



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Fondos de Inversión: evolución histórica y situación actual

*Trabajo de Fin de Máster presentado en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de La Coruña para
la obtención del Máster en Banca y Finanzas*

Fondos de Inversión: evolución histórica y situación actual

Miguel Bravo Medín

Director:

Prof. Dr. Antonio Grandío Dopico

Máster en Banca y Finanzas

Año 2015

Índice

Resumen.....	5
Introducción.....	6
1. Consideraciones iniciales	8
1.1 Concepto	8
1.2 Orígenes.....	8
1.3 Acontecimientos durante la reforma financiera.....	11
1.4 El gran protagonismo del sector bancario	16
2. Las Instituciones de Inversión Colectiva	18
2.1 Antecedentes históricos de la inversión colectiva	18
<i>Hasta el crack de 1929.....</i>	<i>20</i>
<i>El boom de la inversión colectiva después de la II Guerra Mundial.....</i>	<i>21</i>
2.2 Instituciones de Inversión colectiva en España	23
<i>Etapa de creación: 1952-1964.....</i>	<i>24</i>
<i>Etapa de fortalecimiento: 1965-1975.....</i>	<i>25</i>
<i>La etapa de estancamiento: 1976-1983.....</i>	<i>25</i>
<i>Etapa de expansión: 1984-1999.....</i>	<i>26</i>
<i>La crisis bursátil: 2000-2002.....</i>	<i>30</i>
<i>Etapa de maduración: 2003-2007.....</i>	<i>31</i>
<i>Crisis financiera: 2008- hasta el momento actual.....</i>	<i>31</i>
2.3 ¿Qué son las Instituciones de Inversión Colectiva?.....	33
2.4 Antecedentes en la regulación de las IIC	34
2.4.1 Ley de 15 de julio de 1952.....	34
2.4.2 Ley de 26 de diciembre de 1958.....	34
2.4.3 Decreto Ley de 30 de abril de 1964	35
2.4.4 Ley 46/1984, de 26 de diciembre.....	36
2.4.5 Directiva 85/611/CEE.....	37
2.4.6 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.....	38
2.5 Tipos de Instituciones de Inversión Colectiva	38
2.6 Registro de las Instituciones de Inversión Colectiva.....	39
2.7 Obligaciones informativas	40

2.8 Comisiones y gastos	41
2.9 Fiscalidad	42
3. Instituciones de Inversión colectiva financieras e inmobiliarias.....	44
3.1 Instituciones de Inversión Colectiva financieras	45
3.1.1 Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV).....	47
3.1.2 Fondos de inversión de carácter financiero	53
3.2 Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria	56
4. Gestión y estrategias de los fondos de inversión	59
4.1 Fijación de los objetivos	59
4.2 Estrategias	60
4.3 Asignación táctica de activos	61
4.4 Ejemplos de diferentes estrategias	65
5. Consideraciones finales: nuevo auge de los fondos como respuesta a la bajada de tipos	75
6. Conclusiones	78
Bibliografía.....	81
ANEXO	87

ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1: Comparativa de patrimonio entre países	11
Gráfica 2: Patrimonio de los Fondos de Inversión en Estados Unidos	22
Gráfica 3: Patrimonio y nº instituciones en España entre 1965-1975	25
Gráfica 4: Patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva entre 1975-1983.....	26
Gráfica 5: Patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva entre 1983-1985.....	27
Gráfica 6: Nº de partícipes en las Instituciones de Inversión Colectiva entre 1983-1985	28
Gráfica 7: Evolución de la distribución patrimonial	28
Gráfica 8: Ahorro familiar en España entre 1990-1999	30
Gráfica 9: Evolución patrimonial entre 2000-2006.....	31
Gráfica 10: Evolución patrimonial entre 2007-2014.....	32
Gráfica 11: Evolución patrimonial de las Instituciones de Inversión Colectiva financieras y no financieras entre 1991-2014.....	45
Gráfica 12: Evolución patrimonial total de las Instituciones de Inversión Colectiva financieras	46
Gráfica 13: Evolución patrimonial de las Sociedades de Inversión de Capital Variable entre 1994-2014	47
Gráfica 14 : Nº de Sociedades de Inversión de Capital Variable registradas.....	50
Gráfica 15: Evolución patrimonial de los Fondos de Inversión entre 1991-2014	54
Gráfica 16: Rentabilidad de los Fondos de Inversión entre 2001-2013	55
Gráfica 17: Distribución del patrimonio en los Fondos de Inversión	55
Gráfica 18: Evolución patrimonial de las Instituciones de Inversión Colectiva inmobiliarias.....	56
Gráfica 19: Rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliaria entre 2001-20013 ..	58
Gráfica 20: Rentabilidad Fondo Carmignac Securit�.....	62
Gráfica 21: Rentabilidad Fondo Loomis Sayles Multisector Income	63
Gráfica 22: Rentabilidad Fondo Renta 4 Pegasus	64
Gráfica 23: Rentabilidad Fondo Harris Associates Global Equity	64
Gráfica 24: Crecimiento Foncaixa bolsa gestión españa, trimestral	67
Gráfica 25: Crecimiento Foncaixa bolsa gestión españa, desde 2006	67
Gráfica 26: Crecimiento trimestral Santander dividendo europa	70
Gráfica 27: Crecimiento Santander dividendo europa, desde 2006.....	70
Gráfica 28: Crecimiento trimestral BBVA multiactivo conservador	72
Gráfica 29: crecimiento BBVA multiactivo conservador, desde 2006	73

Gráfica 30: Comparativa en crecimiento de los 3 fondos	74
Gráfica 31: Rentabilidades de los fondos.....	74

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Evolución en los comienzos de los Fondos de Inversión.....	10
Tabla 2: Nivel de cuota de mercado en diferentes gestoras.....	18
Tabla 3: Capital de Instituciones de Inversión Colectiva en algunos países entre 1940-1969	22
Tabla 4: Patrimonio de los Fondos entre 1988-2000.....	23
Tabla 5: Tipo de gravamen aplicable	43
Tabla 6: Límites máximos aplicables de comisiones.....	46
Tabla 7: Ranking sicav por grupo financiero	51
Tabla 8: Límites máximos aplicables de comisiones.....	59

Resumen

A través de este trabajo se pretende abordar un tema muy importante en el área de la inversión como son las Instituciones de Inversión Colectiva y su evolución desde su aparición en España en los años cincuenta. Esta tardía aparición de los fondos se justifica por el escaso desarrollo del mercado de capitales y la ausencia de una legislación específica. No obstante, posteriormente, viviría un buen momento lo que supuso su consolidación en el sistema financiero español.

En el presente trabajo se pretende abarcar la evolución de la inversión colectiva tomando como referencia las variables más significativas de estos fondos, el número de fondos, el patrimonio y el número de partícipes a lo largo de sus distintas etapas.

Palabras clave: evolución, fondos de inversión, patrimonio, inversión, sistema financiero.

Abstract

Through this project, it is intended to approach a very important topic in the investment area, like Collective Investment Institutions and their evolution since their appearance in Spain, back in the 1950s. This late appearance is justified by the marginal development and the absence of specific legislation. However, afterwards it would experiment a good moment, which supposed their consolidation in the Spanish financial system.

In this project it is intended to cope the collective investment evolution, taking by reference the most significant variables in this funds, like funds number, equity and number of participants during their different stages.

Key words: evolution, investment funds, patrimony, investment, financial system.

Introducción

El desarrollo de la inversión colectiva en España ha canalizado gran parte del ahorro familiar en los últimos 25 años, especialmente la inversión de carácter financiero. Actualmente las Instituciones de Inversión Colectiva gestionan un gran volumen de activos financieros.

En sus primeros años tuvieron poca aceptación en la sociedad española debido al desconocimiento del producto y a la desconfianza que ello suponía. Empezaron a conocerse gracias a una gran publicidad que el Estado hizo con los fondos de inversión para captar financiación. Esta situación la aprovecharon las entidades bancarias volcándose en la comercialización de los fondos de inversión. Es en el año noventa cuando tiene lugar el auge de los fondos de inversión demostrando que eran buenos impulsores de la revolución del ahorro y la inversión de las familias españolas.

La inversión colectiva no siempre estuvo en auge puesto que ha tenido períodos de decadencia producidos por catástrofes o diversas crisis pero hasta el momento actual han salido fortalecidos y han vuelto a progresar. Puede afirmarse que este tipo de inversión crece cuando la remuneración de las cuentas a plazo desciende.

El objetivo de este trabajo es saber cómo ha evolucionado la inversión colectiva desde sus inicios y los acontecimientos que han supuesto un cambio en el sistema financiero español. El presente trabajo está estructurado en cinco partes.

En la primera parte se abordará las consideraciones iniciales, comentando los orígenes de los fondos de inversión, leyes y acontecimientos importantes en el ámbito financiero español y la gran competencia bancaria ya que es el principal factor que dio a conocer los fondos de inversión.

En la segunda parte se empezará comentando la historia de la inversión colectiva en el ámbito internacional, centrándonos más tarde a nivel España con sus respectivas etapas y los antecedentes regulatorios que al final dieron lugar a la actual Ley que regula las Instituciones de Inversión Colectiva. Se explicarán cómo se registran las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC), los tipos de instituciones que hay con sus correspondientes obligaciones, sus comisiones y el régimen fiscal por el que se regula.

En la tercera parte entraremos en más detalle en las IIC financieras y no financieras, cómo han evolucionado unas y otras en España, tanto en número de fondos, como en partícipes y patrimonio.

En la cuarta parte se expondrá cómo realizan la gestión las gestoras para llevar a cabo una buena inversión, los distintos perfiles que nos podemos encontrar dependiendo del tipo de inversor y ejemplos de fondos de inversión para observar cual ha sido su estrategia, así como su evolución.

En la quinta parte se analizará la situación actual de los fondos tras diversas bajadas de los tipos de interés y cuál ha sido la respuesta en el mercado.

Finalmente, se exponen una serie de conclusiones del trabajo realizado.

1. Consideraciones iniciales

1.1 Concepto

El fondo de inversión es un patrimonio conjunto donde los inversores aportan un capital que es administrado por una sociedad gestora y las participaciones están custodiadas por una entidad depositaria. Tiene como objetivo obtener la máxima rentabilidad y seguridad para el ahorro del partícipe beneficiándose de las economías de escala.

La ventaja para el inversor es que a partir de aportaciones relativamente modestas y a través de una administración, se beneficia del acceso a mercados monetarios y de valores que de forma individual no podría acceder o no obtendría los mismos precios conseguidos por el fondo en su calidad de mayorista. Así, el partícipe debería obtener una colocación de su ahorro más rentable, más diversificada y menos volátil que invirtiendo de forma individual. (Marco Crespo, R. y Ortiz Serrano, S. 2006)

1.2 Orígenes

El primer fondo de inversión fue creado en el año 1868, en Londres, que se denominaba *“Foreign and Colonial Government Trust”*, que prometía grandes ganancias sin riesgo alguno. En sus comienzos los inversores no tenían mucha confianza en él, pero finalmente pudo pagar el cupón que prometía.

Desde el punto de vista de Casado J. y Martínez, L.J. (1992), los fondos de inversión son de origen anglosajón, extendiéndose posteriormente por todos los países industrializados con mayor desarrollo económico y financiero.

Los primeros fondos en España aparecen entre finales de los años 50 y principios de los 60, produciéndose su expansión inicial en esta última década. Sus comienzos fueron difíciles debido al escaso número de partícipes. Años más tarde se verían afectados también por la Crisis del Petróleo en los años 70 que supuso una fuerte caída en las bolsas.

Anteriormente se ha citado que los fondos de inversión son considerados para algunos autores de origen anglosajón, pero Emilio Soldevilla (1999 pág.25) no comparte la misma opinión ya que la aparición de los fondos de inversión en España no ha procedido de la actividad del mercado financiero como en Reino Unido y EE.UU, sino que se ha vinculado a su tratamiento fiscal y su regulación legal ha precedido a la práctica financiera. La intención de desarrollar el mercado financiero con la concesión de beneficios fiscales para los fondos ha provocado que los primeros fondos de inversión creados se hiciesen sólo para aprovecharse de las ventajas fiscales que tenían frente a otras inversiones.

La regulación de estas entidades, que se expondrán adelante, comenzó con la Ley de 15 de Julio de 1952 que incentivaría al pequeño y disperso ahorro mediante beneficios tributarios para que se invirtiese en sociedades de inversión mobiliaria.

Como una pequeña introducción a los fondos de inversión en España se analizan sus inicios para posteriormente entrar en más detalle junto con la evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Después de varios años desde la aparición de los primeros fondos en España, los cuales no han tenido protagonismo, llega la etapa en la que empiezan a “despegar”.

Tal y como detalla Víctor García Vaquero (1990) después de su expansión inicial en la década de los sesenta, padece una gran crisis en la segunda mitad de los años setenta, protagonizada por el hundimiento de las cotizaciones bursátiles y por la gran concentración de los fondos en las acciones cotizadas en bolsa.

Sin embargo, a partir del año 1985 se puede observar que tuvieron un gran crecimiento los fondos de inversión, especialmente en el año 1990.

Tabla 1: Evolución en los comienzos de los Fondos de Inversión

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Variación 1990-1985		SRP 1991	Variación DIC 1990-SRP 1991	
								Absoluta	Relativa (en nº de veces)		Absoluta	Relativa (en %)
Número	23	30	59	105	175	212	268	238	9	374	106	40
Patrimonio (m.m.)	18	155	441	509	793	893	1.210	1.055	8	2.767	1.557	130
Participes (miles)	130	286	487	541	561	551	570	284	2	859	289	50
Patrimonio medio por partícipe (miles)	136	541	904	941	1.414	1.620	2.123	1.584	4	3.221	1.098	52
Promedia: Patrimonio/FIB (%)	n.a.	0,5	1,3	1,4	2,0	2,0	2,4	2,4	-	5,1	2,7	-

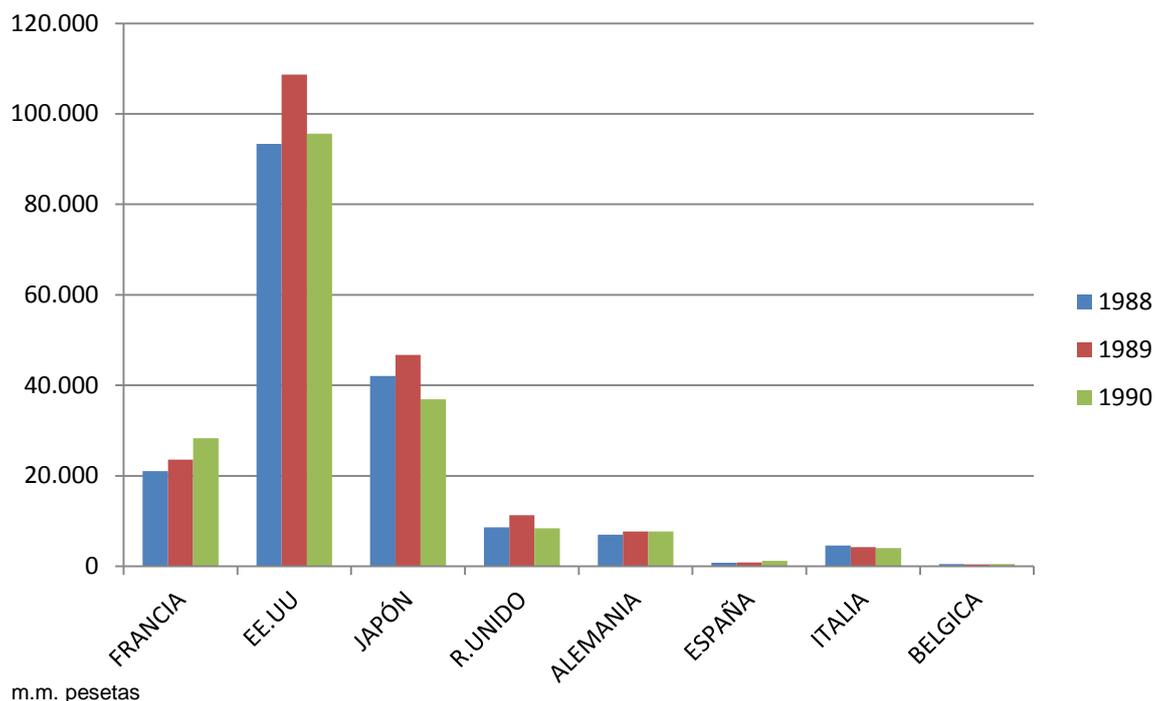
Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

Fuente: Víctor García Vaquero "Los fondos de Inversión en España". Banco de España.

Las razones de esta tendencia alcista fueron causadas por la posibilidad de diversificar la cartera ya que aparecen nuevos instrumentos financieros y nuevos mercados en los que invertir, otra es el establecimiento de la Ley 46/1984 que regula el funcionamiento de las instituciones de inversión colectiva y en la mejora de la gestión profesionalizada de patrimonios debido a una buena cultura financiera que se estaba experimentando.

En 1991 se siguió con una buena expansión vinculada a la caída de rentabilidad de los depósitos bancarios frente al mantenimiento de altos tipos de interés en los mercados monetarios y a una gran campaña publicitaria que se estaba haciendo por parte de muchas instituciones bancarias, por lo que cada vez era mayor el protagonismo de las inversiones a través de los fondos de inversión.

En aquel momento, España estaba experimentando un buen crecimiento, pero comparado con otros países se quedaba muy atrás al respecto

Gráfica 1: Comparativa de patrimonio entre países

Fuente: Víctor García Vaquero "Los fondos de Inversión en España". Banco de España.

Como se puede observar, a pesar del buen crecimiento que se comentaba anteriormente, España ocupaba el penúltimo lugar con respecto al resto de países de la gráfica, aun así empezaba a tener cierta relevancia en relación al producto interior bruto, tenía un 5,1% del PIB en 1990 contra un 2% en 1988.

Tal y como comentan Casado J. y Martínez L. (1992), los fondos de inversión son el principal exponente del capitalismo popular, porque dan las mismas oportunidades a los propietarios de grandes fortunas que a los pequeños ahorradores.

Pese al buen crecimiento de los fondos de inversión que España tuvo en los años noventa, los inversores no depositaban en ellos demasiada confianza debido a la mala experiencia vivida en los años sesenta y por la falta de conocimiento.

1.3 Acontecimientos durante la reforma financiera

Como señala Miguel Martín, expresidente de la Asociación Española de Banca, en los últimos tiempos el sistema bancario español ha sufrido cambios muy bruscos. Inicialmente estuvo muy intervenido y era ineficiente pero a medida que fueron

pasando los años se fue convirtiendo en un sistema de lo más dinámico, rentable y competitivo gracias a la oferta y calidad de productos, a la desregulación y liberalización.

Con el proceso de liberalización¹ ya integrado, en los años noventa el sector bancario español soporta una gran cantidad de transformaciones debido al aumento de la competencia, provocando una fase innovadora por parte de las entidades de crédito intentando buscar productos que eludiesen las restricciones impuestas, y así atraer al cliente por la vía fiscal.

El comienzo de los fondos de inversión se caracterizó por una pasiva comercialización y desconocimiento del producto. La estrategia que se utiliza en el sector de los fondos es una desintermediación vinculada², lo que supone a las entidades bancarias sustanciosas comisiones sin tener que asumir los riesgos propios de la intermediación, y al mismo tiempo ofreciendo un buen producto con buena rentabilidad financiero-fiscal, seguro, líquido y cómodo. (Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V. 2008).

En los años ochenta comienzan las primeras leyes de Instituciones de Inversión Colectiva que favorecían al partícipe pudiendo desgravar el 17% de la inversión, por lo que comienza a despertar el interés por parte de los inversores en este tipo de productos. Se empezarían a instaurar acontecimientos importantes para el sistema financiero, tales como la ley de los planes de pensiones, liberalización de los tipos de interés en los depósitos bancarios, entre otros.

¹ Se implanta en España a partir de 1986 con la incorporación a la Unión Europea

² El proceso de desintermediación vinculada del sistema bancario se mide por la relación entre el saldo patrimonial de los fondos de inversión y el saldo de los acreedores

A mediados y finales de los años ochenta la elusión del ordenamiento fiscal para evitar el pago de impuestos provocó el éxito de determinados productos pero también el fracaso de otros ya que no resultaban atractivos. (Oliver, 1996-pag.116)

Con la Ley 14/1985, se implantaría un fuerte control sobre diversos instrumentos financieros porque cabía la posibilidad de ocultación fiscal, lo que produjo una disminución en la utilización de los mismos.

Entre el año 1984-1989 la falta de financiación por parte del Estado supone la emisión de Deuda Pública que serían colocados a través de repos³. Se comienza a emplear instrumentos negociables “titulización⁴” que se convertiría en una de las transformaciones más importantes de nuestro sistema. (Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V.2008-pág.164-165).

En 1985 aparecen los nuevos Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), uno de los principales protagonistas de la inversión colectiva.⁵

En la década de los ochenta empieza a comercializarse los “planes de jubilación”, como precedentes a los planes de pensiones.

A principios de los años noventa se inicia una gran competencia bancaria por la captación de recursos.⁶ Como el Estado tenía dificultad de colocar su deuda debido al elevado déficit, ya que competía directamente con los depósitos tradicionales, llevó a cabo el uso de los fondos de inversión para colocar dicha deuda, lo hizo a través de los llamados “fondtesoro”.

Transcurrido un año desde el nuevo producto lanzado por el Estado, los bancos aprovecharon esta publicidad junto con otros factores de carácter legislativo y comercial para empezar a comercializar con los fondos, a pesar de la repercusión que conllevaría en sus depósitos tradicionales⁷.” (Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V., 2008).

³ Cesión temporal de activos con pacto de recompra.

⁴ Titulización: reunión de gran cantidad de activos generadores de ingresos como hipotecas, bonos y otro tipo de deuda y emisión de títulos para venta a inversores.

⁵ Surge con base a la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

⁶ Comercialización de “cuentas corrientes de alta remuneración”, “cuentas de ahorro” y “el libretón”.

⁷ Esta comercialización lo inicia el BBV, secundado por el resto de los grandes bancos.

Desaparecen los Pagarés del Tesoro, Pagarés forales ,los AFRO⁸, y surge la Ley de sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria, con el objetivo de movilizar los préstamos hipotecarios.

A mediados de la década de los noventa la tendencia alcista de los Fondos de Inversión Mobiliaria de renta fija se ve afectada debido a un repunte en los tipos de interés. Se producen desinversiones las cuales son canalizadas primero hacia depósitos a largo plazo con interés creciente y más tarde hacia Fondos de Inversión Garantizados, los cuales tuvieron gran éxito. (Antonio Grandío Dopico, Pedro A. López Suárez y Vicente M. López López ,2008-pág.169).

En 1994 surge la Ley de subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, la cual abarataba el traslado de la hipoteca de una entidad a otra.

Entre los años 1994-1996 los fondos sufrieron un período de estancamiento, pero los 3 años siguientes fue una época donde los fondos pudieron consolidarse, gracias en gran parte por el éxito de los fondos garantizados y el nuevo tratamiento fiscal que impulsaba la industria de los fondos de inversión.

A finales de la década de los noventa la rentabilidad de los Fondos de Inversión Garantizados y los FIAMM se ve reducida debido a la reducción de los tipos de interés. No ocurre lo mismo con los FIM ya que mantiene una evolución favorable y el buen clima bursátil del momento hace que se invierta más en productos más arriesgados, ganando más peso de esta forma los fondos de inversión de renta variable.

En 1999 se inicia la crisis de los mercados financieros lo que provoca para los fondos de inversión un retroceso patrimonial de los mismos. A finales de esta etapa empiezan a aparecer nuevos productos que los empieza a comercializar la banca extranjera, los “fondos paraguas”⁹, y las segundas marcas de bancos españoles introducen los “unit linked”¹⁰.(Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V. ,2008-pág.171).

Se impulsan comercialmente las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV) que posteriormente se llamaría Sociedades de Inversión de Capital

⁸ AFRO: Activos financieros con retención en origen.

⁹ Se trata de un Fondo de Fondos, es decir, está compuesto por diversos subfondos que cada uno de ellos está especializado en un mercado. La ventaja es que el inversor puede pasar de un fondo a otro con costes reducido y no sería necesario tributar por las plusvalías.

¹⁰ Seguros de vida en el que el tomador destina las primas aportadas en activos ofrecidos por la entidad aseguradora. La aseguradora no asume el riesgo de la inversión ni tiene que garantizar un mínimo.

Variable (SICAV)¹¹, que irían dirigidas especialmente a inversores con rentas elevadas.

Entre los años 2003-2007 los principales protagonistas son los Fondos de Inversión de renta variable y los préstamos hipotecarios, causado por una gran masa de publicidad que los hacían atractivos.

El atractivo que tenía el mercado hipotecario consistía en unos bajos tipos de interés junto con largos plazos en las hipotecas, entre otros, lo que provocó ese gran crecimiento durante estos años. Años más tarde supondría una subida de esos tipos de interés causando un enfriamiento de la demanda inmobiliaria.

