Los efectos impositivos sobre la rentabilidad de los planes de pensiones y de los planes de jubilación". *Actualidad Financiera*, 4/1998, p. 17-39.
- GARCÍA, J.; RUÍZ, M. (1999). "Análisis financiero de las modificaciones en la fiscalidad de las participaciones en Fondos de Inversión". *Análisis Financiero*, 79, p. 48-71.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1995). "La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros". *Boletín Económico del Banco de España*. Marzo. p. 47-59.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2000). "La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros". *Boletín Económico del Banco de España*. Febrero. p. 1-13.
- GONZÁLEZ-CUÉLLAR, M.L. (2003): *La doble imposición de dividendos*, Thompson-Aranzadi: Navarra.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M (1995): "Análisis comparado de la fiscalidad efectiva sobre los activos financieros en España", *Papeles de economía española*, 65, p. 212-223.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M (1997): "Fiscalidad efectiva del ahorro financiero en España: evaluando las principales distorsiones", *Cuadernos de información económica*, núm 127, pp. 20-31.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M.; BADENES, N. (1999). "La fiscalidad del ahorro financiero y el principio de neutralidad". *Cuadernos de Información Económica*, 151. p. 39-50.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M; BADENES, N. (2000): *Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias*. FUNCAS. Madrid.
- GONZÁLEZ-VILA, L.; ORTÍ, F.; SÁEZ, J. (2006): "Incidencia de la fiscalidad en la rentabilidad de seguros de ahorro y fondos de inversión", *Análisis Financiero*, 101, p. 32-39.

- JANSSON, E.; SALAS, V. (1995). "Economía y fiscalidad del leasing". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 83, p. 365-392.
- LÓPEZ, J.; RODRÍGUEZ, F. (1998). "Modificaciones en el régimen fiscal de los incrementos de patrimonio a partir de la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 7/1996 y su incidencia sobre la rentabilidad financiero-fiscal de los partícipes de Fondos de Inversión". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 97, p. 913-950.
- ONRUBIA, J.; SANZ, J.F. (1999). "Análisis de los incentivos a la adquisición de vivienda habitual a través del concepto de ahorro fiscal marginal". *Hacienda Pública Española*, 148, p. 227-244.
- ORTÍ, F.; SÁEZ, J.; TERCEÑO, A. (1996). "Estudio comparativo de la nueva tributación de los dividendos y su repercusión en la tasa de rentabilidad efectiva". *Actualidad Financiera*, 7/1996, p. 665-672.
- SABI, X.; TENA, A.; VENDRELL, A. (1999). "Efecto de la rentabilidad de las inversiones del nuevo marco financiero-fiscal de los dividendos en España". *Actualidad Financiera*, 6/1999, p. 3-23.
- VIDAL, C.; DEVESA, J.E. (1997). "Estrategias individuales de ahorro-pensión y perfiles de ingresos". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 90, p. 167-195.
- VIDAL, C.; LAJÁRRAGA, A.; DEVESA, J.E. (2005). "Defined contribution pensions, married couples and the "annuity puzzle"". *Revista de Economía Financiera*, 7, p. 54-83