El “peaje fiscal” que les afectaba a los fondos fue eliminado en 2003, y el tipo impositivo se ve reducido del 18% al 15% a partir del primer año de permanencia de la inversión en el caso de reembolsos sin reinversión, estimulando de esta forma su crecimiento, pero por otro lado perjudicaba a los unit linked, viéndose reducida su demanda. La entrada de una nueva ley en 2004 de la IIC, provocaría una mayor competencia entre las gestoras y comercializadoras españolas, así como mayor presencia internacional. (Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V.,2008).

A partir del 2007 se produce un derrumbe inmobiliario que conllevaría a una gran crisis financiera. Esta crisis compromete la estabilidad de las entidades financieras, originando fusiones entre las mismas para lograr la supervivencia, haciendo que algunas entidades no puedan devolver la inversión de determinados fondos inmobiliarios y provocando que el número de fondos como su patrimonio experimentasen notables descensos.

Surgen una serie de medidas para reestructurar el sector bancario: se crea el FROB que ayuda a reforzar los recursos propios de las entidades de crédito, la SAREB que vende los activos inmobiliarios recibidos, se impone Basilea II para mejorar la capacidad del sector bancario y su gestión de riesgo, y reforzar la transparencia.

¹¹ Ley 35/2003 de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva.

Los Fondos de Inversión sufren diversas modificaciones, ampliando su oferta inversora, pudiendo así poder diversificar la cartera y potenciar su rentabilidad sin afectar al nivel de liquidez y al de seguridad.

La situación actual es completamente distinta que a 1984 donde la inversión colectiva apenas se conocía y no se le daba mayor importancia, sin embargo a día de hoy se están convirtiendo en un sector muy importante para nuestro sistema financiero.

En este momento, la renta fija y los depósitos están perdiendo atractivo, pero a su vez se está viendo que hay mayor inversión en los fondos como consecuencia a la grave amenaza que se está viviendo con las pensiones públicas, debido a esto, se puede considerar como una vía complementaria al ahorro para la jubilación.

1.4 El gran protagonismo del sector bancario

A partir del año que España entró en Europa empezó una gran competencia entre la banca privada provocada por la liberalización de todos los tipos de interés. Como no se podían patentar productos y servicios bancarios, se adopta una imagen de marca, vinculándose a la de las instituciones que lo comercializaban con un nombre novedoso para captar la atención de la gente. Este hecho lo empezó a desarrollar el Banco Santander con su “supercuenta” en la que daba alta remuneración. Esto provocó una ruptura de acuerdo entre el resto de los bancos, en ese momento fue cuando empezaron las acciones competitivas.

En los comienzos de la competitividad, los productos más destacados serían los depósitos bancarios tradicionales cuyo saldo se invertía en distintos activos financieros. La oferta más difundida en esos comienzos fue los Productos de Previsión, como un anticipo a los Planes de Pensiones, que consistían en participaciones en los fondos de inversión o seguros de capital diferido, así se aprovechaba las ventajas fiscales que tenían estos productos. (Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V. ,2008)

Al principio, estos productos no contaban con el apoyo de las campañas de marketing, pero en años sucesivos y siguiendo con esta política, sí contaron con grandes campañas publicitarias y merchandising en oficinas.¹²

En la industria de fondos existe una gran competencia caracterizada por un gran número de fondos, numerosas entidades gestoras, comercializadoras y partícipes. Con estas características cabría pensar que se trata de un mercado muy competitivo, eficiente y con bajas comisiones, pero esto no es así, por lo menos en el caso español. Como señala Vera Santana (1996), en los mercados de fondos, las economías de escala cuentan con factores relevantes como los avances tecnológicos, mejoras de los sistemas de organización y control y aprovechamiento de las redes comercializadoras. En el caso español, estos tres factores están distribuidos desigualmente entre unas sociedades gestoras de diferentes tamaños, que disfrutaban de implantaciones comerciales diversas.

A medida que iban pasando los años, se creaban novedosos productos, dando lugar a la “guerra del pasivo” en la que hubo una gran revolución en el mercado de depósitos, a la “guerra del activo” donde los tipos de interés empezaron a reducirse y los costes de cambio de hipoteca de una entidad a otra eran más baratos debido a la nueva normativa sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios¹³, tenían más preocupación por el marketing, y nuevos servicios que pretendían fidelizar a los clientes.

En la actualidad, como se puede observar en la tabla, las tres gestoras líderes, Santander, LaCaixa y BBVA tienen una cuota de mercado de 46,03% entre las tres, casi la mitad de toda la industria de fondos, lo que nos lleva a pensar que en estos momentos sólo existe una gran competencia entre estas tres, ya que el resto tienen una cuota de mercado mucho más baja sin poder competir con éstas.

¹²BBV hizo la apuesta más fuerte con productos como “Libretón”, “Creditón”, “Hipotecón”. El banco Santander realizó su política de marcas bajo el prefijo “super”.

¹³ Ley 2/1994, de 30 de marzo.

Tabla 2: Nivel de cuota de mercado en diferentes gestoras

COMPETENCIA			
Datos a 31 de agosto de 2014			
GESTORA	CUOTA DE MERCADO	PATRIMONIO (en miles de €)	VARIACIÓN DEL PATRIMONIO% en 2014
SANTANDER	17,11%	31.826.856	24,29
LA CAIXA	14,49%	26.951.058	24,23
BBVA	14,43%	26.845.989	21,02
KUTXABANK	5,23%	9.727.361	25,3
BANKIA	4,88%	9.079.707	24,62
BANCO SABADELL	4,78%	8.892.245	39,89
ALLIANZ POPULAR	4,70%	8.738.412	6,55
BANKINTER	3,81%	7.083.765	18,09
IBERCAJA	3,40%	6.330.923	17,74
BESTINVER	3,05%	5.673.748	11,62
UNICAJA	2,33%	4.331.039	7,97
AHORRO CORPORACIÓN	1,57%	2.915.679	4,94
BANCO MADRID	1,54%	2.869.379	57,51
BARCLAYS	1,38%	2.559.517	-3,8
TOTAL DEL MERCADO	100,00%	185.988.515	20,9

Fuente: Inverco- cuadro elaboración propia

2. Las Instituciones de Inversión Colectiva

2.1 Antecedentes históricos de la inversión colectiva ¹⁴

No es fácil establecer el origen de las instituciones de inversión colectiva. La actuación de reunir los fondos de varios ahorradores y que los expertos financieros los gestionen ya se practicaba antiguamente. De acuerdo a lo expuesto por García Carnero sabemos que *“a finales de la Edad Media, cuando existían prohibiciones sobre la usura en el crédito, algunos comerciantes banqueros organizaban inversiones directas de capital, como el caso de los banqueros de Augsbouurg (Alemania).*

¹⁴ Este apartado ha sido extraído de la obra de Fernando García Carnero(2003),, “LasInstituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”, publicada por la Asociación Española de Historia Económica, y que a su vez sintetiza los trabajos de I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) yJ.M. Prats Esteve (1971), citado en INVERCO (2007) en “Medio siglo de Inversión Colectiva en España”

En el siglo XVII, los Administratie Kantooren de Holanda actuaban como intermediarios entre las sociedades mercantiles que emitían títulos y los suscriptores potenciales.

En el siglo XVIII aparecían los Parish Trust en las parroquias de Escocia con el fin de recaudar los ahorros de sus feligreses y colocarlos en inversiones ventajosas. También se suelen citar algunos casos en la primera mitad del siglo XIX, como por ejemplo la Société Générale des Pays Bas pour Favoriser l'Industrie National en 1822 o la Société des ActionsRéunies, creada por el Banco de Bélgica, una vez que este país obtuvo la independencia. Asimismo se recurre a la compañía suiza OMNIUM, establecida en 1849, e incluso se alude al Credit Mobilier francés de los hermanos Pereire, fundado tres años después.

No obstante, la mayoría de estas entidades del siglo XIX son consideradas más como bancos de negocios o sociedades de crédito que como instituciones de inversión colectiva.

Un estudio realizado por J.C. Gilbert (1939) y G. Glasgow (1932) en el que coinciden la mayoría de los estudios sobre esta cuestión es en señalar a los “investment trust británicos”, establecidos en el decenio de 1860, como las primeras instituciones de inversión colectiva asimilables a las que se conocen en la actualidad¹⁵. Se trata de las siguientes compañías por acciones: International Financial Society (1862), Financial Association (1862) y Financial and Colonial Government Trust (1868)¹⁶, considerada como el primer fondo de inversión por J. Casado y L. Martínez (1992) como ya he comentado anteriormente. Además, el hombre de negocios escocés Robert Fleming es considerado como el gran impulsor de este tipo de entidades financieras. El primero de sus proyectos que vio la luz fue Scottish-American Investment Trust (1873), creando otras cincuenta sociedades de inversión hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial, con un capital acumulado de 115 millones de libras esterlinas.”

¹⁵ Además de los autores citados en la nota anterior, también coinciden en la misma apreciación J.T. Grayson (1928), H. Bullock (1959), J.C. Faffa (1963), M.J. Castro Corbat (1965), C.O.H. Marrison y D.D. Rugg (1986)

¹⁶ Ésta fue la más importante de todas ellas, con una cartera de valores que ascendía a un millón de libras, compuesta por diecisiete emisiones de deuda pública de diferentes gobiernos. Cada participación se vendía a 85 libras asegurando una rentabilidad del 7 %. J. Casado y L. Martínez (1992)

Hasta el crack de 1929

En el Reino Unido conocieron un notable auge de las instituciones de inversión colectiva en el último cuarto del siglo XIX. En escasos años ya habían pasado de ser dieciocho a ser un centenar de ellas. Este gran crecimiento sufrió una caída en la primera mitad de los noventa debido a una serie de consecuencias como la quiebra de la banca *Baring* o la convulsión de Argentina, lo que provocó la desaparición de muchas IIC británicas, sobre todo las de reciente creación ya que no tenían un suficiente margen de maniobra. Después de esta caída y gracias a los *investment trusts* más antiguos, volvieron a tener un buen crecimiento, llegando hasta cuadruplicar el número de IIC británicas en pocos años. Cabe mencionar que durante la I Guerra Mundial, pocas IIC desaparecieron, lo que demuestra que la gran mayoría supieron colocar bien los bonos de guerra.

En Estados Unidos, el inicio de la inversión colectiva comenzó alrededor de 1893, con la creación de *Boston Personal Property Trust* centrándose en su comienzo en inversiones inmobiliarias, diversificando más tarde hacia valores. Otro antecedente fue la sociedad *Railway and Light Securities Company*, creada en 1904, compuesta por títulos de empresas de servicios públicos. A pesar de contar con el apoyo del Gobierno, esta idea de instituciones no tuvo mucho éxito hasta mediados de los años veinte, donde el número de instituciones aumentó considerablemente, al igual que sus capitales, alcanzando unos 7.000 millones de dólares.

La diferencia entre las instituciones del Reino Unido y las de Estados Unidos es que las británicas tenían preferencia por los valores extranjeros mientras que las norteamericanas eran en su mayoría nacionales.

El escaso desarrollo que hubo en Francia, Alemania, Bélgica o Italia hasta después de la Segunda Guerra Mundial, se explica por la doble imposición que recaía sobre estas entidades, en el caso de las instituciones francesas debía abonar un gravamen del 37,4% sobre los beneficios si los valores eran nacionales o el 40% si eran extranjeros además de tributar al 15% por la venta de los títulos. Además de esta causa, venía acompañada con el conservadurismo que tenían los inversores galos, ya que prefería la seguridad de los títulos de deuda pública al riesgo de los valores de las empresas privadas.

La crisis bursátil de Nueva York de 1929 marcó un antes y un después en las instituciones de inversión colectiva. Autores como J.K Galbraith (1991: 88-99), C.Lee, A.Shleifer y R.Thaler (1990 y 1991) y J.B. De long y A. Chleifer (1991) acusan a estas

compañías del estallido de la burbuja especulativa de Wall Street. Gran Bretaña sin embargo, evitó que la caída de Wall Street le afectase en tal medida. Cabe destacar de nuevo los *trust* más antiguos, ya que debido a su fortaleza, pocos pasaron dificultades.

En estas fechas, hay que destacar tres casos que sufrieron un impulso en la inversión colectiva, la primera es en Luxemburgo, donde la Ley de 1929 que mejoraba el tratamiento fiscal de los *holding* hizo proliferar estas entidades, copiando a los *investment trust*. En Sudáfrica en 1934 dio los primeros pasos copiando al modelo inglés. Y el caso más destacable es el de Suiza, donde *Société Internationale de Placements (1930)* fue la precursora de la fuerte expansión posterior de las sociedades y fondos de inversión, ya que era un importante refugio para los capitales procedentes del resto del mundo.

El boom de la inversión colectiva después de la II Guerra Mundial

Después de las horribles consecuencias de la crisis de los años treinta, numerosos países llevaron a cabo una serie de medidas para preservar los intereses de los partícipes de las IIC, algunas de estas medidas son las siguientes *Prevention of Fraud Act (1939)* y *Companies Act (1947)* en Gran Bretaña, *Security Act (1933)*, *Security xchange Act (1934)*, *Investment Company Act (1940)* y la *Revenue Act (1942)* en Estados Unidos.

Estas medidas facilitaron la recuperación de la confianza de los inversores en estos dos países y ayudó para difundirse en otros.

Dentro de los países en los que empezaban a tener protagonismo la inversión colectiva nos encontramos con Alemania, Japón, Bélgica y Francia.

Los primeros fondos de Alemania fueron en 1950, *Fondra* y *Fondak*. En Bélgica, la primera IIC fue en 1946, *Belgische Maatschappij voor Beleggingsbehher*. En Japón la creación de *Securities Investment Trust Act* dio origen a la creación de más instituciones. Cabe destacar la creación del primer fondo de la Comunidad Económica Europea domiciliado en Luxemburgo, *Eurunion (1959)*.

Tabla 3: Capital de Instituciones de Inversión Colectiva en algunos países entre 1940-1969

(medias quinquenales en millones de dólares de 2001)

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

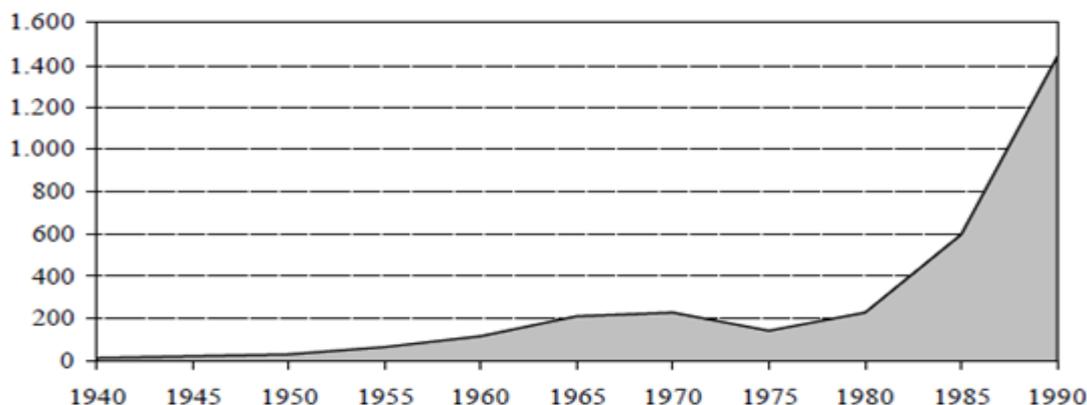
Fuente: Inverco - I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) y J.M. Prats Esteve (1971), B.R. Mitchell (1992,

En Francia, fue el gobierno quien impulsó la recuperación de las IIC, ya que tenía una cartera de valores privados de los cuales se quería deshacer pero sin que perjudicase un desplome de las cotizaciones, por ello, disminuyeron la presión fiscal.

Posteriormente, la evolución de las IIC fue en paralelo a la situación de los mercados de valores. Se produjo un estancamiento durante la crisis internacional de los años setenta, pasada esta crisis se produciría una gran expansión de la inversión colectiva, siendo el patrimonio de los fondos estadounidenses superior al de los existentes en el resto del mundo juntos.

Gráfica 2: Patrimonio de los Fondos de Inversión en Estados Unidos

(Miles de millones de dólares de 2001)



Fuente: Asociación española de historia económica. "Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica". Fernando Carnero Lorenzo

Esta tendencia alcista también se produjo en Francia y Alemania que consolidaban a la vez dicho mercado, al igual que Italia a pesar de que anteriormente fuese de los países que no tenía nada de protagonismo la inversión colectiva. Sin embargo Gran Bretaña y Suiza no podían decir lo mismo porque se habían estancado. En Japón también tuvieron un gran crecimiento, pero a finales del siglo XX se estanca debido a la situación que atravesaba la economía japonesa, en particular, y las del sudeste asiático, en general.

Tabla 4: Patrimonio de los Fondos entre 1988-2000

(medias de cada periodo en millones de dólares de 2001)

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

Fuente: Inverco - V. García-Vaquero (1992), B.R. Mitchell (1992, 1993 y 1995), Investment Company Institute (1997 y 2002)

2.2 Instituciones de Inversión colectiva en España

Aunque haya discrepancias entre algunos autores como García Ruiz, J.L, Martín Aceña, P, P. y Titos Martínez, sobre los inicios de la inversión colectiva, ya que algunos defienden que han existido con anterioridad a la Ley de 1952, es en esta Ley donde el legislador enumera por primera vez los fundamentos, todavía hoy vigentes, que justifican la necesidad de un régimen jurídico específico para estas figuras. Así señala su exposición de motivos que *“persuadido el Gobierno de la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional, canalizándolo hacia aquellas inversiones mobiliarias que la industrialización del país demanda, no puede desconocer que un considerable sector de dicho ahorro, subdividido en millares de economías individuales, dispersas por todo el área nacional y alejadas muchas veces de los grandes centros de contratación de capitales, carece del conocimiento y de la información necesaria para saber dónde y cómo situarse de modo conveniente. Sin garantía de seguridad, de rápida realización y de rentabilidad, el mediano y pequeño ahorro vacilará y quedará en definitiva ausente de la necesaria cooperación a los fines enunciados. De aquí que las llamadas Sociedades de Inversión o de Cartera, que, ajenas a todo cometido industrial directo, se limitan a ofrecer a sus accionistas un conjunto de participaciones simultáneas en valores mobiliarios de naturaleza diversa,*

dentro de una escrupulosa selección, compensando así riesgos y beneficios, se ofrezcan como un dispositivo financiero apto para la colocación de ese ahorro disperso y desorientado.”

Dicha Ley ya descansaba en los mismos pilares que ahora, la eficiencia en la asignación del ahorro y en la protección de los inversores.

Tal y como dice la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva, desde dicha ley hasta nuestros días nos podemos encontrar con diversas etapas donde nos encontramos modificaciones legislativas y diferentes situaciones económicas.

Etapas de creación: 1952-1964

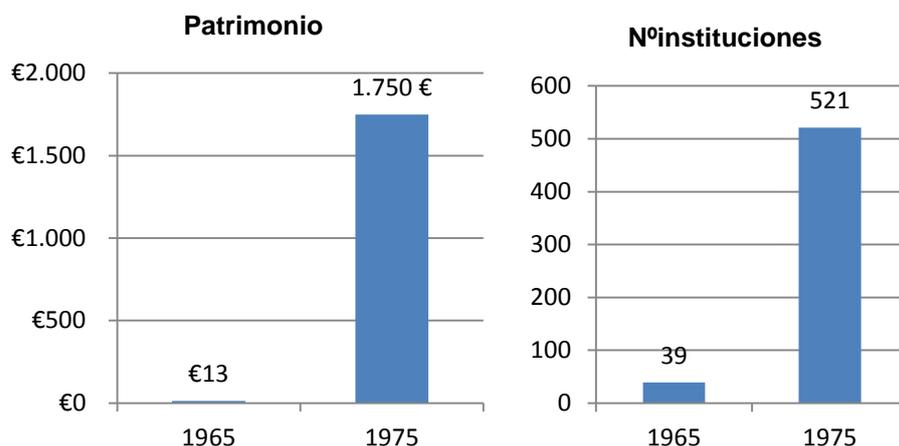
Arranca con la aprobación de la Ley de 15 de Julio de 1952, donde sólo contemplaba las sociedades de inversión de capital fijo, que pretende incentivar al pequeño y disperso ahorro mediante beneficios tributarios. Esta ley fue derogada, debido a la escasa respuesta que había tenido, quizás porque era demasiado estricto en sus exigencias formales y excesivamente restrictivas en cuanto al régimen de inversiones. Con el fin de subsanar estas deficiencias, se aprueba la Ley de 26 de diciembre de 1958, que flexibilizó el régimen de inversiones y suavizó el régimen de publicidad del balance semestral.

Esta Ley fue completada por el Decreto-Ley de 30 de abril de 1964, donde perfeccionó las SIM de capital fijo y se crearon las sociedades o fondos de capital abierto o variable, que tenían la posibilidad para los accionistas el reembolso inmediato de la aportación, para incrementar las posibilidades de financiación. Asimismo se regulaba por primera vez la figura de la Sociedad Gestora, encargada de la gestión y representación del patrimonio, y de la Entidad Depositaria, responsable de la custodia de los valores que componen el patrimonio. A las sociedades de inversión variable se les exigía un representante del Estado, cuya función era la de controlar las operaciones que hacía la sociedad. Posiblemente, esta obligación desincentivó la creación de estas sociedades, por eso hubo que esperar a la Ley de 1984 en la que la obligación de dicho representante era suprimida.

Etapa de fortalecimiento: 1965-1975

Esta etapa está protagonizada por el gran crecimiento tanto en patrimonio como en número de instituciones.

Gráfica 3: Patrimonio y nº instituciones en España entre 1965-1975



(*) en millones de €

Fuente: elaboración propia- datos extraídos de Inverco

En esta etapa surge un paulatino crecimiento en el patrimonio medio hasta la fase de afianzamiento que comienza en el 2003, casado por dos efectos: uno por el constante aumento del patrimonio total, en ocasiones interrumpido por períodos de crisis, y otro por la creciente profesionalización de su gestión.

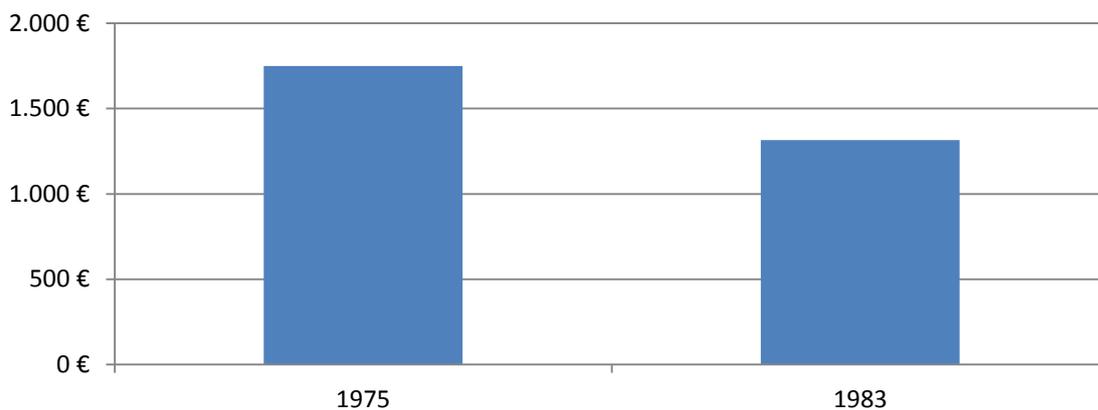
La etapa de estancamiento: 1976-1983

Las graves crisis que afectaron a la economía mundial, la Crisis del Petróleo del año 1973 y 1978, llegaría a España dos años más tarde debido a la poca influencia que tenía en el mercado exterior. Junto con la Crisis del Petróleo que estaba empezando a afectar España coincide con el momento de transición política, provocando de esta manera un descenso de la Bolsa española. Por consiguiente, supuso graves consecuencias negativas a ciertas instituciones ya que invertía gran parte en Bolsa española ya que tenía como límite invertir un 10% en el exterior. No sólo estas causas provocaron la desaparición de muchas instituciones, también fue motivo de su desaparición los negativos efectos de la reforma fiscal del año 1978.

El impacto de estas consecuencias no sólo actuó negativamente al patrimonio y número de partícipes de las instituciones, sino que produjo un estancamiento en la consecución de éstas durante una década.

En esta gráfica se puede observar cómo se redujo el patrimonio de dichas instituciones causado por las crisis.

Gráfica 4: Patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva entre 1975-1983



(*) en millones de €

Fuente: elaboración propia- datos extraídos de Inverco

Las instituciones que experimentaron una mayor caída fueron las de naturaleza societaria, más que las de fondos, estas últimas se mantuvieron más o menos constantes. Al haber una mayor reducción en el patrimonio que en el número de instituciones provocó que el patrimonio medio por institución aumentase, reforzando la tendencia alcista en la etapa anterior. De este modo, la inversión colectiva española consiguió sobrevivir y dar paso a una etapa de gran expansión que comienza en el año 1984.

Etapa de expansión: 1984-1999

En esta etapa la inversión colectiva española está protagonizada por una gran expansión gracias a dos acontecimientos ocurridos en dos periodos diferentes, el primero sería entre 1984-1990 con la aprobación de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre. Y la segunda entre 1991-1999 con la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, aprobación de los presupuestos Generales del Estado y la Ley 18/1991, de 6 de junio.

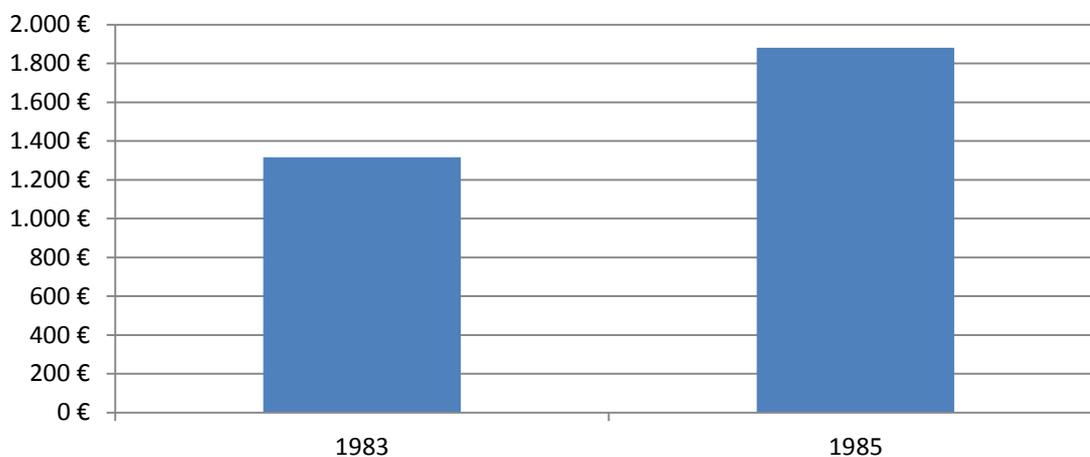
1. *Período 1984-1990: Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva*

Significa el establecimiento del régimen jurídico aplicable a las instituciones de inversión colectiva. Esta norma recogía en gran parte el contenido de la Directiva de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios.

Cabe destacar la regulación de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), modalidad que hoy en día no existe, que ha presentado una formidable alternativa para el mantenimiento de saldos de tesorería, y principal para el crecimiento de la inversión colectiva. En el año 1995 esta modalidad representaba el 57% del patrimonio de los fondos.

Esta ley ha causado un gran crecimiento en el desarrollo de esta industria.

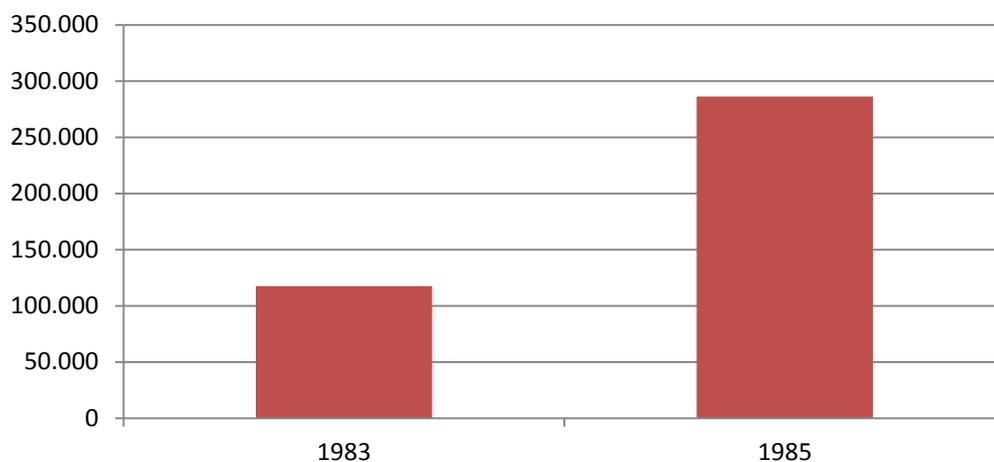
Gráfica 5: Patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva entre 1983-1985



(*) en millones de €

Fuente: elaboración propia- datos extraídos de Inverco

Gráfica 6: N° de partícipes en las Instituciones de Inversión Colectiva entre 1983-1985



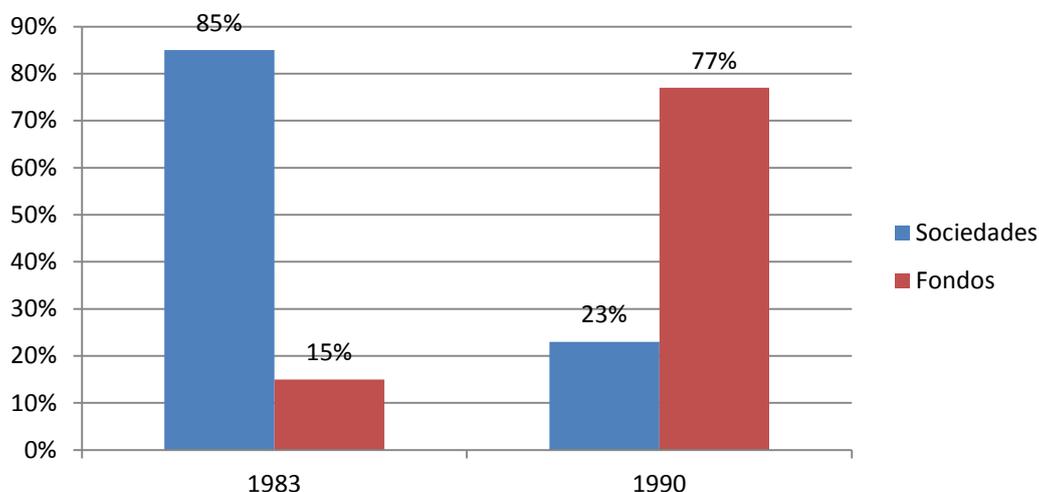
Fuente: elaboración propia- datos extraídos de Inverco

Este impresionante crecimiento muestra la habilidad que tuvo el sector para recuperarse después de la pérdida que hubo en la crisis.

Cabe destacar también tres acontecimientos en esta etapa:

- Sigue aumentando el patrimonio medio por IIC
- Número de inversores crece un 385%
- Anteriormente, las sociedades ocupaban todo el patrimonio, en este periodo, los fondos le han ganado terreno al respecto.

Gráfica 7: Evolución de la distribución patrimonial



Fuente: elaboración propia- datos extraídos de Inverco

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

En este período supuso un gran impulso para la inversión colectiva española gracias a la modificación en el Impuesto de Sociedades (en adelante IS) y al Impuesto sobre la renta de las Personas Físicas (en adelante IRPF).

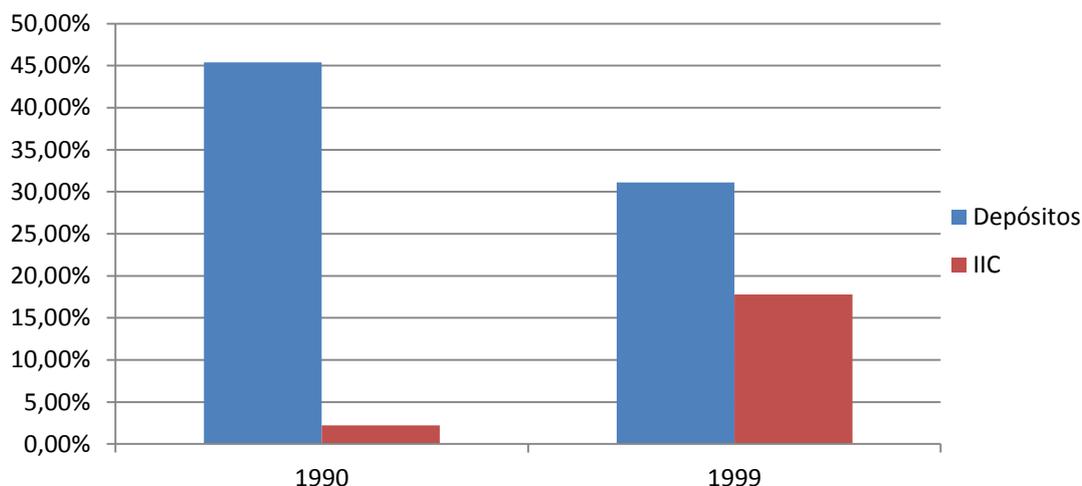
El primer acontecimiento fue la aprobación de los presupuestos Generales del Estado ¹⁷ para el año 1991, donde se estableció un régimen de tributación del 1% por el IS. Este tipo de gravamen, todavía hoy vigente, pretende evitar la doble imposición, para fomentar que el inversor invirtiese en IIC en lugar de hacerlo directamente en valores mobiliarios.

El segundo acontecimiento fue con el IRPF¹⁸, donde los rendimientos obtenidos tributaban al tipo marginal del inversor, podían aplicar coeficientes reductores a las plusvalías, en función de la permanencia.

En esta misma etapa, coincide con la gran campaña publicitaria de las entidades financieras, como ya se comentó anteriormente, consiguiendo que el ahorro familiar que tenía su patrimonio en depósitos lo destinasen a la inversión colectiva.

¹⁷ Ley 31/1990, de 27 de diciembre

¹⁸ Ley 18/1991, de 6 de Junio

Gráfica 8: Ahorro familiar en España entre 1990-1999

Fuente: elaboración propia- datos extraídos de Inverco

En lo que respecta a este segundo período de expansión, tanto el patrimonio, como el número de instituciones como el patrimonio medio por IIC han seguido continuando creciendo de manera considerable.

La crisis bursátil: 2000-2002

El extraordinario crecimiento que tuvo España en los últimos años se vio interrumpido por la crisis que afectó a los mercados financieros del mundo. No solo la desaceleración económica fue causante de esto, sino también venía unido a diversos atentados como por ejemplo el de Las Torres Gemelas el 11 de septiembre de 2001, o la desconfianza de los inversores por la quiebra de Enron que supuso el desplome de las principales Bolsas. Pese a estos acontecimientos que afectaron negativamente a todo el mundo, la inversión colectiva española se mostró fuerte y supo afrontar dicha etapa.

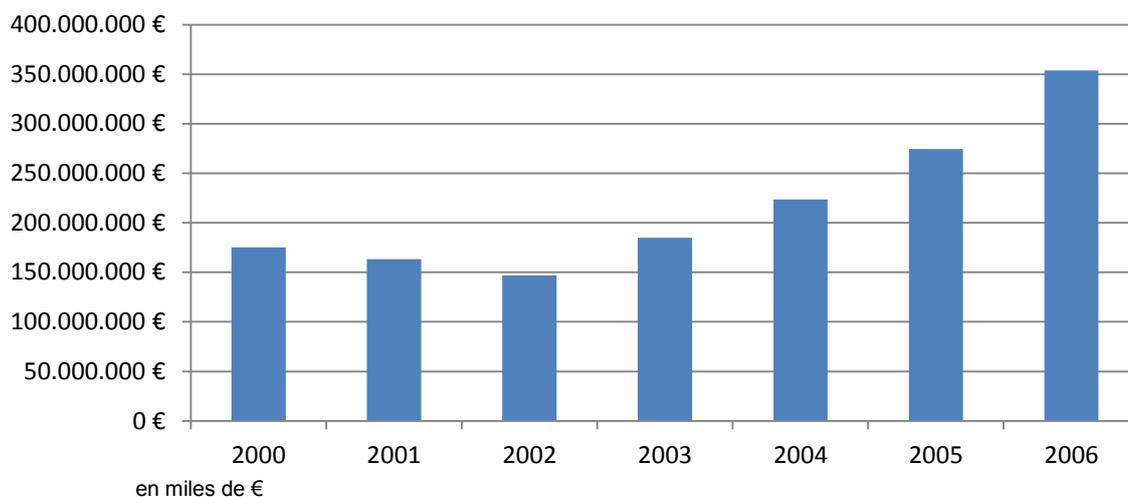
El patrimonio medio por IIC que venía aumentando en cada etapa, justo en este período se iba a reducir, no sólo provocado por los acontecimientos descritos anteriormente, sino también y principalmente por este factor, porque han llegado a su estado de madurez.

Etapa de maduración: 2003-2007

El comienzo de esta etapa supuso un crecimiento para la inversión colectiva, llegando a recuperar lo perdido en la crisis bursátil de la etapa anterior, consiguiendo más de 180.000 millones de euros. Junto con la recuperación de las Bolsas mundiales, los fondos de inversión colectiva se vieron impulsados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre y su reglamento de desarrollo que ha permitido la flexibilización de las normas y tener una mayor oferta de activos.

Al final de este período, el patrimonio de las IIC españolas representa el 30% del Producto Interior Bruto, lo que situaba a España como la sexta más grande de Europa y entre las doce más grandes del mundo¹⁹, y ha contado con más de 340.000 millones de euros con un importante protagonismo del patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España que habían tenido un gran crecimiento.

Gráfica 9: Evolución patrimonial entre 2000-2006



Fuente: elaboración propia- datos extraídos “Conocer los productos financieros de inversión colectiva” y CNMV

Crisis financiera: 2008- hasta el momento actual

El 2007 resultó muy complicado para la industria de inversión colectiva, por eso el patrimonio de las IIC en 2008 se redujo de forma significativa como consecuencia de la desfavorable evolución de los precios como del fuerte

¹⁹ La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (Inverco)

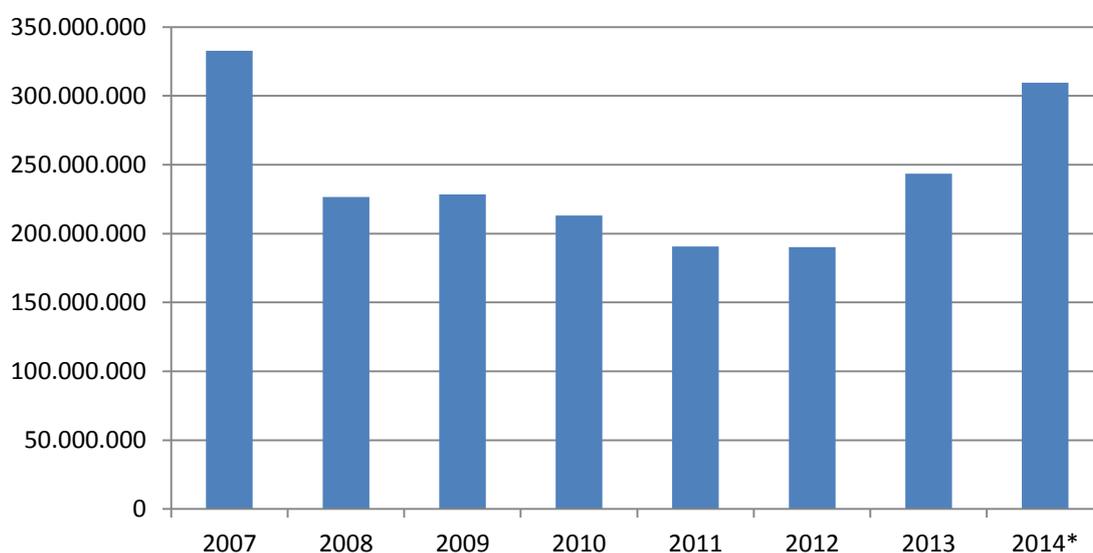
aumento de las solicitudes de reembolso y el descenso de las suscripciones, al igual que la quiebra de Lehman y el fraude de Madoff tuvieron un impacto en las IIC españolas.

El análisis de la evolución del patrimonio en estos últimos años presenta dificultades, principalmente por la gran competencia que están teniendo con los depósitos bancarios con rentabilidades elevadas debido a la desconfianza de los inversores y al incremento de los reembolsos, como ya se ha comentado anteriormente.

En los dos últimos años se ve una mejoría en el volumen del patrimonio, el año 2013 vino acompañado de un aumento en las categorías de renta fija y gestión pasiva. También cabe destacar que el 2014 se caracteriza por el incremento patrimonial de las SICAV, así como de las ICC extranjeras comercializadas en España.

A finales de año según Europa Press, no se registraba un incremento patrimonial de estas magnitudes desde 1998.

Gráfica 10: Evolución patrimonial entre 2007-2014



(*) datos de octubre-miles de €

Fuente: elaboración propia- datos extraídos de la CNMV.

A mediados del año 2014, el patrimonio de los fondos de inversión nacional estaba creciendo un 8%, más que otros países del entorno, debido en gran parte a las aportaciones hechas hasta el momento, a pesar de la incertidumbre

generada por la crisis entre Rusia y Ucrania a cuenta de Crimea y la desaceleración de la economía china.

Tal y como comenta Luis García Langa²⁰, *“es lógico este aumento de aportaciones de los fondos. Antes a los ahorradores les bastaba con colocar su dinero en depósitos, pero ahora debe buscar alternativas y los fondos, por la posibilidad de diversificación, la facilidad de seguimiento, los resultados que dan algunas gestoras y la fiscalidad ventajosa hacen que sea una vía óptima para la mayoría de la gente; lo ilógico era la gran cantidad de patrimonio familiar que había antes en depósito, muy superiores a las de otros países de nuestro entorno”*

2.3 ¿Qué son las Instituciones de Inversión Colectiva?

El origen del concepto de Instituciones de Inversión Colectiva se remonta a la Ley de 15 de Julio de 1952, que regulaba únicamente las Sociedades de Inversión Mobiliaria (en adelante SIM) que las definía como *“compañías anónimas que, teniendo un capital desembolsado no inferior a veinticinco millones de pesetas, tengan por exclusivo objeto la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica y política en otras sociedades”*.

Estas sociedades disfrutaban de ventajas fiscales, aun así no fueron suficientes para obtener la suficiente confianza. La definición anterior es la misma para los fondos de inversión mobiliaria, añadiendo que en la estructura de los fondos entran la sociedad gestora encargada de la gestión y la entidad depositaria encargada de la custodia de los valores.

En 1984, con la ley²¹ que se aprueba en ese momento, ya distingue las IIC financieras y no financieras, sociedades o fondos, en la que nace el concepto de IIC en el sentido que hoy conocemos. Se explicará más brevemente el proceso de la regulación financiera de los fondos de inversión en el siguiente punto

La definición exacta que conocemos hoy en día como concepto de IIC es la siguiente:

²⁰ Experto en mercados financieros

²¹ Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

“Son instituciones de inversión colectiva aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.”²²

2.4 Antecedentes en la regulación de las IIC

Según detalla Inverco²³, los antecedentes que han tenido protagonismo en la regulación de las IIC son los siguientes.

2.4.1 Ley de 15 de julio de 1952

Como ya se ha comentado anteriormente, esta Ley fue la primera que regulaba el concepto de lo que se conoce hoy en día IIC, teniendo como objetivo el ya descrito en el apartado anterior.

Esta Ley exigía que las Sociedades de Inversión Mobiliaria tuvieran un capital mínimo desembolsado de 25 millones de pesetas, invirtiendo un mínimo en valores cotizados de la Bolsa. Las inversiones tenían límites, como por ejemplo, estaba prohibido invertir más del diez por ciento del activo en valores emitidos por una misma sociedad.²⁴

Si las entidades cumplían ciertos requisitos establecidos por la normativa, éstas gozarían de los beneficios fiscales establecidos.

2.4.2 Ley de 26 de diciembre de 1958

Como se comentó anteriormente, esta Ley derogó a la anterior que según considera Emilio Soldevilla (1999) tuvo escasa respuesta e introdujo unas mejoras que eran necesarias. Dentro de esas mejoras las más significativas hacen referencia a los límites de inversión de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, que

²² Ley 35/2003, de 4 de noviembre

²³ Medio siglo de inversión colectiva en España

²⁴ Sean acciones, participaciones, obligaciones o valores de cualquier clase.

no podían superar el cincuenta por ciento del patrimonio social, y un noventa por ciento de las inversiones debían efectuarse en valores mobiliarios en Bolsas oficiales.

Esta Ley también introdujo la posibilidad de invertir hasta un treinta por ciento del capital de la entidad en valores no cotizados siempre que reuniesen ciertos requisitos.

Comparando esta ley con la anterior, se puede apreciar que se sigue imponiendo una limitación, siendo aumentada, y que la Sociedad de Inversión Mobiliaria seguía sin poder participar en más de cierto porcentaje del capital social de las sociedades objeto de inversión.

2.4.3 Decreto Ley de 30 de abril de 1964

Esta disposición perfeccionó la Ley de 1958, siendo su principal característica la regulación por primera vez de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (en adelante SIMCAV), que tal y como comenta E. Soldevilla (1999) esta creación se hizo para incrementar las posibilidades de financiación, también se añade los Fondos de Inversión, la figura de las Sociedades Gestoras y las Entidades Depositarias.

Esta nueva norma, reforzó la solvencia de las SIM, elevando su capital mínimo de veinticinco a cincuenta millones de pesetas.

Otra de las novedades más importantes que considera Inverco²⁵, fue la introducción de los FI en el ordenamiento jurídico español. Los había de dos clases:

1. Mobiliarios: adquisición, tenencia, disfrute o enajenación de valores admitidos a cotización.
2. Inmobiliarios: fondos cuyo fin era la inversión y administración de bienes inmuebles.

²⁵ INVERCO (2007) *“Medio siglo de inversión colectiva en España”*

2.4.4 Ley 46/1984, de 26 de diciembre

Esta Ley y sus posteriores modificaciones fueron derivadas de las necesidades que presentaba el mercado, que desembocarían en la Ley 35/2003. Como expresa esta Ley en su exposición de motivos, la Ley 64/1984 “ *estableció un régimen jurídico orientado a facilitar el desarrollo pleno de la inversión colectiva en España, que la regulación anterior había sido incapaz de promover, en el marco de un sistema financiero que iniciaba entonces la fase definitiva de su proceso de reforma y modernización*”²⁶

Esta Ley cambia el enfoque en la normativa de las IIC. En este caso, el legislador se preocupa más de los aspectos financieros y regulatorios de la inversión colectiva.

Tal y como comenta Tapia Hermida y Alberto Javier (1998), los objetivos básicos de esta normativa son tres:

1. Modernizar la regulación de las IIC
2. Ampliar las alternativas ofrecidas al inversor
3. Potenciar los mecanismos de seguridad en la gestión.

Malpica Muñoz y Antonio María (2007)²⁷ destacan ciertos aspectos importantes sobre esta norma. Hacen referencia a los siguientes aspectos: a la distinción entre las IIC financieras y no financieras, a las inversiones que por primera vez introducen un límite de inversión en otras IIC y en sociedades pertenecientes al mismo grupo, normas de conducta que se tienen que cumplir, obligaciones de información que deben publicar y facilitar al partícipe, a la comisión de control y auditoría que vela por los intereses y la correcta información de los accionistas o partícipes en las IIC pero no era obligatorio tener dicha comisión, comisiones de gestión.

También hace referencia a las sociedades gestoras, que son sociedades anónimas cuyo objeto social es la administración, representación, gestión de las inversiones y de las suscripciones y reembolsos de los FI y SI. Además de sus principales funciones también están autorizadas a gestionar carteras de inversión, incluidas las de los planes de pensiones, administración de Fondos de Capital

²⁶ Ley 46/1984, de 26 de diciembre, Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva

²⁷ 8 Malpica Muñoz, Antonio María(2007) artículo sobre Régimen General de las Instituciones de Inversión Colectiva, citado en INVERCO (2007) en “*Medio siglo de inversión colectiva en España*”

Riesgo, asesoramiento, y custodia y administración de las participaciones de los FI. Debía cumplir unos requisitos de solvencia, así como una serie de prohibiciones y obligaciones de información tanto a la CNMV como a los partícipes, accionistas y depositarios.²⁸

También destacar las Entidades Gestoras ya que la norma establece que es obligatorio. Sólo se puede tener una, salvo excepción y previa autorización de la CNMV y su correspondiente inscripción en el Registro. Las funciones consisten en el depósito o administración de los valores, recepción y custodia de los activos líquidos de las IIC y vigilancia y supervisión. En la actualidad están obligados a emitir semestralmente un informe a la CNMV sobre el cumplimiento de la supervisión, y de forma inmediata de cualquier anomalía que hubiese surgido.²⁹

Tapia Hermida y Alberto Javier (1998) destacan también la fiscalidad de la norma, que se detallará más adelante explicando cuál es el régimen fiscal que tienen que cumplir en la actualidad.

2.4.5 Directiva 85/611/CEE

Además de intentar armonizar las legislaciones del ámbito europeo también se preocupa por la protección de los partícipes.

Esta directiva ha sido modificada en diversas ocasiones aumentando el porcentaje que limitaba la inversión en activos de un mismo emisor, de un 5% pasa a un 10%.

El principal logro ha sido permitir la consolidación de un régimen de pasaporte comunitario, en la que cualquier IIC puede comercializarse en cualquier Estado Miembro sin necesidad de obtener una autorización, bastando con una notificación a las autoridades del Estado de destino.

²⁸ Artículo 40 Ley 35/2003, de 4 de Noviembre.

²⁹ Artículo 57 y 58 Ley 35/2003, de 4 de Noviembre

2.4.6 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva

Según considera Inverco, esta Ley destaca la importancia de estos instrumentos de inversión como forma de financiación desintermediada y como instrumento de ahorro privilegiado de los inversores minoristas y la intención de adaptar la legislación española a la última normativa europea.

Con esta Ley se pretendía liberalizar la política de inversión de las IIC ya que hasta el momento suponía un freno para la dinámica de la actividad inversora, aumentar la protección de los inversores y perfeccionar la administración y reforzar la seguridad jurídica de los inversores.

Dicha Ley pretendía cambiar aspectos de anteriores leyes que hacían que frenase la inversión colectiva y así conseguir una mayor flexibilidad.

2.5 Tipos de Instituciones de Inversión Colectiva

Una vez implantadas todas las modificaciones que ha sufrido la inversión colectiva, en la actualidad, según establece Inverco, la clasificación de las IIC financieras y no financieras es la siguiente:

- Las IIC financieras tienen como objetivo la inversión en activos y otros instrumentos financieros. Dentro de este tipo podemos distinguir las siguientes:
 - Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM) en España desde 2003 todas son de capital variable (SICAV): el capital social puede variar dentro de los límites del capital inicial y el máximo estatutario³⁰, mediante la compraventa por la sociedad de sus propias acciones y ello sin necesidad de acuerdo de la Junta General. Se facilita la entrada y salida de inversiones. El capital mínimo es de 2,4 mill.€
 - Fondos de Inversión mobiliaria (FIM): el patrimonio mínimo es de 3 mill.€ y varía en función de las suscripciones o reembolsos, su crecimiento es limitado.
 - IIC de Inversión Libre (IICIL) o Hedge Funds: tienen mayor libertad en su política de inversiones y mayor flexibilidad inversora.

³⁰ No puede superar en más de 10 veces el capital inicial.

-IIC de IIC Inversión Libre (IICIL) o IIC de Hedge Funds: la inversión es al menos el 60% de su patrimonio en IICIL y no puede concentrar más de un 10% en una única IICL.

-IIC principal y subordinada: La IIC subordinada invierte al menos el 85% en otra IIC, que es la principal.³¹

-IIC que invierte en otra IIC

-IIC que tenga como referencia un índice.

- Las IIC no financieras invierten en bienes inmuebles urbanos para su arrendamiento³². Dentro de este tipo nos podemos encontrar con:

-IIC Inmobiliarias: su objeto principal es la inversión en inmuebles urbanos para su arrendamiento.

-Otras IIC no financieras: no están tipificadas.

En cuanto al capital que debe tener cada tipo de IIC es el siguiente:

	Sin compartimentos	Por compartimentos
FI financieros	3 millones €	600 mil € en cada compartimento y 3 millones € en total en el Fondo
SI financieras	2,4 millones €	480 mil € en cada compartimento y 2,4 millones € en total en la Sociedad
FI y SI inmobiliarios	9 millones €	2,4 millones de € en cada compartimento y 9 millones € en total en el FII o la SII

Fuente: Inverco

2.6 Registro de las Instituciones de Inversión Colectiva

Conlleva un proceso, el cual comienza con la respectiva autorización de la CNMV, seguida con el otorgamiento de escritura pública en el Registro Mercantil³³ y finalmente con la inscripción en los registros administrativos de la CNMV.

La documentación que se precisa para la autorización es una memoria, acreditar la honorabilidad y los cargos que desempeñan los cargos y todas las condiciones que aparezcan establecidas en la norma.

³¹ Para que sea principal tendrá que cumplir: tener al menos una IIC subordinada, no ser una IIC subordinada y no tener acciones ni participaciones en una IIC subordinada.

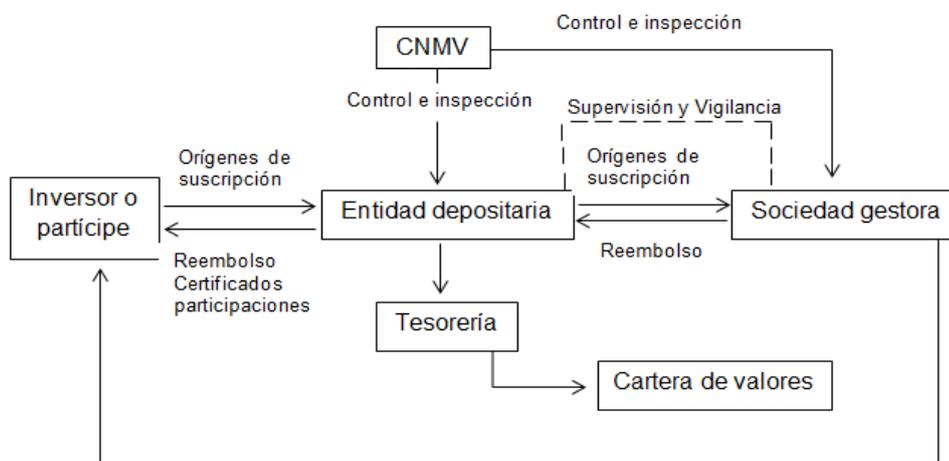
³² Artículo 36 de la Ley de IIC y artículo 56 del reglamento.

³³ Opcional en el caso de fondos y obligatorio para la sociedad.

Existe una diferencia entre los fondos y las sociedades, para los FI tienen que elaborar el folleto del fondo donde vendrán todas las normas que regirá dicho fondo. Para la sociedad son los estatutos sociales, si no tienen sociedad de gestión necesitarán elaborar un informe con la estructura organizativa.

Una vez obtenida la autorización de la CNMV y presentada toda la documentación necesaria, se requiere cumplir una serie de requisitos tanto para empezar la actividad como para conservarla: constituirlos como S.A o FI, cumplir con el mínimo de accionistas, y en el caso de que el capital social no supere los 300.000€ tendrá que designar a una sociedad gestora. En el caso de las Sociedades de Inversión³⁴, si no encomienda su gestión, tiene que contar con:

- Organización administrativa y contable y procedimientos de control interno.
- Obtener mayoría de los miembros y contar con cierta experiencia en el mercado de valores.
- Reglamento interno de conducta



Fuente: elaboración propia

2.7 Obligaciones informativas

Las IIC deben comunicar todo lo que le afecte al inversor, como hechos y participaciones significativas que supongan algún cambio en el desenvolvimiento de la institución y comunicándolo a la CNMV.

³⁴ Las SI deben tener su domicilio social en territorio español, al igual que cargos administrativos.

La transparencia informativa, junto con la seguridad, solvencia y liquidez, es uno de los rasgos más característicos, ya que en el momento de invertir se debe recibir el Reglamento de Gestión del fondo, al igual cada trimestre se debe obtener por parte de la gestora el balance y cuenta de resultados, y detallado cualquier movimiento que se haya hecho con la cartera de valores.

Tanto los Fondos como las Sociedades, están obligados a publicar:

- Un folleto donde contienen la normativa, estatutos y reglamento.
- Un documento con los datos fundamentales para el inversor³⁵.
- Informe anual con las cuentas e informe de gestión junto con las conclusiones de las auditorías.
- Dos informes trimestrales y uno semestral sobre el estado del patrimonio y sus movimientos.

Dichos informes se tienen que entregar a los partícipes en el mes siguiente a la finalización del período de referencia. En el caso de las cuentas auditadas, en los cuatro meses siguientes a su finalización.

Toda publicidad que la IIC realice deberá ser veraz, fomentar y apoyar la confianza de los inversores e identificar el producto.

En cuanto a las comisiones de las gestoras y depositarios tienen fijados reglamentariamente unos límites máximos para las IIC financieras y no financieras, las cuales tienen que aparecer reflejadas en el folleto informativo, se expondrán más adelante cuáles son sus propios límites.

2.8 Comisiones y gastos

Según detalla Marco Crespo, R. y Ortiz Serrano, S. (2006) las comisiones son un elemento que se ha de tener muy en cuenta a la hora de invertir en fondos de inversión ya que dicho coste puede que no sea adecuado para el servicio que están ofreciendo. Estas comisiones son cuatro: gestión, depósito, suscripción y reembolso y cada una tiene establecidos unos límites tanto para las IIC financieras y no financieras, que aparecerán detallados en su correspondiente apartado.

³⁵ Identificación de la IIC, los objetivos, rendimientos, gastos y el perfil de la inversión.

Una característica diferencial es que las comisiones de gestión y depositario son cobradas diariamente sobre el patrimonio del fondo, por lo que la rentabilidad ofrecida es posterior a estos costes, sin embargo las comisiones de suscripción y reembolso se cobran adicionalmente al inversor en el momento de realizar estas operaciones, éstas últimas se cargan al partícipe sólo una vez, como un porcentaje del importe suscrito o reembolsado.

Aparte de estas comisiones pueden existir otros costes adicionales necesarios para el desarrollo de su actividad, como puede ser tasas por permanencia en los registros, gastos de auditoría, impuestos y gastos de publicación de su valor liquidativo en bolsa.

Tal y como comentan Marco Crespo, R. y Ortiz Serrano, S. (2006) pueden existir otros costes denominados ocultos, es decir, soportados por los fondos aunque no repercutidos en la cuenta de resultados, cuyo efecto se puede traducir en una menor rentabilidad, como pueden ser las comisiones de intermediación. Este coste según la normativa contable para las IIC debe reflejarse dentro del precio de adquisición.

2.9 Fiscalidad³⁶

Son considerados ganancias o pérdidas patrimoniales, que derivan de la transmisión o del reembolso de participaciones. Los gastos de adquisición y enajenación son deducibles.

Lo que respecta a su tributación, la rentabilidad obtenida en el reembolso o transmisión de las participaciones con período de generación superior a un año, se calcula siguiendo las reglas del IRPF y forman parte de la base imponible del ahorro que tributará a un tipo de gravamen que dependerá de la base liquidable del ahorro del contribuyente, dichos tipos son los siguientes:

³⁶ Documento extraído de Afi

Tabla 5: Tipo de gravamen aplicable

Parte de la base liquidable	Tramo estatal	Tramo complementario	Tramo autonómico	AGREGADO*
Euros	Tipo aplicable Porcentaje	Tipo aplicable Porcentaje	Tipo aplicable Porcentaje	Tipo aplicable Porcentaje
Hasta 6.000 euros	9,5%	2%	9,5%	21%
Entre 6.000,01 - 24.000	10,5%	4%	10,5%	25%
Desde 24.000	10,5%	6%	10,5%	27%

* En el agregado no hay diferencias entre Comunidades Autónomas.

Fuente: Afi

Las pérdidas se pueden compensar con las plusvalías y minusvalías obtenidas en el ejercicio. Si se obtiene un saldo negativo, se puede compensar con los saldos positivos que se hayan obtenido en años anteriores.

A partir del 1 de enero del año 2013 las ganancias o pérdidas obtenidas de los fondos se integran en la base imponible general cuando el período de generación es menor o igual a un año, también se limita el importe que puede compensarse del saldo de las pérdidas de la base imponible general con el saldo positivo de los rendimientos, de un 25% a un 10%.

Pero no todas las pérdidas se pueden compensar, es decir, no son consideradas pérdidas patrimoniales las que derivan de la transmisión de participaciones cuando se hayan adquirido valores homogéneos a los transmitidos dentro de los dos meses anteriores o posteriores a dichas transmisiones.

Existe un régimen especial que exonera de gravamen las ganancias, esto es, cuando se invierta el importe obtenido a la suscripción de nuevas participaciones, éstas conservan la fecha de compra de las ya transmitidas o reembolsadas, a la hora de la venta se sigue el criterio FIFO, es decir, se venden las que se hayan comprado primero.

Hay un régimen transitorio con coeficientes de abatimiento aplicable a las ganancias procedentes de transmitir valores adquiridos antes de 31/12/1994, y sólo se aplica a la parte de ganancia generada antes de 20/01/2006. Se calcula en proporción a los días de tenencia.³⁷ Si una vez realizada la operación resulta una ganancia patrimonial, la reducción será:

³⁷ Disposición transitoria novena, del IRPF

- Si el valor de transmisión es igual o superior al valor que corresponda a las participaciones a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio del año 2005, sólo se reduce la parte de la ganancia que se hubiera generado con anterioridad a 20/01/2006.

- En caso contrario, si el valor de transmisión es inferior, los coeficientes se aplican en la totalidad de la ganancia.

Nos podemos encontrar con casos especiales, lo que supone que tendrán que cumplir con unos requisitos que son impuestos por la normativa para cada caso, como por ejemplo las IIC en paraísos fiscales, que tributará la diferencia entre el valor liquidativo al cierre del ejercicio y su valor de adquisición aunque no se haya producido la transmisión, o el caso de las SICAV, la cual comentaré más adelante, entre otros.

3. Instituciones de Inversión colectiva financieras e inmobiliarias

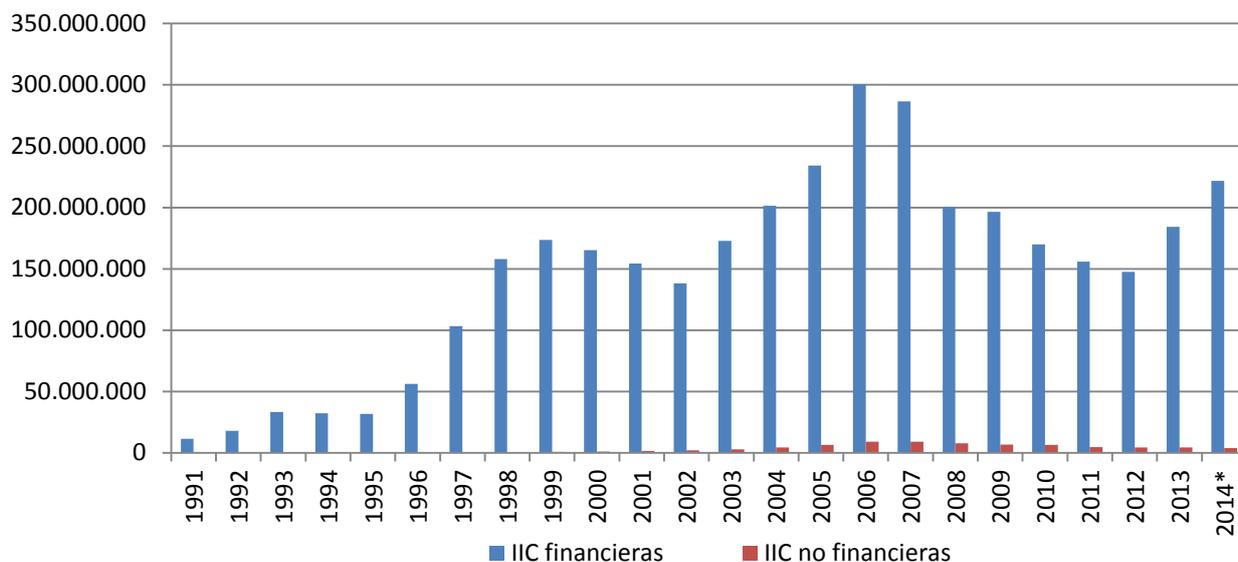
Como ya se ha señalado anteriormente, las IIC se distinguen entre financieras y no financieras, todo depende de cual sea el objetivo de la inversión.

La CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles, siendo las IIC parte de estos mercados al igual que también se encarga de la protección del inversor. Después del órgano rector, la CNMV, hay dos entidades más que desempeñan funciones para el buen funcionamiento de los fondos, que son la sociedad gestora y el depositario, que junto a éstas también es necesario el partícipe para la existencia del fondo.

Deben cumplir los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia en la inversión.

Comparando la evolución que tuvo las financieras y no financieras, se puede observar la gran importancia que tuvo una sobre otra en España.

Gráfica 11: Evolución patrimonial de las Instituciones de Inversión Colectiva financieras y no financieras entre 1991-2014



Miles de euros

(*) Datos de Octubre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

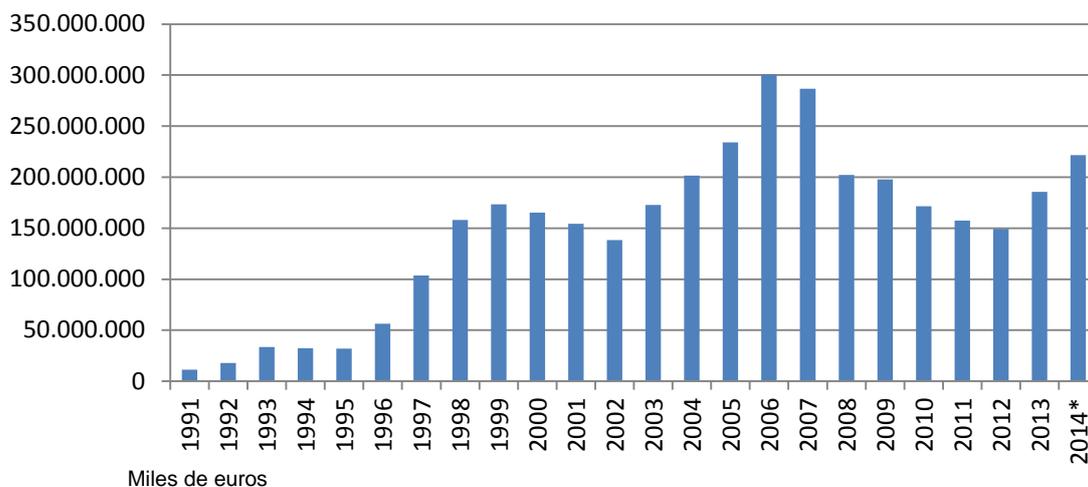
Se puede observar la gran diferencia que hay entre unas y otras, las IIC no financieras ya contaban con patrimonio a partir de 1995, pero era prácticamente insignificante en comparación con las financieras.

3.1 Instituciones de Inversión Colectiva financieras

Como ya se ha mencionado anteriormente, dentro de las IIC financieras se encuentran las SICAV, los FIM y demás instituciones cuyo objeto principal es la inversión o gestión de activos financieros.

El principal objetivo que busca cualquier inversión es que se obtenga liquidez donde se invierta, la manera más apropiada de obtener dicho objetivo es mediante la diversificación del riesgo y la transparencia de las inversiones que se hace mediante documentos informativos donde quede reflejado.

La sociedad gestora, o SICAV si es autogestionada deben tener un sistema interno de control de la profundidad del mercado de los valores en que invierte.

Gráfica 12: Evolución patrimonial total de las Instituciones de Inversión Colectiva financieras

(*) Datos de Octubre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

Se puede apreciar en la gráfica un continuo crecimiento, salvo en los periodos 2000-2002 y 2007-2012 en los que tuvo descensos, sobre todo en este último período, causados por el desplome de las bolsas y la crisis financiera respectivamente. A pesar de que la crisis financiera sigue presente actualmente, se ve una mejoría en los datos de los últimos trimestres, debido a un buen crecimiento de los fondos de inversión.

Respecto a los límites máximos de comisiones que se hizo referencia anteriormente, con carácter general, dichos límites de las IIC financieras son los siguientes:

Tabla 6: Límites máximos aplicables de comisiones

Tipo de comisiones		Límites máximos
Comisión de gestión	Sobre patrimonio únicamente	En términos anuales, 2,25% del patrimonio
	Sobre resultados únicamente	En términos anuales, 18% de los resultados
	Sobre patrimonio y resultados	En términos anuales, 1,35% del patrimonio y 9% de los resultados
Comisiones de suscripción y reembolso, Descuentos a favor del Fondo practicados en las suscripciones y reembolsos, Total de estas comisiones y descuentos		5% del valor liquidativo de las participaciones
Comisión del Depositario		2 por mil anual del patrimonio

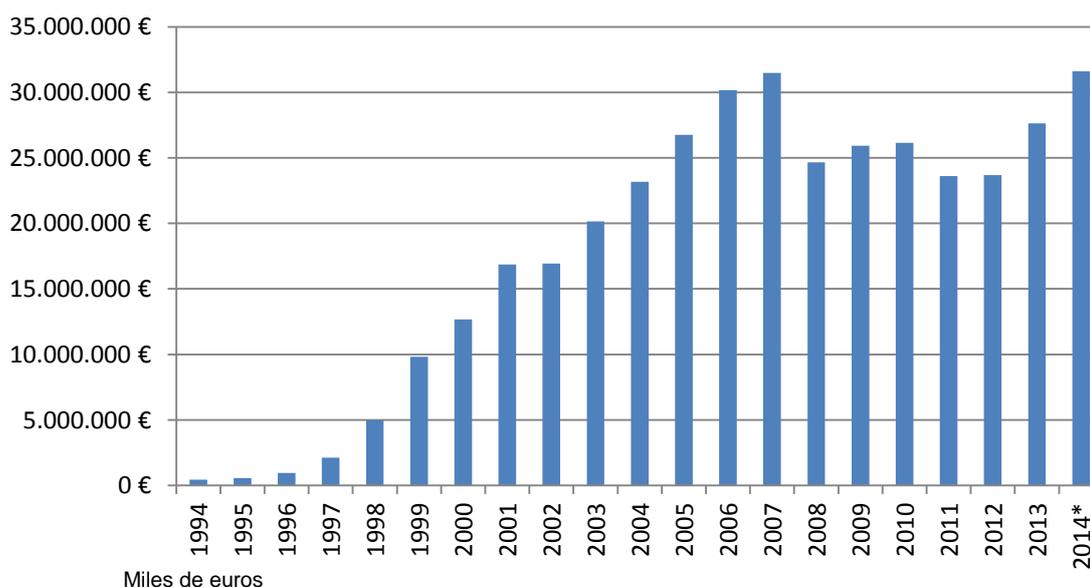
Fuente: Inverco

3.1.1 Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV)

Actualmente las IIC de carácter financiero que tomen forma societaria toman el nombre de SICAV, anterior a la ley actual³⁸, estas sociedades tomaban el nombre de “Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable” (SIMCAV) pero su definición sigue siendo la misma *“las sociedades de inversión deberán adoptar la forma de sociedad anónima y su capital social será susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital máximo o mínimo fijados en sus estatutos, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la junta general.”*³⁹

A pesar de que el desarrollo de las SICAV fuese posterior al de los fondos de inversión, experimentaron un gran crecimiento entre 1997-2007, ganando peso tanto en número de sociedades como en patrimonio.

Gráfica 13: Evolución patrimonial de las Sociedades de Inversión de Capital Variable entre 1994-2014



(*) Datos del primer trimestre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

³⁸ Ley 35/2003, de 4 de noviembre de IIC

³⁹ Artículo 29 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de IIC

Las primeras sociedades en ser reguladas fueron las Sociedades de Inversión Mobiliaria, que se mantuvieron estables hasta que tomaron relevo las SIMCAV, más tarde SICAV, protagonizado por una gran comercialización por parte de la banca privada.

Se trata en la gran mayoría de los casos, de sociedades creadas específicamente para proporcionar un ventajoso soporte jurídico a la administración de patrimonios financieros de carácter familiar, el número de accionistas que la componen suele ser muy reducido, adaptándose a las exigencias mínimas establecidas por la normativa.(Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V. 2008-pág 210)

Haciendo hincapié a lo que se acaba de comentar, se han encontrado SICAV en las que no se realiza ningún movimiento de compraventa de sus acciones. Esto junto con la existencia de accionistas de “paja” se ha llevado a la Agencia Tributaria a sostener que hay sociedades SICAV que no deberían disfrutar de las ventajas fiscales. En una investigación realizada por Guillermo Rocafort (2011-pág.91) ha puesto de ejemplo la sociedad “*Zanisa de Inversiones SICAV*” en la que sólo había cuatro accionistas relevantes que poseían el 93% de las acciones, el resto eran de “paja” para cumplir con la normativa.

3.1.1.1 Estructura y elementos diferenciales

El número de accionistas en una SICAV no puede ser inferior a 100. El capital inicial debe estar íntegramente suscrito y desembolsado desde que se constituye, dicho capital puede ser en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o demás activos financieros que resulten aptos para la inversión.

Las SICAV deben contar con una buena organización administrativa y contable junto con una experiencia adecuada que debe tener el Consejo de Administración, para responder de forma activa a las tendencias del mercado ya que requiere una continua monitorización de los mercados financieros y amplia capacidad para utilizar instrumentos financieros. (Soriano J.-E,1994)

El régimen de funcionamiento, como se ha comentado anteriormente, se basa en el aumento o disminución de su capital dentro de los límites máximo y mínimo fijados en los estatutos, mediante venta o adquisición de sus propias acciones al valor liquidativo, de ahí sus principales características de la variabilidad de su capital social y de su liquidez.

Tal y como comenta Guillermo Rocafort (2011) la mayor diferencia entre una SICAV y Fondos de Inversión es en su naturaleza jurídica, ya que los fondos no optan por una figura societaria, sino contractual o fiduciario, por lo que según Broseta Pont, M (1974) conlleva unas consecuencias para los fondos de inversión:

- Relaciones jurídicas entre Sociedad Gestora, Depositario y Partícipes, inexistentes en las SICAV
- Accionista con derecho de voto en las SICAV permite un control más activo.

En las SICAV, el accionista no es un mero partícipe como en los fondos de inversión, sino que puede ser protagonista en el nombramiento de los administradores y en la política de inversión, que puede ser cambiada en cualquier momento mediante decisión de la asamblea de socios, que son los que aprueban el balance y cuentas de la SICAV.

Según comenta Guillermo Rocafort (2011) un elemento ulterior entre SICAV y fondos de inversión es el perfil ahorrador de cada uno de ellos, siendo los fondos de inversión destinados a un gran número de clientes con características diferentes, mientras que las SICAV van dirigidas a un grupo de ahorradores homogéneos, en esta última tiene una exigencia de rentabilidad y una dimensión de recursos más elevados, ya que son más arriesgadas que los fondos de inversión.

Otra de las diferencias que nos encontramos, es que en las SICAV se encuentra en la posibilidad de transmitir acciones en un mercado pudiendo intervenir la SICAV como compradora, mientras que en los

fondos no existe una transmisión de participaciones en régimen de mercado.⁴⁰

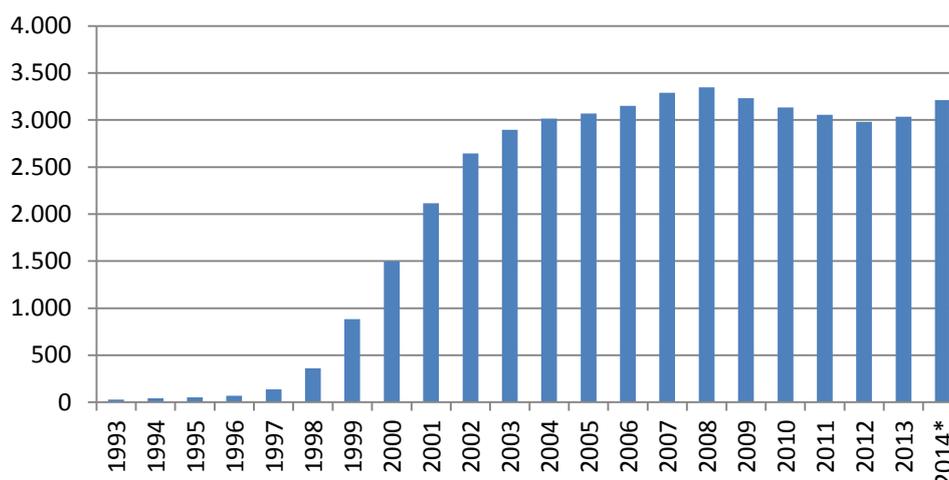
Sus principales ventajas, independientemente de las fiscales, son la diversificación del riesgo y la capacidad de reinvertir las plusvalías en el fondo. (Chacón Blanco, J.E ,1992)

3.1.1.2 Producto estrella de los Grupos Financieros

La banca privada en los últimos 15 años ha hecho una práctica muy habitual en proponer a los clientes con grandes fortunas la constitución de SICAV y encargarse luego de su correspondiente asesoramiento, como se puede apreciar en la gráfica, en número de SICAV aumentaron de forma llamativa a partir de 1997.

En 2013, a pesar de cuatro años consecutivos descendiendo el número de SICAV registradas, se ha incrementado un 1,8%, alcanzando la cifra de 3.035, y por lo que se puede apreciar hasta octubre de 2014 sigue aumentando, consiguiendo la cifra de, 3.212 SICAV registradas. Este aumento, según explica la CNMV, vino dado por la revalorización de la cartera y por la entrada de nuevo fondo

Gráfica 14 : Nº de Sociedades de Inversión de Capital Variable registradas



(*) Datos de Octubre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

⁴⁰ Chacón Blanco, J.E. (1992): "Derecho del mercado de valores". Dykinson, p.598. Citado por Rocafor, G (2011) en "SICAV, paraíso fiscal. Los muy ricos solo contribuyen con el 1%

Tal y como expresan Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V. (2008) que teniendo en cuenta las especiales características de las SICAV y el público objetivo al que van dirigidas, la comercialización se realiza a través de contactos personales, tras la identificación de los clientes que cumplen los requisitos para la creación de estas sociedades, constituyen un “traje a medida” dentro de la industria de la inversión colectiva.

Los principales grupos bancarios concentran el 59,67 % del número de patrimonio de las SICAV, siendo el BBVA y el Santander los que más cuota de mercado tienen, un 25,8 % de forma conjunta.

Tabla 7: Ranking sicav por grupo financiero

Ranking	Grupo financiero	Patrimonio
1	Santander	4.476.181
2	BBVA	3.106.685
3	Banca March	2.413.130
4	Bankinter	1.908.536
5	U.B.S	1.657.820
6	Banco Sabadell	1.489.398
7	Credit Suisse	1.316.237
8	La Caixa	1.165.000
9	Resto	11.848.254
TOTAL		29.381.241

(*) Datos del primer trimestre Fuente: Inverco - cuadro: elaboración propia

Hasta hace poco tiempo, este tipo de sociedades han estado reservadas a los grandes patrimonios, ya que se necesitaban 2,4 millones de euros para crear una. Pero hoy en día, ya con sólo 20 partícipes y un patrimonio de 600.000 € ya se puede disfrutar de las ventajas de las SICAV, sin tener 2,4 millones de euros, se trata de fondos por compartimentos. Para poder realizar un fondo de estas características, el fondo en conjunto debe contar con al menos 3 millones de euros, por el contrario no se podría hacer un fondo por compartimentos. Las ventajas de este tipo de fondos, aparte de que no requiere una cantidad tan grande de patrimonio, es que cada compartimento puede tener una estrategia diferente a la del resto del fondo y supondría un ahorro en costes, ya que al poder estar bajo un

único contrato constitutivo varios compartimentos, responderán cada uno de ellos de los costes, gastos y obligaciones que les afecten, en la parte proporcional que establezcan los estatutos.

La Ley de fondos de 2003 ya contemplaba esta creación, pero hasta hace poco tiempo nadie había contemplado esta posibilidad, siendo Inversis la primera en lanzar estos fondos. Tal y como comenta Alicia Arriero, responsable de SICAV en inversis, *“este tipo de fondos es una fórmula mixta entre un fondo de inversión clásico y una SICAV.”*

Las SICAV han sido el vehículo favorito para las grandes fortunas pero cuando la Agencia Tributaria se puso a inspeccionar entre 2003 y 2005 dichas sociedades, los fondos comenzaron a cobrar más interés porque ofrecían anonimato, no como en las SICAV ya que al final se podía encontrar el verdadero titular del 99,9 % de sus acciones.

3.1.1.3 Ventajas fiscales de las SICAVs

La SICAV, como se dijo anteriormente, es una fórmula mixta entre una sociedad anónima y un fondo de inversión.

Una de las grandes ventajas de las SICAV no es solo que se pueda reducir impuestos sino que permite diferir su pago. En cuanto al dinero, está a nombre de la SICAV y éste se invierte para obtener beneficios, los cuales no tributan al 30% sino al 1% en el impuesto de sociedades. Cuando se devuelva el capital al inversor, ese capital sí que tributará como las acciones, y pagaría lo mismo que cualquier inversor en concepto de rentas de capital.

Otra ventaja de las que disfrutaba, ahora ya no porque hubo un cambio en la normativa en el 2011, se encontraba en las reducciones de capital, es decir, el dueño del capital podía sacar dinero de la SICAV sin tributar hasta que no superase la cantidad inicialmente invertida porque consideraba que lo que se retiraba era el capital invertido y no las ganancias obtenidas de las inversiones. Aunque parezca lógico no tributar si no se retira la plusvalía, suponía un problema si lo comparas con cualquier otra inversión, ya que no se podía hacer lo mismo que en la SICAV, porque en el momento que se retira parte del dinero, se tiene que pagar por la plusvalía obtenida, independientemente de que saque

una cantidad inferior a la que se invirtió inicialmente. Ésto, permitiría dejar en la SICAV las plusvalías obtenidas generando más plusvalías, si las inversiones realizadas son acertadas.

Otra ventaja se encuentra en el control de la inversión por parte de los dueños, algo que no se podía hacer en un fondo de inversión.

Aunque la Ley obligaba a tener un mínimo de 100 accionistas, se generalizó la figura conocida como “mariachis u hombres de paja” que pertenecía a la SICAV pero no ejercía ninguna función, sólo ponía su nombre para que la sociedad alcanzase el mínimo exigido.

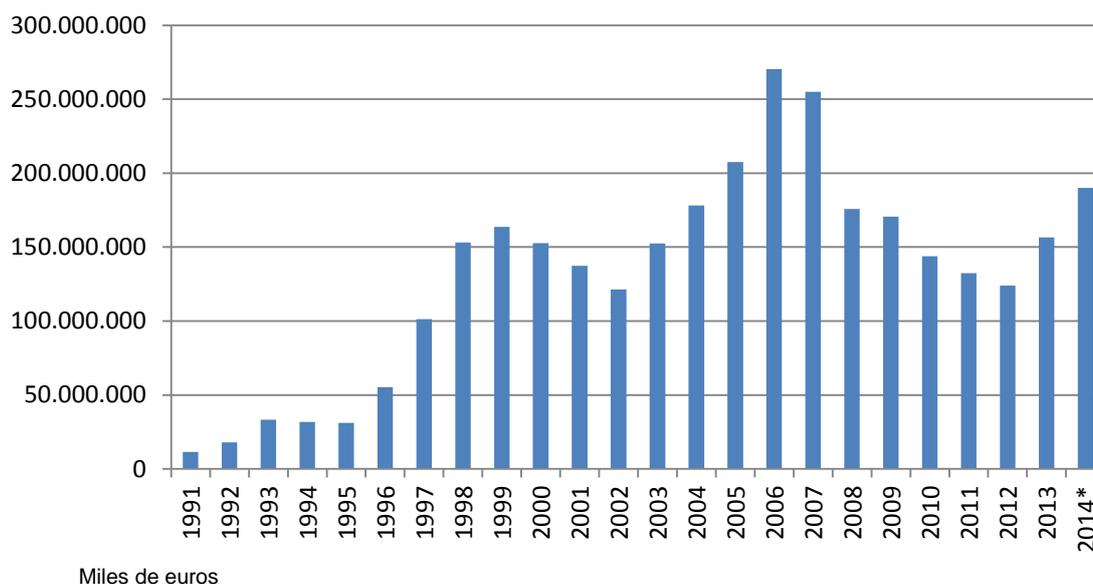
3.1.2 Fondos de inversión de carácter financiero

Los fondos de inversión de carácter financiero son patrimonios sin personalidad jurídica, cuya gestión integral se realiza por una sociedad gestora y sus activos son custodiados por una entidad depositaria la cual, asimismo, supervisa la actuación de la sociedad gestora.

En España prácticamente toda la inversión se ha canalizado a través de los fondos de carácter financiero. Sus comienzos no fueron fáciles ya que se trataba de un producto totalmente desconocido para los inversores aunque a medida que fueron pasando los años han adquirido experiencia y protagonismo en nuestro Sistema Financiero Español.

Los fondos de inversión de carácter financiero tienen por objeto la inversión en aquellos activos e instrumentos financieros que han sido identificados como válidos para este fin por la legislación.⁴¹

⁴¹ Artículo 30 Ley 35/2003, de 4 de Noviembre.

Gráfica 15: Evolución patrimonial de los Fondos de Inversión entre 1991-2014

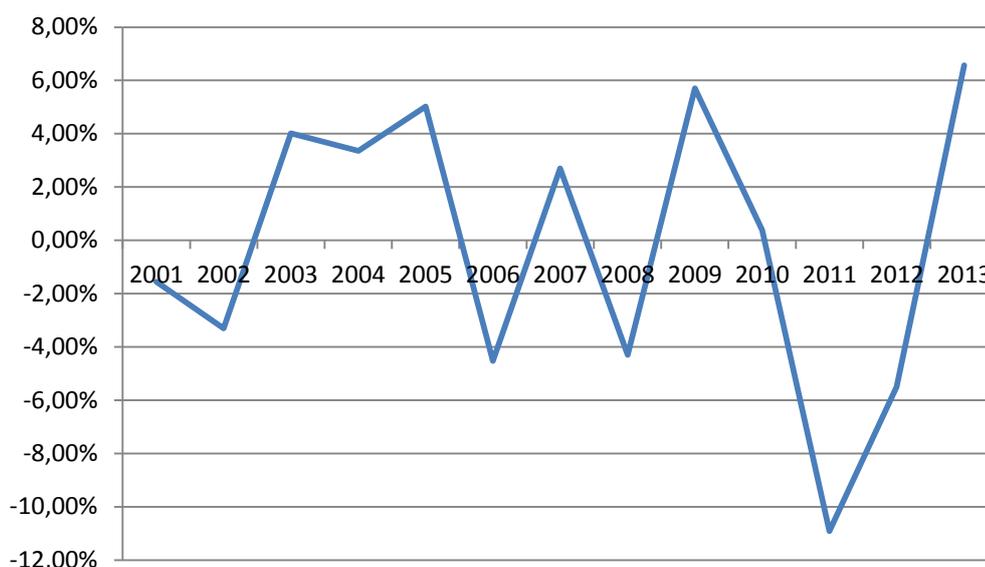
(*) Datos de Octubre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

Su extraordinario crecimiento en un periodo de tiempo relativamente breve ha producido cambios en nuestro sistema financiero convirtiéndose en uno de los instrumentos financieros más importantes para la canalización del ahorro. (Antonio Grandío Dopico, Pedro A. López Suárez y Vicente M. López López, 2008), al igual que han servido de financiación de las actividades productivas.

Tras varios años de continuo crecimiento, sufren un descenso entre el 2000-2002 debido a los reembolsos netos y al descenso de las cotizaciones bursátiles. Años posteriores se ve un crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión pese a que la rentabilidad en el 2006 se ve reducida, justo en este año desaparecen los FIAMM. Acto seguido, en los años posteriores sufre una gran caída en el patrimonio de los fondos, pero no sólo en España, sino a nivel Europeo, propiciado principalmente por la desinversión de los partícipes.

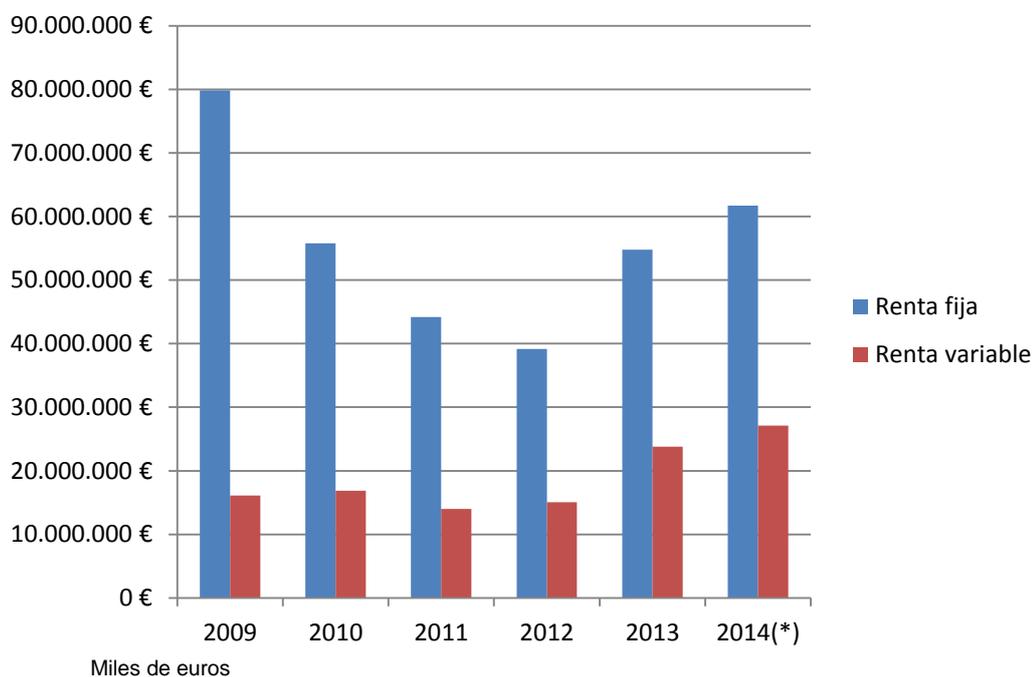
En los fondos de inversión no sólo el marco legal tiene una evolución decisiva en su evolución, también existen otros factores que fueron condicionantes en la vida de los mismos.

Gráfica 16: Rentabilidad de los Fondos de Inversión entre 2001-2013



Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

Gráfica 17: Distribución del patrimonio en los Fondos de Inversión



(*) Datos del primer trimestre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

Tras varios años de una tendencia bajista que se venía experimentando en el patrimonio de los fondos de inversión, al cierre del ejercicio 2013, el patrimonio había aumentado en un 26,3 % con respecto al 2012, causado en mayor medida por nuevas aportaciones de los inversores y, en menor

medida, a la revalorización de la cartera. El mayor aumento que tuvieron los fondos fueron en las categorías de renta fija, como se puede ver en la gráfica.

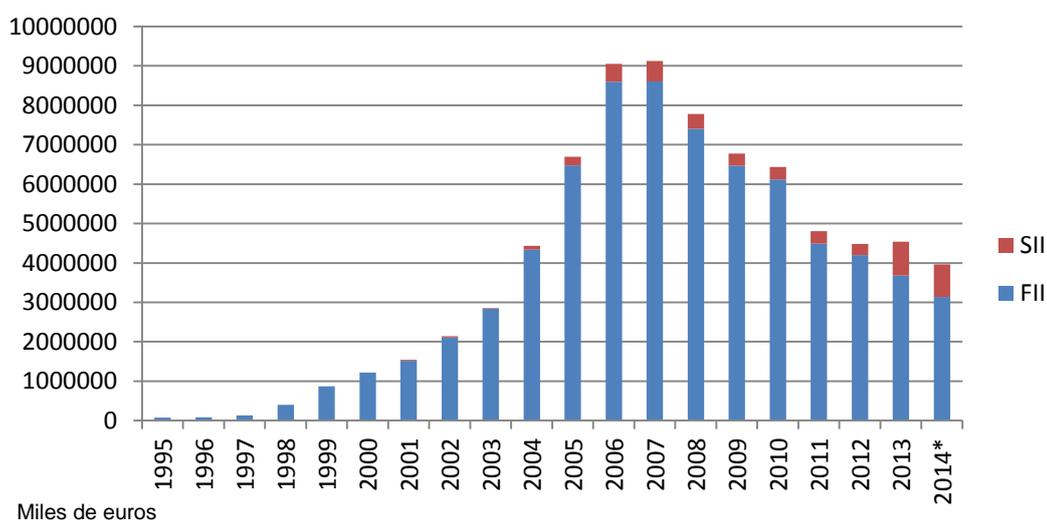
3.2 Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria

La inversión colectiva inmobiliaria es de carácter no financiero. En España apareció más tarde que los de carácter financiero, siendo los primeros en aparecer los FII.

La primera diferencia entre las IIC inmobiliarias y las IIC de carácter financiero consiste en el contexto económico y jurídico en el que ambos tipos de IIC se ubican. Las IIC inmobiliarias se ubican en un contexto normativo doble, integrado por la regulación de la inversión colectiva y por el régimen de la inversión inmobiliaria. (Tapia Hermida, A.J.1997)

España estaba experimentando un buen desarrollo en el sector inmobiliario en la década de los ochenta, pero al comienzo de la siguiente década sufriría una fuga de inversores extranjeros provocado por una grave crisis.

Gráfica 18: Evolución patrimonial de las Instituciones de Inversión Colectiva inmobiliarias



(*) Datos de Octubre Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

Tras la recuperación de la crisis en España, se generó grandes expectativas para la IIC inmobiliaria teniendo en cuenta el gran crecimiento que había tenido

la inversión colectiva mobiliaria, y el sector inmobiliario estaba notando cómo estaba adquiriendo importancia principalmente influenciado por la bajada de tipos de interés lo que propiciaba la adquisición de inmuebles.

Antonio Grandío Dopico, Pedro A. López Suárez y Vicente M. López López (2008) cuentan que mientras en los años noventa estuvo marcada por el desarrollo de la inversión colectiva financiera que captó gran parte de las economías domésticas, a mediados y finales de los noventa comienzan a aparecer nuevos instrumentos de captación de inversión de recursos a través de los FII y las SII que estaban llamadas a impulsar el desarrollo del mercado de alquiler de inmuebles y permitir a los ahorradores beneficiarse de los rendimientos que genera el mercado inmobiliario, así como una nueva opción para la diversificación de sus inversiones como factor reductor del riesgo.

En 1995 la falta de explotación del sector inmobiliario debido a un conocimiento escaso del producto y por la poca comercialización que se realizó provocó que las esperanzas que se tenían con este tipo de inversión se desvanecieran.

Según Tapia Hermida, A.J (1997) este fracaso ha sido la “crónica de una muerte anunciada” por cuanto, desde un principio, se advirtió por parte de los especialistas en la materia que el régimen fiscal del que se dotaba a este tipo de IIC no conseguiría ser lo suficientemente atractivo.

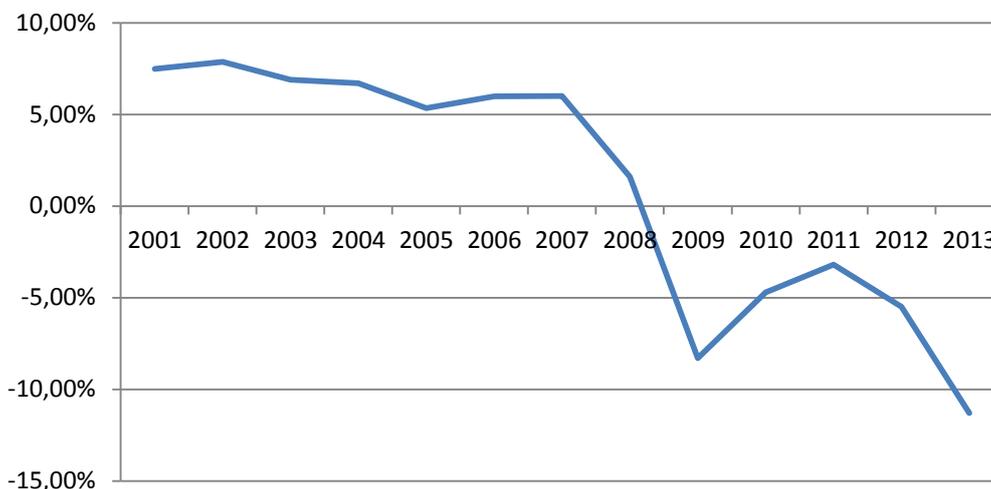
En 1997 la inversión colectiva inmobiliaria seguía sin atraer inversores por lo que su patrimonio no representaba ni siquiera el 1% del total de la inversión colectiva en España.

Uno de los factores por lo que no se ha desenvuelto el negocio de las IIC inmobiliarias fue porque estaba compitiendo con un tipo de inversión colectiva, las IIC financieras, que ofrecían liquidez casi inmediata con buenas rentabilidades mientras que las IIC inmobiliarias sólo garantizaban el reembolso con periodicidad anual, y sus rendimientos eran bastante modestos.

Grandío Dopico, A. López Suárez, P. y López López, V (2008) consideran a los compradores de estos fondos como compradores anticíclicos, es decir, intentan evitar los tiempos del boom inmobiliario, lo cual es razonable porque al subir los tipos de interés hay que realizar un esfuerzo más grande para poder adquirir una vivienda, lo que supone un factor reactivador del mercado del alquiler que favorece la actividad de estas instituciones.

A semejanza de los IIC de carácter financiero, los inmobiliarios se configuran también en la legislación española y su creación y funcionamiento está sometida a la supervisión de la CNMV.

Gráfica 19: Rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliaria entre 2001-20013



Fuente: CNMV - gráfica: elaboración propia

En 2008 y años consecutivos el patrimonio de las IIC inmobiliarias sufre grandes descensos, lo mismo ocurre con las rentabilidades que llegan a ser negativas, provocadas por la desaparición de algunos fondos y por la situación por la que estaba pasando el sector inmobiliario.

Después de encadenar varios años consecutivos con descensos, a cierre del ejercicio 2013, el patrimonio de las IIC inmobiliarias creció un 1,1%, dicho crecimiento fue gracias a las sociedades de inversión inmobiliaria ya que los fondos de inversión inmobiliaria volvieron a disminuir. Este descenso fue provocado por la depreciación continuada de las carteras de los activos de estos fondos por lo que también contribuyó a que la rentabilidad en el último año fuese negativa.

En cuanto a los tipos de comisiones que aparecen en los fondos de inversión inmobiliaria son los mismos que en las mobiliarias, ya mencionados anteriormente, en lo que se diferencian son los límites máximos para cada una de ellas.

Tabla 8: Límites máximos aplicables de comisiones

Tipo de comisiones		Límites máximos
Comisión de gestión	Sobre patrimonio únicamente	4% del patrimonio
	Sobre resultados únicamente	10% de los resultados
	Sobre patrimonio y resultados	1,50% del patrimonio y 5% de los resultados
Comisión de suscripción		5% del valor liquidativo de la participación
Comisión de reembolso		5% del valor liquidativo de la participación
Comisión del Depositario		4 por mil anual del patrimonio

Fuente: Inverco

Respecto a los gastos, el fondo asumirá unos gastos de tasación, mantenimiento y reparación, rehabilitación y vinculados a la compraventa.

4. Gestión y estrategias de los fondos de inversión

Toda gestión de fondos conlleva realizar un proceso complejo para determinar si los valores en los que se invierte son rentables, para ello requiere una serie de fases.

4.1 Fijación de los objetivos

Tal y como comenta Emilio Soldevilla (1999) el proceso de gestión de un fondo consiste en establecer primero unos objetivos e invertir en valores y así obtener una rentabilidad para satisfacer los intereses económicos de los partícipes.

Toda inversión consiste en obtener diferenciales entre lo que se gana y lo que se ha invertido asumiendo cierto riesgo, es decir, como ya se comentó anteriormente consiste en captar ahorro de los particulares e invertirlo en una cartera, que dependiendo del fondo será más diversificada o menos.

Según establece Emilio Soldevilla(1999), los dos objetivos básicos de los fondos de inversión son:

- Ofrecer participaciones del fondo para lograr una rentabilidad mayor y más segura que invertir individualmente
- El fondo se obliga a mantener la liquidez de las participaciones.

Una vez establecidos los objetivos, se procede a invertir en unos valores o en otros, dependiendo del tipo de riesgo que se quiera asumir.

4.2 Estrategias

Lo que diferencia unas estrategias de otras será la técnica empleada en cada una de las fases del proceso.

La selección de la cartera del fondo está precedida por una decisión de asignación de activos y decidirse por una combinación de los mismos. En función de esto, el gestor elige el estilo de la gestión. Decide por sí mismo en qué invertir poniendo en práctica sus conocimientos y análisis o se puede guiar por índice determinado. Por eso, existen las estrategias activas y pasivas.

Tal y como dicen Sofía Ruiz y Carmen Mendoza (2011) la estrategia activa pretende superar el binomio rentabilidad-riesgo de una cartera objetivo (índice) mediante valores que mejor rendimiento pueden ofrecer y realizar los cambios oportunos en la composición de los activos, lo que implica un movimiento más o menos recurrente de la cartera. De esta manera se obtiene una mayor *performance* financiera mediante cambios dinámicos en la composición del fondo.

Existen al menos dos razones por las que siguiendo una estrategia activa se puede conseguir rentabilidades superiores a las del mercado: primero se realizaría un efecto selección que consiste en seleccionar aquellos valores que estén infravalorados para poder venderlos en el futuro a un precio sobrevalorado evitando su posible bajada de precio, y segundo realizando el efecto sincronización que consiste en anticiparse a los movimientos del mercado, lo que les permite obtener ganancias al reestructurar su fondo entre renta variable y renta fija a corto o largo plazo, aun sin tener una buena predicción de la evolución de cada título individualmente.

En cuanto a la estrategia pasiva, Sofía Ruiz y Carmen Mendoza (2011) explican que dicha estrategia evita el coste implicado en la realización de un análisis de valores, replicando una cartera objetivo que sirve de referencia, evitando cualquier

movimiento que suponga bajar la rentabilidad de dicha inversión, sigue la fórmula de “comprar y mantener”.

Emilio Soldevilla expone que los fondos de inversión no suelen adoptar en exclusiva estrategias activas o pasivas, más bien las combinan.

Tal y como señalan Rocío Marco y Salvador Ortiz (2006) la rentabilidad y la volatilidad son las variables básicas de decisión en cualquier categoría de fondos, resultado que subraya la importancia del binomio rentabilidad/riesgo en la ecuación de demanda, pero efectivamente las elasticidades son heterogéneas al considerar las distintas categorías. Ello implica que el inversor no pondera de la misma forma el riesgo en que incurre un fondo de renta fija que el de un fondo de renta mixta. El resultado llamativo es que la elasticidad de la demanda respecto a la rentabilidad disminuye a medida que aumenta la proporción de renta variable en la cartera, por lo que los inversores de renta fija presentan una mayor atención a rendimientos pasados que los inversores de renta mixta, y éstos a su vez más que los inversores de renta variable.

4.3 Asignación táctica de activos

Otra selección que debe realizar el gestor es la política de gestión. Es el proceso de divergencia en la asignación estratégica de activos, cuando el inversor pronostica a corto plazo una desviación de la previsión a largo plazo para realizar la estrategia, es decir, puede estimar que la asignación se ha alterado en virtud de sus actuales previsiones a corto plazo. Esta táctica supone cambios en la cartera, y se realiza cuando el inversor puede hacer una precisa inversión a corto plazo. (Soldevilla, E. 2008)

El método que se aconseja seguir debe ser de signo contrario al mercado, es decir, se debe comprar (vender) un activo cuando su valor de mercado cae (sube). Hay establecidas dos formas de realizar este pronóstico: *bottom-up* y *el top-down*.

El *bottom-up* (de abajo hacia arriba) se realiza examinando el *performance* de las acciones individuales antes de ver las tendencias del mercado, ya que unas acciones individuales pueden tener un buen comportamiento pero las acciones de su sector no. Así las previsiones de su rendimiento esperado se ven a través de los beneficios de la sociedad y de los dividendos de las acciones.

Otra forma es el *top-down* (de arriba hacia abajo), en este caso se fija antes en las tendencias del mercado y luego selecciona los valores que pueden tener mejor comportamiento. En esta forma obtienen las previsiones sobre los beneficios y dividendos del mercado total, luego calcula el rendimiento esperado de dicho mercado y luego se desciende al rendimiento de las acciones individuales.

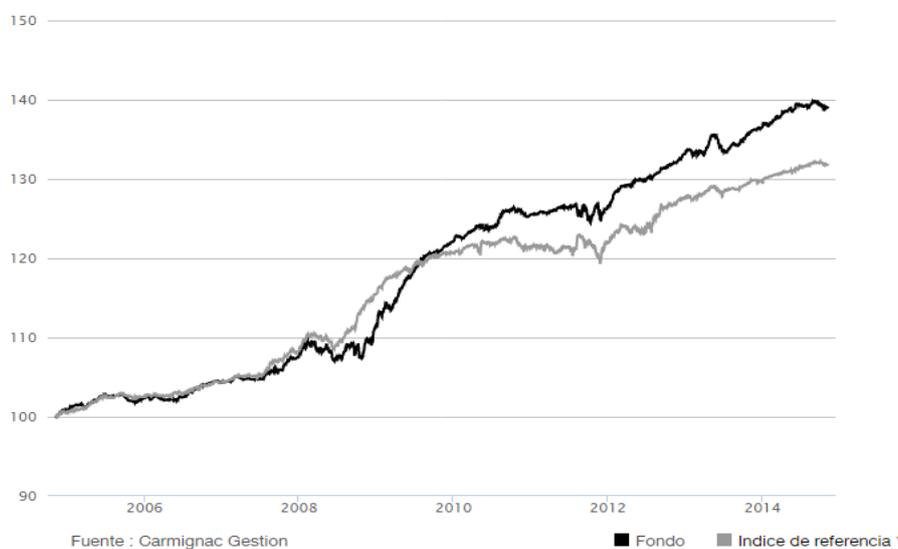
Tal y como comenta Emilio Soldevilla (1999), comparando una forma con la otra, tiene más ventajas el *bottom-up*, ya que combina información y experiencia y no basándose en análisis individuales de las acciones. De todas formas, se puede combinar ambas estrategias.

A la hora de plantearse cómo se va a invertir un fondo de inversión, una de las principales preocupaciones que tienen los inversores son los diferentes riesgos a los que se pueden enfrentar, los cuales han de informarse previamente al inversor .

Las estrategias que las gestoras llevan a cabo son variadas, ya que todo depende del perfil del inverso. Si se redujesen a cuatro perfiles, como lo explica un artículo del Diario Cinco Días del martes 23 de septiembre de 2014, serían los siguientes:

Para un perfil muy conservador, donde los tipos de interés están cercanos a cero, nos podemos encontrar con el fondo Carmignac Sécurité, cuya trayectoria es muy consistente invirtiendo en emisiones corporativas de empresas europeas y en deuda pública. Este fondo ha logrado una rentabilidad anualizada del 3,48% en los últimos 10 años.

Gráfica 20: Rentabilidad Fondo Carmignac Sécurité



Otro perfil con el que nos podemos encontrar es con el conservador medio, donde explica Sophie del Campo⁴² que las estrategias de renta fija flexible permiten más libertad al gestor para encontrar oportunidades en renta fija allá donde las haya en todo momento. En este caso se coge como ejemplo de fondo para este perfil el de Loomis Sayles Multisector Income donde mezcla renta fija tradicional, bonos convertibles y renta variable.

Gráfica 21: Rentabilidad Fondo Loomis Sayles Multisector Income



Categoría: RF Flexible USD
 Índice: Barclays Global Aggregate TR Hdg USD

Fuente: Inversis

Un perfil un poco más agresivo es el moderado, donde los inversores son capaces de tolerar movimientos adversos del mercado, es decir, empiezan a adentrarse en la inversión variable y asumen el riesgo de poder perder lo que han invertido. En este tipo de perfiles se intenta invertir parte de la cartera en renta fija y otra parte en renta variable. Un ejemplo de fondo de inversión que ha conseguido buenas rentabilidades en estos últimos años sería el fondo de inversión Renta 4 Pegasus, demostrando un mejor comportamiento que el índice.

⁴² Directora general de Natixis AM en España

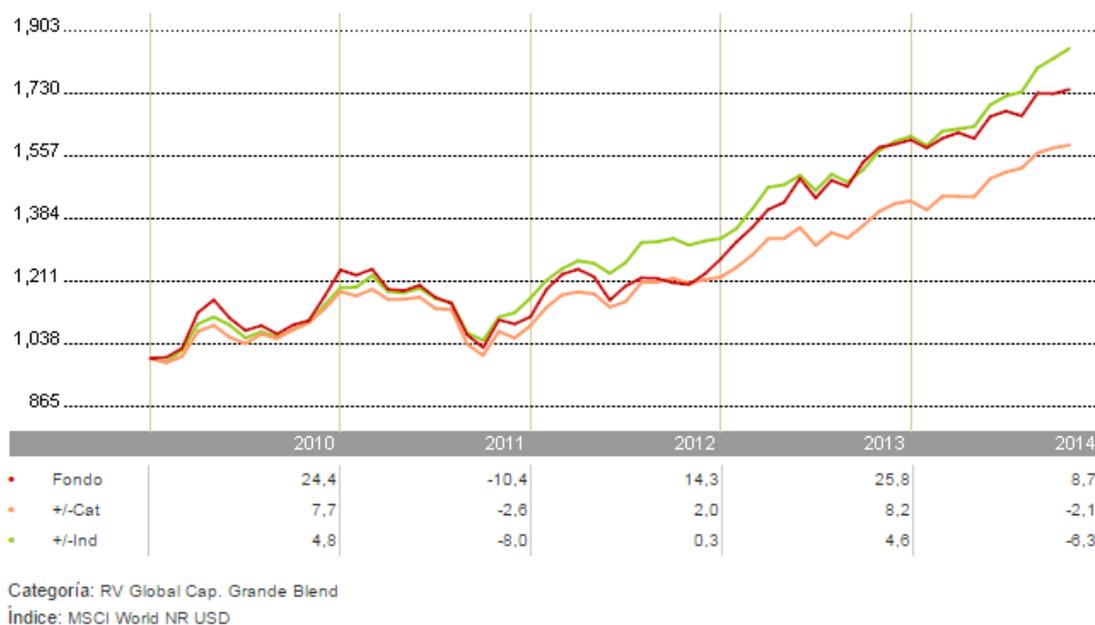
Gráfica 22: Rentabilidad Fondo Renta 4 Pegasus



Fuente: Inversis

Por último y último perfil es el agresivo, ya que invierte casi la totalidad de su cartera en renta variable. Es el activo que mayor rentabilidad ofrece, aun así tal y como explica Abante hay que tener en cuenta que se está viviendo un entorno de volatilidad extremadamente baja en Bolsa, lo que no es probable que se mantenga “sine die” y es un factor que todo inversor debe considerar. En esta tipología destaca el fondo de inversión Harris Associates Global Equity, que ha demostrado una buena consistencia que como vemos en el gráfico tiene una rentabilidad similar al índice.

Gráfica 23: Rentabilidad Fondo Harris Associates Global Equity



Fuente: Inversis

4.4 Ejemplos de diferentes estrategias

Ahora veremos cómo diferentes gestoras realizan sus propias estrategias de inversión y cual ha tenido mejor rentabilidad, para ello he escogido un fondo de inversión de renta variable que invierte sólo en España, otro de renta variable internacional y uno de renta fija mixta internacional.

- FONCAIXA BOLSA GESTIÓN ESPAÑA, FI

Este fondo se trata de una inversión variable que tiene un riesgo de 7 en una escala de 1 a 7 por lo que estaríamos ante un perfil arriesgado, No es recomendable para inversores que prevean retirar su dinero en un plazo de menos de 5 años.

La estrategia que va a llevar a cabo es la siguiente, toma como referencia el comportamiento del índice Ibex 35. La exposición a renta variable será como mínimo del 75%, la inversión en renta variable nacional será como mínimo el 90% de la cartera de RV, pudiéndose invertir el resto en otros países de la OCDE.

Podrá componer la cartera comprando directamente valores o cestas de valores que integran el índice o mediante la utilización de derivados.

Se invertirá como máximo el 30% en valores denominados en divisas distintas del euro.

El patrimonio que no se ha invertido en títulos de renta variable, podrá ser invertido en Deuda pública a corto plazo y un máximo del 20% en depósitos en entidades de crédito que sean a la vista

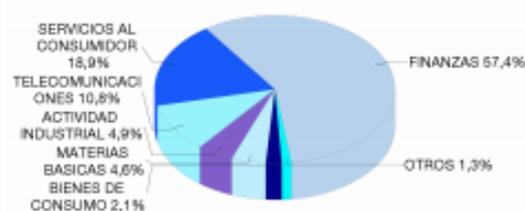
Se podrá invertir hasta un máximo conjunto del 10% del patrimonio en activos que tengan más riesgo, los cuales son:

-Acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación, incluso en aquellos que no sean oficiales o no estén sometidos a regulación, o que dispongan de otros mecanismos que garanticen su liquidez al menos con la misma frecuencia con la que la IIC inversora atienda a los reembolsos de sus participaciones y siempre buscando los que ofrezcan mayor rentabilidad o posibilidad de diversificación.

-Acciones y participaciones de las entidades de capital-riesgo, cuando sean transmisibles.

La composición de este fondo en inversión de renta variable se diversifica entre los siguientes valores: Banco Santander, BBVA, Telefónica, International Consolidate, Caixabank, Banco Popular, Mapfre, Logista, Bankinter, Mediaset España Comunicaciones. Se puede observar que donde más participación tiene es en el sector al consumidor, en el gráfico siguiente se puede ver de forma más detallada en los sectores en los que se invierte.

Composición sectorial (R.V.)



Fuente: Invercaixa

En el informe trimestral o semestral que la gestora está obligada a publicar explica cómo se ha comportado el fondo a lo largo de ese período. En este caso el fondo ha aumentado un 15,5 % durante el último trimestre, al igual que el número de partícipes, que ha sido de un 10,93%. La rentabilidad del fondo ha sido algo superior que la del índice de referencia (IBEX 35), e inferiores a la rentabilidad media de la gestora. Durante el periodo, el fondo se ha mantenido infraponderado en industriales y servicios públicos, siendo sobreponderado en financieras y telecomunicaciones. Durante el periodo el fondo ha mantenido una correlación del 97,87% con el IBEX 35, y la volatilidad que ha mostrado ha sido del 16,28% mientras que el índice de referencia ha sido del 15,77%.⁴³

⁴³ Para más detalles sobre el fondo se puede ver en: http://www.invercaixa.es/docs/InfoLegal/201409_T3C_0000783_CAS.pdf

Gráfica 24: Crecimiento Foncaixa bolsa gestión española, trimestral



Fuente: Inversis

En esta gráfica podemos observar cómo ha sido el crecimiento del fondo en estos últimos años, que como se puede apreciar, no sólo ha mantenido una alta correlación en este último trimestre sino que en casi todo su período ha tenido la misma volatilidad que el índice de referencia.

Gráfica 25: Crecimiento Foncaixa bolsa gestión española, desde 2006



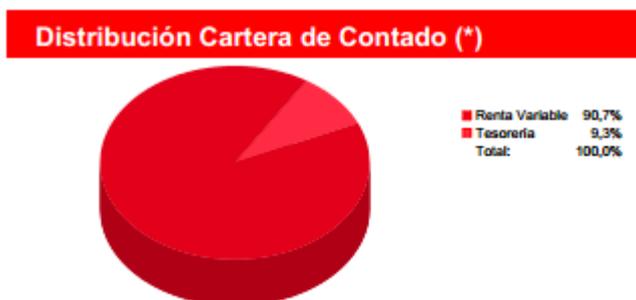
Fuente: Inversis

▪ **SANTANDER DIVIDENDO EUROPA, FI**

Este fondo se trata de una inversión en renta variable internacional en gran parte, a diferencia del anterior, este es un punto menos arriesgado, está calificado de riesgo 6 y no está previsto para inversores que prevean retirar su dinero en un plazo de antes de 5 años.

Este fondo toma como referencia la rentabilidad del índice STOXX Europe Large 200 Net Return EUR. El fondo trata de lograr una rentabilidad de mercado con menor volatilidad en un ciclo bursátil completo e intentar tener menor beta⁴⁴ en subidas fuertes, pero mayor resistencia en mercados bajistas. La estrategia que se lleva a cabo, en términos porcentuales, es similar que el anterior fondo, por lo que la estructura de la cartera tendrá una inversión mínima del 75% en compañías cotizadas europeas de capitalización alta y mediana con negocios estables, recurrentes y predecibles en sus beneficios y en su generación de caja, con reducido endeudamiento y rentabilidad por dividendo atractiva y sobre todo sostenible/creciente. La exposición a riesgo divisa será superior al 30%.

Lo que no se haya invertido en renta variable, se invertirá en renta fija, y su duración media de cartera oscilará entre 0 y 1 año. La calidad crediticia de las emisiones de renta fija será igual o superior al Reino de España. Se podrá invertir un máximo del 10% del patrimonio en activos que supongan más arriesgados que el resto de las inversiones, que son acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación incluso en los que no estén sometidos a regulación y en acciones y participaciones de las entidades de capital riesgo.

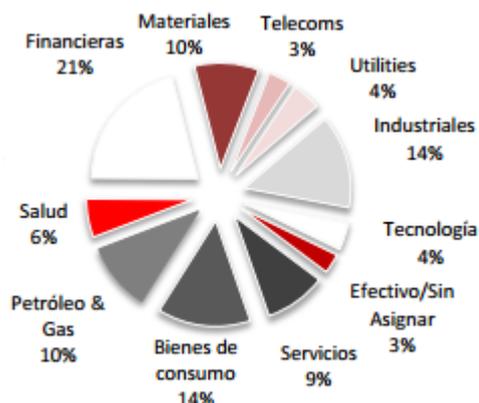


(*) No se incluyen productos derivados

Fuente: Banco Santander

⁴⁴ La beta mide la sensibilidad del valor liquidativo de un fondo de inversión a los movimientos registrados por su índice de referencia.

La composición de la cartera está formada por las siguientes compañías: BT Group PLC, Roche Holding AG Dividend Right Cert., WPP PLC, Nestle, British American Tobacco PLC, entre otros. Sectorialmente se divide de la siguiente manera.



Fuente: Banco Santander

En el informe trimestral o semestral⁴⁵ donde se puede ver con más detalle las rentabilidades y todos los hechos relevantes, explica que las bolsas de Europa como las de los mercados emergentes experimentaron caídas de rentabilidad, mientras que EEUU cerró con ganancias, sin embargo la renta fija ha tenido un comportamiento positivo. Durante este periodo los mercados se vieron lastrados por diversas causas, como son las tensiones geopolíticas entre Ucrania y Rusia y Palestina e Israel, el ébola, el default selectivo de Argentina y la crisis del Banco Portugués Espírito Santo. El PIB de Europa fue del 0% lastrado por la contracción del PIB alemán, el crecimiento nulo de Francia y la recesión técnica de Italia. Todos estos acontecimientos, entre otros, afectaron más a los mercados europeos, el Eurostoxx 50 cayó un 0,07% y el IBEX retrocedió un 0,9%. La contracción del PIB alemán, la reducción de la deuda española y la depreciación del euro respecto al dólar han supuesto para el fondo un comportamiento positivo en el periodo ya que se ha visto beneficiado por la subida en la valoración de los activos en los que invierte, como se puede ver en el gráfico siguiente.

⁴⁵ Para más detalle del fondo se puede visitar <https://buscadores.bancosantander.es/clienteWSWeb/jsp/buscadorFondos.jsp>

Gráfica 26: Crecimiento trimestral Santander dividendo europa



Fuente: Inversis

En cuanto al crecimiento que presenta el fondo en los últimos años, se puede observar que a partir del año 2010 no tiene una correlación tan fuerte como presentaba anteriormente, vemos que crece de forma más pausada que el índice o la categoría.

Gráfica 27: Crecimiento Santander dividendo europa, desde 2006



Fuente: Inversis

- **BBVA MULTIACTIVO CONSERVADOR, FI**

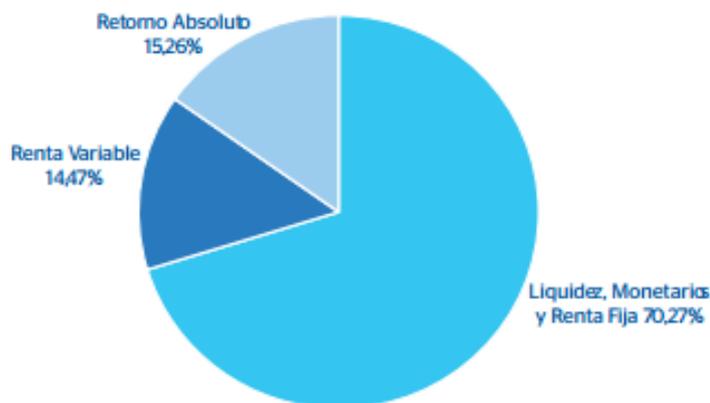
El tercer y último ejemplo se trata de un fondo de Renta Fija Mixta Internacional. Toma como referencia la rentabilidad del índice Eonia. El perfil de riesgo es de 3, por lo que va dirigido a inversores que estén dispuestos a invertir en un producto con perfil de riesgo medio-bajo y para un plazo de 1-2 años.

La inversión en renta variable será como máximo un 30% en emisores y mercados OCDE y hasta un 15% en emisores y mercados emergentes

El resto de la inversión será en renta fija pública y/o privada, principalmente en euros, que tendrá la siguiente estructura, mínimo 70% de la inversión en renta fija en títulos con alta calidad crediticia (rating mínimo A-) y como máximo un 30% de la inversión en renta fija en títulos de calidad crediticia media (rating mínimo BBB-) y baja (inferior a BBB-), con un límite máximo del 5% para estos últimos.

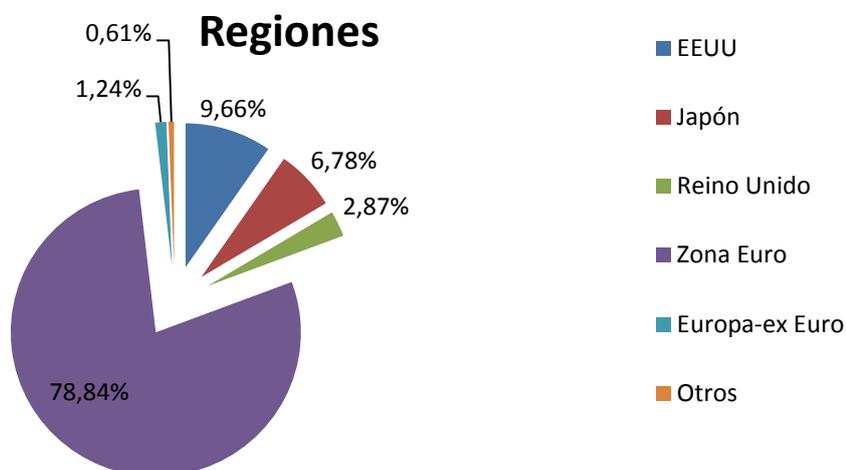
Se podrá invertir como máximo un 10% en activos que muestren un mayor riesgo que en el resto de las inversiones, concretamente en activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación que no tengan características similares a los mercados oficiales españoles o no estén sometidos a regulación, valores de renta fija no cotizados en mercados secundarios organizados que no presenten limitaciones a su libre transmisión y acciones y participaciones de las entidades capital riesgo, siempre que sean transmisibles.

La composición de la cartera está formada de la siguiente manera.



Fuente: bbvaassetmanagement

Sectorialmente se trata de un fondo muy diversificado, siendo las regiones las siguientes:



Fuente: elaboración propia con datos recogidos en Inversis

En el informe trimestral o semestral⁴⁶ que facilitan a los inversores explican lo ocurrido durante el periodo que se está analizando y las estrategias que llevaron a cabo durante dicho período.

En el entorno de renta variable se ha aprovechado de la volatilidad que ha mostrado el mercado. Sectorialmente se mantuvo la preferencia por sectores cíclicos y geográficamente siguió más presente en Europa que en otras regiones.

En renta fija se ha diversificado comprando un fondo de renta fija emergente y en el de high yield americano a corto plazo. En gobiernos, siguen cautos, ya que consideran que la deuda gubernamental de países “core” no ofrece valor con tipos tan bajos. El resto de la cartera está formado por letras del gobierno español a 3 meses para mantener el perfil conservador del fondo. En divisas, se redujo la apuesta en dólares por yenes para realizar beneficios, ya que una es más expansiva mientras que la otra es más restrictiva.

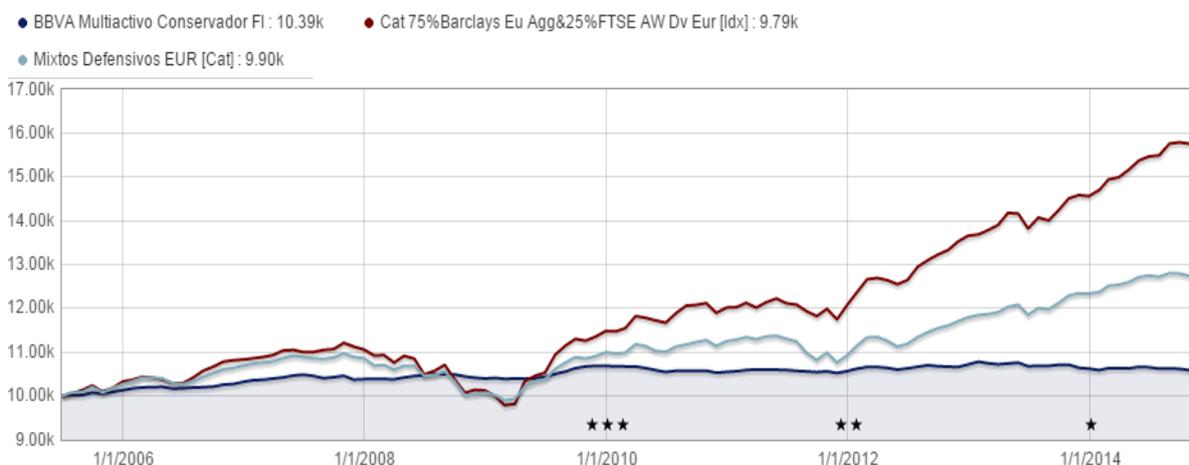
Gráfica 28: Crecimiento trimestral BBVA multiactivo conservador

⁴⁶ Para más detalle sobre rentabilidades del fondo o hechos relevantes, visitar la siguiente página https://www.bbvaassetmanagement.com/am/tlwqpub/informes/ES0114207030_TA2014033101.pdf?pais=ES&perfil=1&idioma=ES



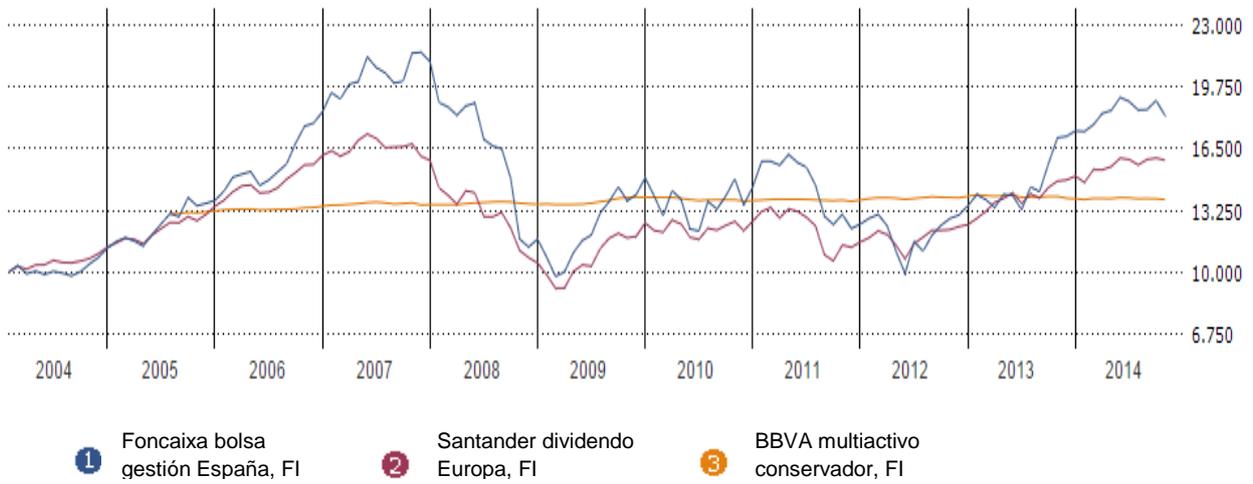
El crecimiento en trimestres, gráfica anterior, al igual que el de los últimos años dista mucho del comportamiento que tiene con el índice de referencia, se ve que no tienen una correlación muy fuerte. El crecimiento del fondo es casi plano en comparación con el del índice.

Gráfica 29: crecimiento BBVA multiactivo conservador, desde 2006



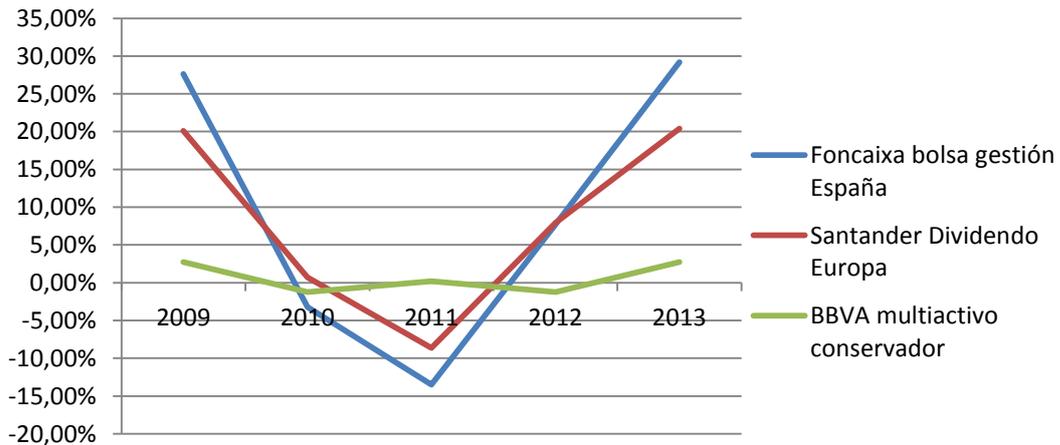
Haciendo una comparación de los tres fondos, se puede observar que el más volátil tanto en crecimiento como en rentabilidad anual es el de Foncaixa, debido a que la gestora ha tenido un perfil más activo y más arriesgado que el resto, como es normal. El de renta fija no ha sido nada volátil porque ha sido más conservador, por lo que tenemos aquí un claro ejemplo de diferentes estrategias que han seguido las diferentes gestoras durante estos años.

Gráfica 30: Comparativa en crecimiento de los 3 fondos



Fuente: Inversis

Gráfica 31: Rentabilidades de los fondos



Fuente: elaboración propia con datos de Inversis

5. Consideraciones finales: nuevo auge de los fondos como respuesta a la bajada de tipos

Las últimas rebajas de tipos de interés llevadas a cabo por el Banco Central Europeo, hasta situar el tipo en el 0,05% siendo el mínimo histórico, han propiciado un recorte de la rentabilidad de los productos de ahorro.

Mario Draghi, presidente del BCE, explica que dicha bajada de tipos tiene como objetivo el crecimiento y la inflación, ya que es consciente del riesgo que puede producir la deflación. El presidente del BCE ha admitido que se tomarán nuevas y más intensas medidas para rescatar la economía europea si fuera necesario.⁴⁷

Esta bajada de tipo tiene diversas repercusiones, entre las cuales se encuentra la reducción de la rentabilidad de los depósitos como ya he citado anteriormente. Como consecuencia de la bajada de tipos, los bancos han tenido que reajustar el rendimiento de sus productos, ofreciendo la gran mayoría de ellos un tipo de interés por debajo del 1%.

La rebaja de los tipos resta atractivo a los activos más conservadores por lo que según aconsejan muchos expertos financieros ante esta situación es asumir más riesgos invirtiendo en fondos de inversión o acciones si se quiere sacar más rentabilidad al dinero. Por eso, según comenta Víctor Alvargonzález⁴⁸, director de inversiones de Tressis que esta bajada de tipos va a beneficiar en gran medida a la bolsa española ya que pueden reactivar las exportaciones españolas y aportar un empuje significativo a las firmas cotizadas europeas, de ahí aprovechar la gran oportunidad que nos va a deparar la renta variable en España.

Estas bajadas de tipos también se están reflejando en las Letras y Bonos del Estado, así que invertir en deuda pública tampoco es la solución para el ahorro a corto y medio plazo. No se quiere decir que los ahorradores inviertan todo su patrimonio en renta variable, sino que lo más conveniente es diversificar la cartera de inversión según la situación y objetivos de cada inversor.

⁴⁷ El País, viernes 21 de noviembre de 2014 *“Draghi admite que tomarán más medidas si la inflación sigue a la baja”*

⁴⁸ El confidencial, viernes 5 de septiembre de 2014 *“Draghi ha vuelto a bajar los tipos...¿ Y esto en qué se traduce para nuestros bolsillos?”*

A pesar de que está cambiando la orientación inversora como respuesta a la bajada de los tipos de interés, se sigue manteniendo la entrada de dinero en fondos de inversión de forma consecutiva. En verano de 2014 el sector de la inversión colectiva en España estaba creciendo a un ritmo muy bueno, llegando a crecer el doble que otros países del entorno, exactamente un 8%, hasta los 194.000 millones, mientras que el resto de Europa en un 3,5%.⁴⁹ En el transcurso de estos dos últimos años, la inversión ha experimentado un cambio en la inversión del tipo de fondo, es decir, en el 2013 los fondos garantizados fueron el producto estrella, sin embargo en los primeros meses del 2014 los fondos de rentabilidad objetivo se iban a convertir en el más vendido, donde la banca paga un rendimiento trimestral en forma de dividendo o en forma de reembolso, ya que era lo más parecido a un depósito donde se estuviesen pagando un tipo de interés. Según la CNMV, en este tipo de fondos se incluyen tanto los fondos de inversión con un objetivo no garantizado como los que replican o reproducen un índice. Se trata de fondos parecidos a los garantizados pero con la diferencia que no garantizan la rentabilidad, es decir, intentar lograr en el momento del vencimiento el patrimonio invertido más una rentabilidad adicional que se intentaría conseguir mediante inversiones en productos de renta fija o variable, pero sin garantizarlo.⁵⁰ Es importante destacar que tienen un periodo de comercialización, es decir que hay períodos establecidos para vender o comprar y fuera de esos plazos tienen altos costes en cuanto a comisiones de suscripción o de reembolso, por consiguiente se trata de un fondo bastante complejo según lo considera la CNMV.

Con las diferentes bajadas de los tipos de interés que ha impuesto el BCE, los fondos con alguna exposición a renta variable lograron captar el 89% de las suscripciones netas en octubre según datos de Inverco, destacando la renta fija mixta (Euro e Internacional) que es una combinación entre renta fija y variable teniendo mayor porcentaje la primera, ya que suponen para los inversores una alternativa segura, al igual que también destacaron los fondos de renta variable mixta.(Véase Anexo)

A pesar de la subida de los fondos desde 2012, que tienen una media del 6%, y que el patrimonio en general ha crecido desde ese mismo año, no todas las gestoras pueden presentar la misma situación. Nos encontramos según datos de Inverco que hay patrimonios que han descendido. El más sorprendente es el caso de Bestinver, puesto que era una de las gestoras más exitosas del año y la salida de Paramés ha

⁴⁹ Diario Expansión, jueves 5 de junio de 2014 *"El sector de fondos crece en España más del doble que en el resto de Europa"*.

⁵⁰ Expertofinanciero, miércoles 16 de julio de 2013 *"Fondos de gestión pasiva: fondos inversión con un objetivo de rentabilidad no garantizado"*

propiciado la pérdida del patrimonio ganado en el año, junto a esta causa la falta de rentabilidad ha agravado la caída, factor muy importante para el inversor hoy en día. Nos encontramos también con Barclays que también ha sufrido reembolsos, al igual que Espirito Santo Gestión.

Según aclara Ana Antón en un artículo de Expansión, los fondos que más se han revalorizado desde verano de 2012 son los del sector de la biotecnología, exactamente un 37,5%. Según datos de Morningstar y Expansión los mejores fondos tras la crisis de la deuda consiguiendo grandes rentabilidades son Global Allocation gestionado por Luis Bononato ganando un 40% desde julio del 2012 y se trata de un fondo mixto con gran inversión en renta variable del Ibex 35, también está el fondo Okavando Delta A, Merchfondo e Ibercaja Financiero, con unas rentabilidades entre el 33% y 39%.

El auge que se está viviendo en España en el sector de los fondos no sólo conlleva a la inversión nacional sino que está atrayendo a muchas gestoras extranjeras como Capital Group, T.Rowe Price entre otras, por lo que está siendo uno de los principales destinos, representando casi la mitad del negocio del sector en España con 84.000 millones de euros según estimaciones de Inverco al cierre de Octubre.

Tal y como se está comportando el mercado, los expertos financieros se muestran muy optimistas para acabar el año con la renta variable y creen que es la mejor opción para el inversor a corto plazo, debido a que la rentabilidad que ofrece la deuda pública es muy moderada. Según comenta Victoria Torre, de Self bank, en un contexto de tipos de interés mínimos, la bolsa es el activo que puede ofrecer mejores rentabilidades, eso sí, asumiendo algún riesgo.⁵¹

⁵¹ Diario Expansión, domingo 23 de noviembre de 2014 "Donde invertir ahora"

6. Conclusiones

Como se puede ver, a lo largo del trabajo realizado, la evolución de la inversión colectiva se caracteriza por un fuerte crecimiento y un gran dinamismo, lo que ha convertido a los fondos de inversión en uno de los instrumentos preferidos por los inversores para canalizar su ahorro.

El comienzo de la industria de fondos en España fue lento debido al gran desconocimiento del producto por parte de los potenciales inversores y por la propia red de ventas. El aumento de la cultura financiera entre los españoles ha sido un factor importante para el crecimiento de la inversión en dicha industria, pero la principal causa por la que se desarrolló la inversión colectiva en España ha sido por las ventajas fiscales que la caracterizaban.

El formidable crecimiento de la inversión colectiva en la década de los noventa ha ayudado a consolidar la modernización de los mercados financieros nacionales. La rapidez e intensidad que se ha producido ha supuesto cambios tanto en las estructuras de las entidades financieras como en las prácticas y usos de los inversores individuales. El ahorro familiar que se alimentaba de instrumentos de ahorro tradicionales como los depósitos, se trasladaba hacia posiciones en renta variable de las carteras de fondos, denotando un mayor nivel de tolerancia al riesgo.

Desde los inicios de la inversión colectiva, se aprecia que el aspecto fiscal es un constante factor referencial que influye en la evolución de la industria de los fondos en España, ya que ha ejercido una gran influencia en el comportamiento del partícipe.

Es cierto que al haber acontecido el buen desarrollo de la industria de fondos española, tanto en el número de fondos como el patrimonio invertido por una multitud de partícipes, existe un número elevado de gestoras que ofrecen gran cantidad de fondos de inversión. Sin embargo se trata de una industria donde existe gran concentración, es decir, hay tres principales gestoras que ocupan casi la mitad de la cuota de mercado, Santander BBVA y Caixabank, lo que representa un indicio de que la competencia en esta industria podría ser más limitada de lo que a priori cabría esperar a partir de la elevada oferta de fondos presente en el mercado y de la fuerte competencia existente entre las entidades financieras por captar clientes.

La distribución del patrimonio de los fondos de inversión entre sus diversas categorías sigue mostrando una tendencia conservadora a pesar de haber sufrido una disminución en este último año, en lo que se refiere a renta fija. Este descenso, se explica, entre otros factores, por la caída de las rentabilidades de fondos que invierten en renta fija.

Los privilegios fiscales que disfruta las SICAV y las sospechas que recaen en la mayoría de este tipo de instituciones de inversión colectiva sobre la existencia de accionistas “mariachis”, siendo una persona o familia la beneficiada de los privilegios fiscales, ha ocasionado discrepancias entre inversores, ya que no se está ejerciendo la actividad principal que es gestionar el patrimonio de colectivos, sino que sólo se gestiona las inversiones de sujetos individuales, o familiares. Por consiguiente, las autoridades españolas se encuentran en una posición difícil, pues supondría una huida de grandes capitales a otros países, en caso de gravar a este tipo de instituciones.

El cambio en la fiscalidad de las Sicav que el Gobierno impuso en el año 2011, supuso para los accionistas no poder recurrir a la reducción de capital como fórmula con la que recuperar los beneficios de su inversión con lo que tienen que reconocer esos beneficios como plusvalías, con una tributación del 19% ó el 21%.

Se ha avanzado de manera espectacular en la oferta de fondos para invertir los ahorros ajustando el riesgo al perfil del inversor. Los fondos que se encuentran en el sector pueden ser de distinta naturaleza. Las preferencias de los ahorradores, en el momento actual, son los productos mixtos, que invierten en deuda y Bolsa en función del momento de mercado, los fondos de retorno absoluto, que utilizan estrategias para lograr retornos sostenibles a medio y largo plazo, y los fondos de autor que consiste en invertir en fondos de nombres de célebres gestores siguiendo una política de gestión flexible y creando valor a través de su estilo de inversión. En general, los expertos recomiendan que el fondo sea global y flexible y que el gestor tenga libertad para mover los activos según el comportamiento del mercado. Dentro de los mixtos, cabe destacar Global Allocation Fund, mencionado anteriormente. Este fondo aprovecha las diferentes situaciones de mercado, teniendo un 55% de la inversión en Bolsa. También destaca como fondo mixto JPM Global Income, Optimal Income siendo el fondo internacional más vendido en España, entre otros. Respecto a los fondos de autor, diferentes entidades financieras españolas ya lo están comercializando, como por ejemplo el Fondo de Autor Selección Global y Gesconsult Talento.

Una cuestión fundamental para evitar incurrir en riesgos excesivos y en pagos abusivos de comisiones es elegir entidades que vendan producto no propio y que los fondos tengan comisiones de gestión y de depósito bajas.

La visión global para los fondos de inversión para el año 2015 es positiva, principalmente para los fondos de renta variable, puesto que los tipos de interés seguirán bajos y no hay expectativas de que vayan a subir mientras la inflación en Europa esté por debajo del 2%. Lo previsible es que el inversor ya no muestre un perfil tan conservador como hasta ahora ya que su objetivo es obtener rentabilidad en la inversión que realice.

Como conclusión final a este trabajo, tras haber analizado la evolución y la importancia que tiene la industria de fondos en España, se puede afirmar que los organismos de Instituciones de Inversión Colectiva pueden conseguir para el ahorrador un rendimiento mucho más elevado que el que puede alcanzar por sí mismo y directamente con sus inversiones, debido a la capacidad que tienen estos organismos de elegir aquellas inversiones más adecuadas y que dichas inversiones se realizan en activos diversificados.

La unión de los partícipes supone menores costes y economías de escala para todos.

Bibliografía

Antón, A. Diario expansión (Lunes, 15 de diciembre de 2014): “*Fondos de Inversión para ganar*”. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2014/12/14/ahorro/1418586563.html> > el 15 de diciembre de 2014

Blanco Mendiáldua, A. (2012): “*La gestión de fondos de inversión en activos de renta fija*”. (Tesis de doctorado). Recuperado de: <https://addi.ehu.es/bitstream/10810/8888/12/Tesis%20Ana%20Blanco.pdf> >15 de noviembre de 2014

Cambón Murcia, M^a.I. (2011): “*Rentabilidad de los fondos de inversión españoles; un análisis de sus determinantes*”. Documento de trabajo nº48.

Cambón, M^a I. y Losada, R (2012): “*Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito*”. Recuperado de: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN54_web.pdf > el 22 de septiembre de 2014

Casado, J. y Martínez, L. (1992): “*Conocer los fondos de inversión*”. Ediciones Gestión 2000. Barcelona

Checa, J.(viernes 5 de septiembre de 2014): “*Draghi ha vuelto a bajar los tipos...¿ Y esto en qué se traduce para nuestros tipos?*”. Recuperado de: http://www.elconfidencial.com/mercados/inversion/2014-09-05/draghi-ha-vuelto-a-bajar-los-tipos-y-esto-en-que-se-traduce-para-nuestros-bolsillos_185888/ >9 de diciembre de 2014

Cinco Días (2001): “*Los fondos de inversión en el siglo XXI. El mercado de los fondos de inversión. Análisis Comparativo*”

Cinco Días (2001): “*Los fondos de inversión en el siglo XXI. El mercado de los fondos de inversión. Análisis Comparativo*”

Cinco Días (martes 23 de septiembre de 2014): “*Todos los caminos llevan a los fondos de inversión*”. Recuperado de:

http://cincodias.com/cincodias/2014/09/19/mercados/1411147554_073311.html > 20 de noviembre de 2014

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013): *“Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2013”*. pp. 97-123

Diario Expansión (viernes, 27 de diciembre de 2013): *“ Los fondos de inversión crecen al mayor ritmo en 15 años”*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2013/12/27/midinerofondos/1388159042.html> > 18 de septiembre de 2014

Diario Expansión (Domingo, 6 de julio de 2014): *“ Fondos para invertir como los gurús”*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2014/07/06/midinerofondos/1404669427.html> > el 15 de diciembre de 2014

Diario Expansión (martes, 1 de abril de 2014): *“Los fondos de inversión cierran su mejor trimestre desde 2012”*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2013/12/27/midinerofondos/1388159042.html> > 18 de septiembre de 2014

Diario expansión (jueves 31 de julio de 2014): *“ Los fondos captan 3.000 millones en suscripciones netas en julio”*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2014/07/31/midinerofondos/1406794849.html> > 18 de septiembre de 2014.

Diario expansión (jueves, 7 de agosto de 2014): *“El patrimonio de fondos de inversión creció un 2% en julio”*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2014/08/07/midinerofondos/1407410271.html> > el 18 de septiembre de 2014

Diario Expansión (Lunes, 15 de diciembre de 2014): *“Los dividendos más jugosos”*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2014/12/14/ahorro/1418586124.html> > el 15 de diciembre

El País (viernes 21 de noviembre de 2014): *“Draghi admite que tomarán más medidas si la inflación sigue a la baja”*. Recuperado de: http://economia.elpais.com/economia/2014/11/21/actualidad/1416562170_040248.html > 9 de diciembre de 2014

Freixas, X. (1997): *“Rentabilidad y riesgo en la teoría de la gestión de carteras”*

Fundación INVERCO (2007): *“Medio siglo de inversión colectiva en España”*. Recuperado de: http://www.fundacioninverco.es/documentos/publicaciones/9997_MEDIO%20SIGLO%20DE%20INVERSION%20COLECTIVA%20EN%20ESPANA/C1_Portada-Presentacion-Prologo-INDICE.pdf > 19 de noviembre de 2014

Fundación INVERCO (2007): *“Medio siglo de inversión colectiva en España”*. Recuperado de: <http://www.fundacioninverco.es/publicaciones.do> >18 de noviembre de 2014

García Carnero, F.(2003), *“Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”*, publicada por la Asociación Española de Historia Económica. Recuperado de: <http://www.aehe.net/2006/12/dt-aehe-0301.pdf> > de diciembre de 2014

García-Vaquero, V. (1992): *“Los fondos de inversión en España”*.

Grandío Dopico, A., López Suárez P. y López López V. (2008): *“Mercados Financieros e Inversión Colectiva”*. pp 141-247. Universidad de La Coruña.

Harmes, A.(2000): *“La cultura de los fondos de inversión colectiva”*.

Inversión finanzas (22 de junio de 2013): *“Fondos de inversión: una industria en plena transformación”*. Recuperado de: <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/20130622/fondos-inversion-industria-plena-2370229.html> > 22 de octubre de 2014

Larraga, P y Peña, I. (2008): *“Conocer los productos financieros de inversión colectiva. Tipos de fondos y sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección”*. Bresca editorial. Barcelona. cap.1 y 4

Marco Crespo, R. y Ortiz Serrano, S. (2006): *“Los fondos de inversión a examen. Un análisis empírico con datos de panel”*. Visionnet. Madrid. cap. 1 y 2

Mardomingo Cozas, J. (2011): *“Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”*. Recuperado de: http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_inversion_colectiva_de_caracter_financiero_187.pdf > 7 de octubre de 2014

Martínez, M.A. (2001): *“El puzzle de los fondos de inversión en España: un enfoque de demanda”*. Recuperado de: <http://www.cervantesvirtual.com/obra->

visor/moneda-y-credito--4/html/0282831e-82b2-11df-acc7-002185ce6064_13.html

>11 de diciembre de 2014

Mascareñas Pérez-Íñigo, J. y López Pascual J. (1996): *“Renta fija y Fondos de Inversión”*. Pirámide, Madrid. pp 95-141

Matallín Sáez, J.C.. y Gil de Albornoz noguer, B. (2005): *“Evaluación de la gestión internacional de los fondos de inversión”*, revista española de financiación y contabilidad, vol. 34, núm. 125, pp. 333-339. Recuperado de: <http://aeca.es/pub/refc/articulos.php?id=0025>

Oliver Alfonso, M.D (1996). *“El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española”*. Ariel. Barcelona

Rabadán, M (2009): *“La inversión colectiva: concepto y evolución. Sus funciones. Situación actual y perspectivas”*. cap.1.

Ramírez Medina, E.(2009): *“Situación actual y perspectivas de las instituciones de inversión colectiva”*. cap.6.

Rocafort G. (2011): *“SICAV, paraíso fiscal. Los muy ricos solo contribuyen con el 1%”*. Ramba, Madrid.

Ruiz Campo, S y Mendoza Resco, C (2011): *“Los fondos de inversión en España: análisis de la tipología, técnicas de gestión y métodos de inversión.”* Universidad Autónoma de Madrid.

Sergeeva, I.G: *“Collective investment schemes regulations”*. Recuperado de: <http://economics.ihbt.ifmo.ru/file/article/6496.pdf>

Simón, P.M y Barba, B. (martes 16 de diciembre de 2013): *“Como disfrutar de las ventajas de las SICAV sin tener 2,4 millones”*. Cinco Días. Recuperado de: http://cincodias.com/cincodias/2013/12/12/mercados/1386876885_414483.html >7 de diciembre de 2014

Soldevilla E. (1999): *“Los fodos de inversión. Gestión y valoración”*. Pirámide, Madrid. pp 17-78, 211-235

Tapia Hermida, A.J.. (1998): *“Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización”*. Dykinson. Madrid. pp. 54-67, 70-76 y 203-210.

Thompson, J. and Choi, S. (2001): “*Governance Systems for Collective Investment*”. pp.6-14 and 40. Recuperado de: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/1918211.pdf>

Torralba, L. (viernes, 2 de mayo de 2014): “*El patrimonio de los fondos de inversión alcanza niveles precrisis*”. Recuperado de: <http://www.valenciaplaza.com/ver/129956/el-patrimonio-de-los-fondos-de-inversion-alcanza-niveles-precisis.html> 5 de noviembre de 2014

Uría, F. (1ª edición, 2007): “*Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*”. recuperado de: <https://books.google.es/books?id=AlZdSXZY0zcC&printsec=frontcover&hl=es#v=onepage&q&f=false> > 12 de diciembre de 2014

Legislación utilizada

- Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria
- Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio
- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Ley de 26 de diciembre de 1958, de Régimen Jurídico Fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva
- Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)
- Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Artículo 40, Ley 35/2003, de 4 de Noviembre. Concepto, objeto social y reserva de actividad y de denominación.
- Artículo 57 y 58, Ley 35/2003, de 4 de Noviembre. Concepto y Designación e incompatibilidades.

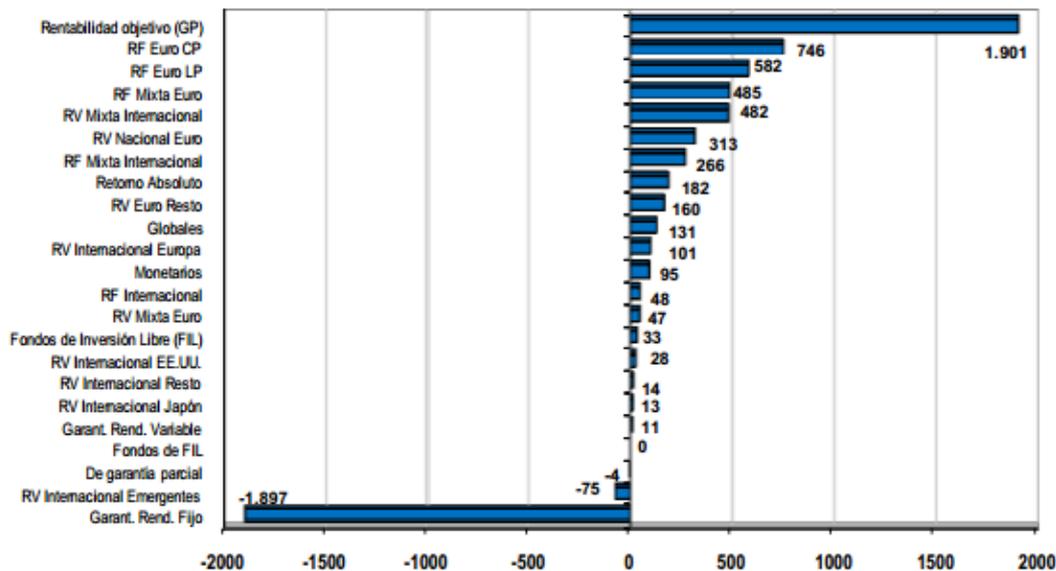
- Artículo 30. , Ley 35/2003, de 4 de Noviembre Activos aptos para la inversión, reglas sobre inversiones y obligaciones frente a terceros.
- Disposición transitoria novena, del IRPF

Webgrafia

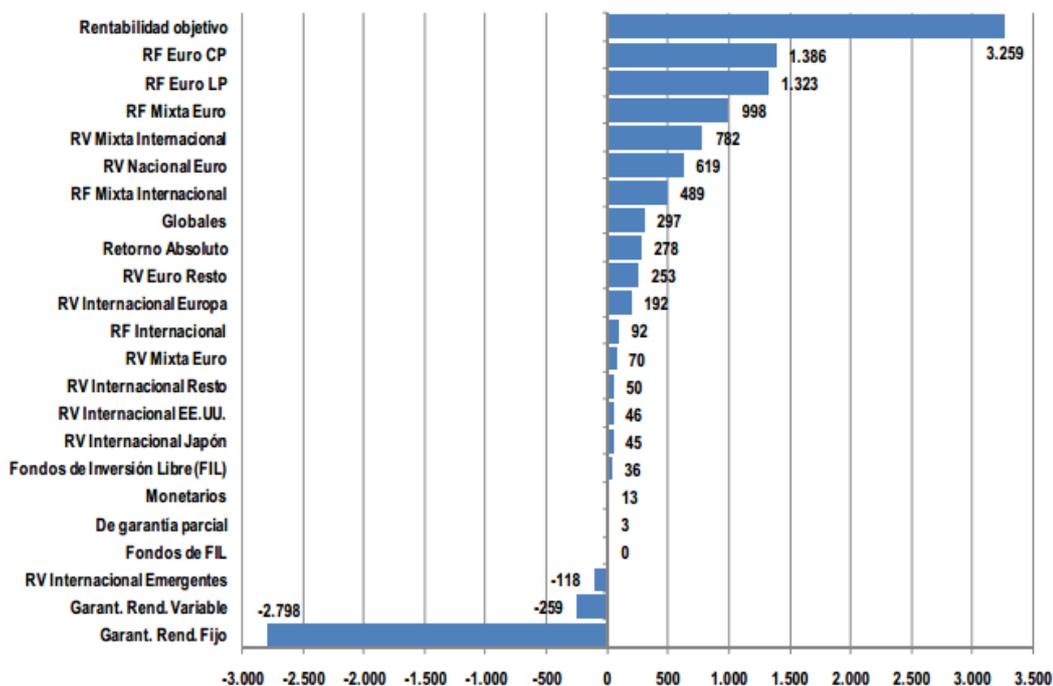
- http://azure.afi.es/ContentWeb/EmpresasUnicaja/instituciones/inversion/colectiva/contenido_sidN_1052322_sid2N_1052384_cidIL_1267126_ctyIL_139_scidN_1267126_utN_3.aspx?axisU=informe.pdf
- <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Estadisticas-IIC.aspx>
- <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>
- <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Mercados.aspx>
- http://www.inverco.es/documentos/publicaciones/documentos/0001_CARACTERISTICAS%20GENERALES%20DE%20LAS%20INSTITUCIONES%20DE%20INVERSION%20COLECTIVA/C0_CARACTERISTICAS%20GENERALES%20DE%20LAS%20IIC.pdf
- <http://www.inverco.es/npFondosInversion.do>
- https://www.inversis.com/inversiones/productos/buscador-fondos20&pathMenu=2_2_1
- <http://leyderecho.org/institucion-de-inversion-colectiva/>
- https://www.ruralvia.com/cms/estatico/rvia/generico/ruralvia/es/particulares/informacion_institucional/otros_temas/doc/fondos_inversion.pdf

ANEXO EVOLUCIÓN DE LAS SUSCRIPCIONES NETAS 2014 (mill. €)

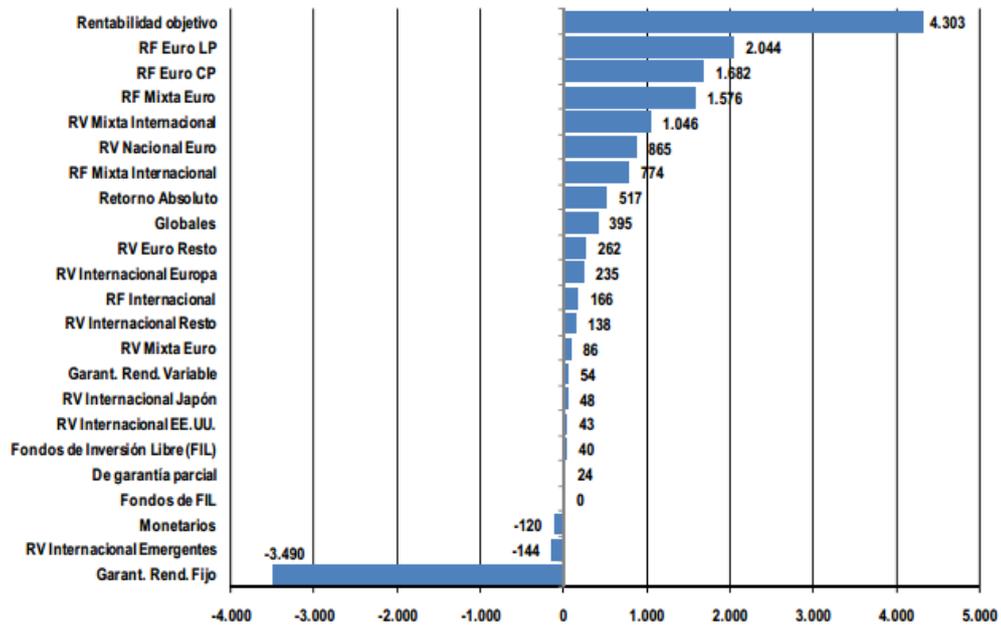
Enero



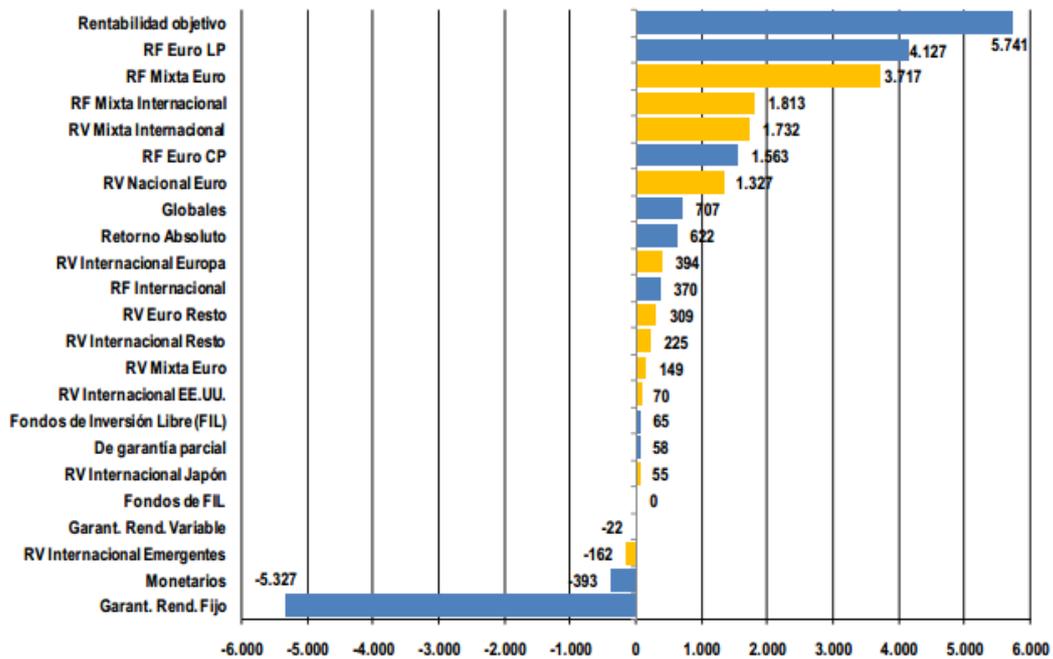
Febrero



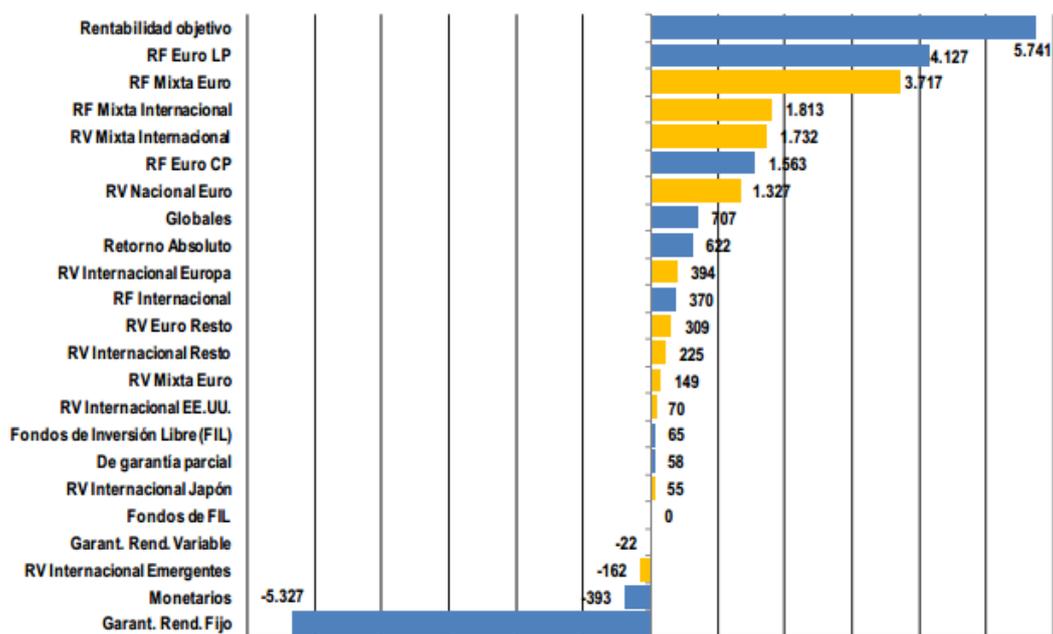
Marzo



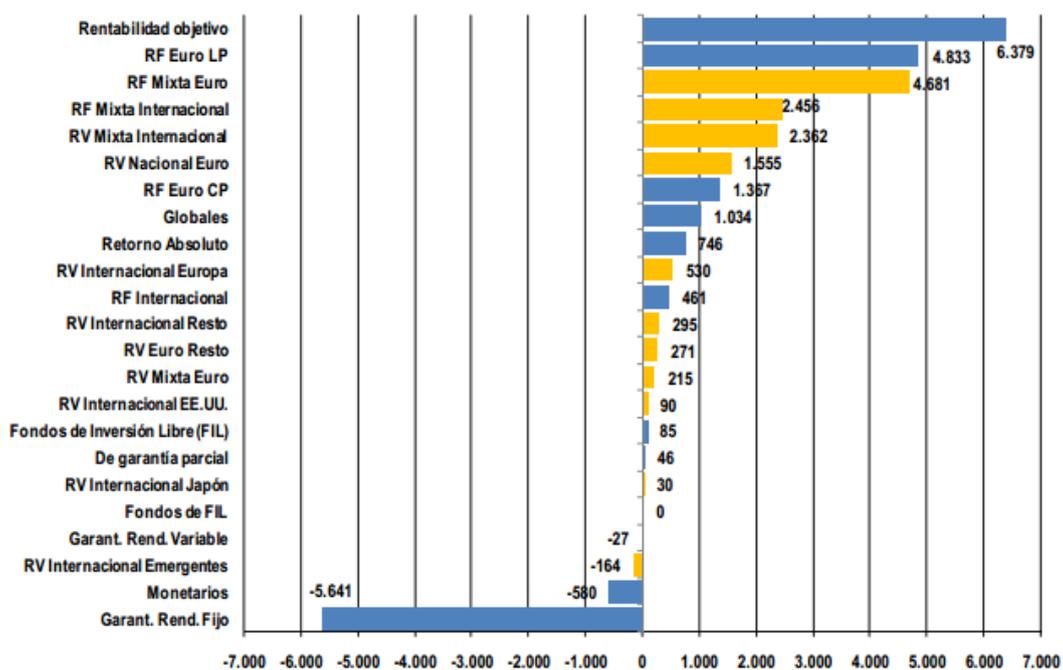
Abril



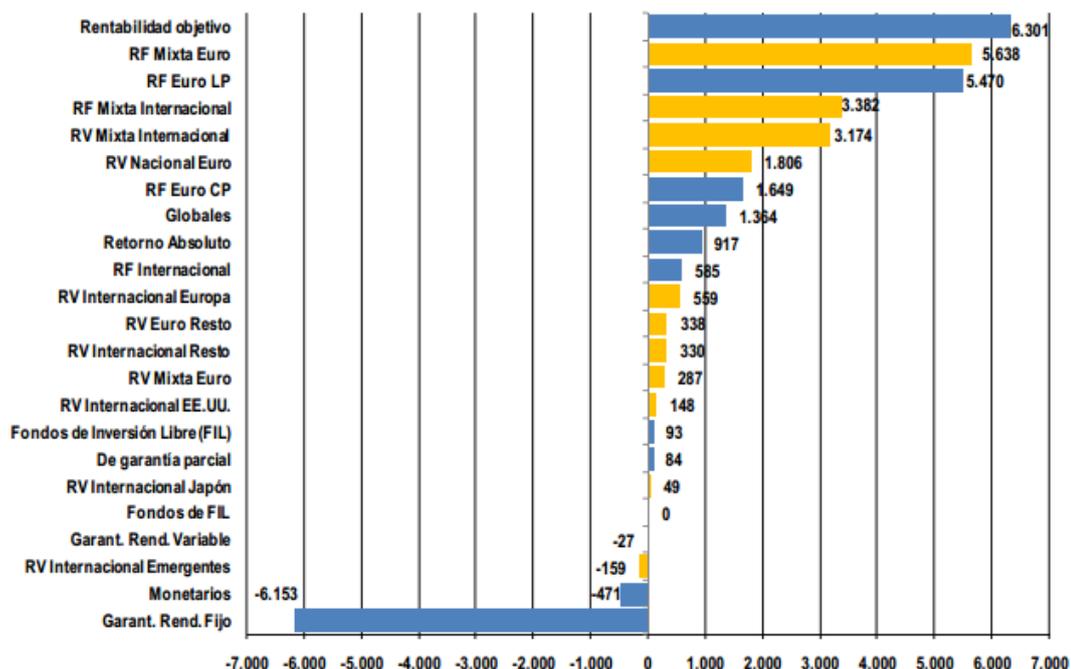
Mayo



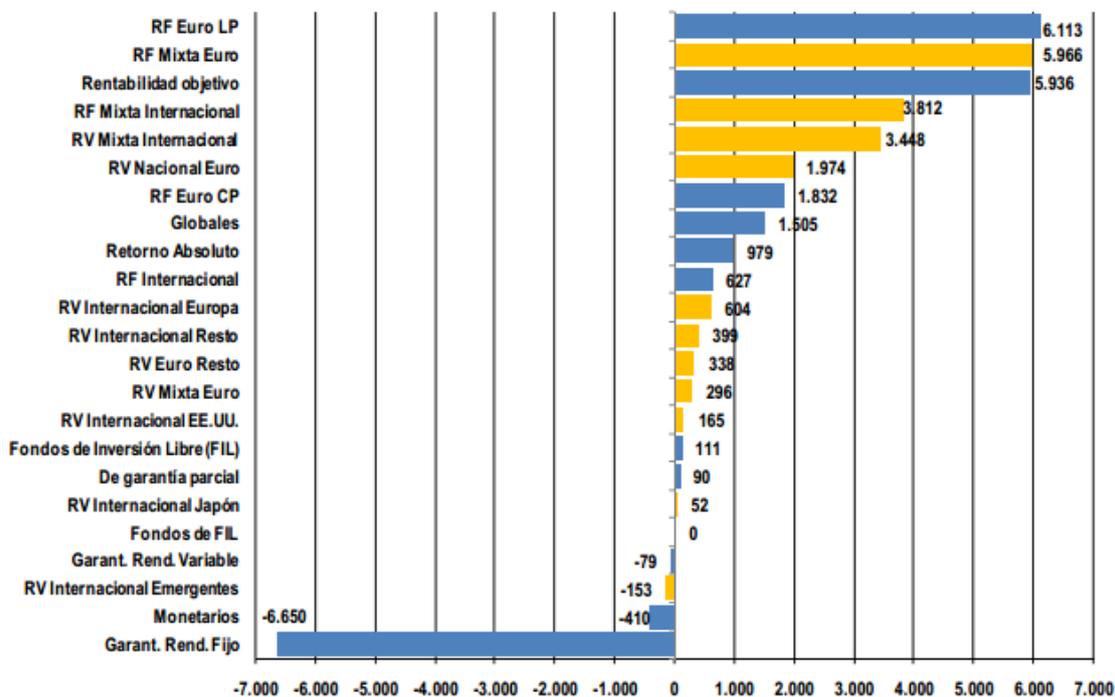
Junio



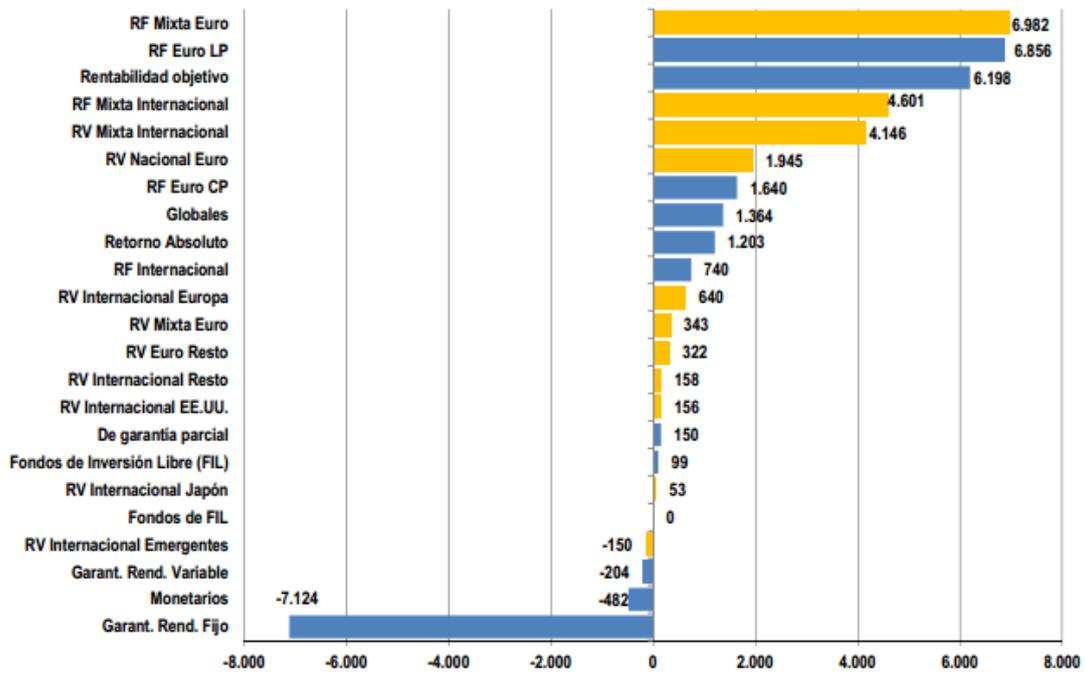
Julio



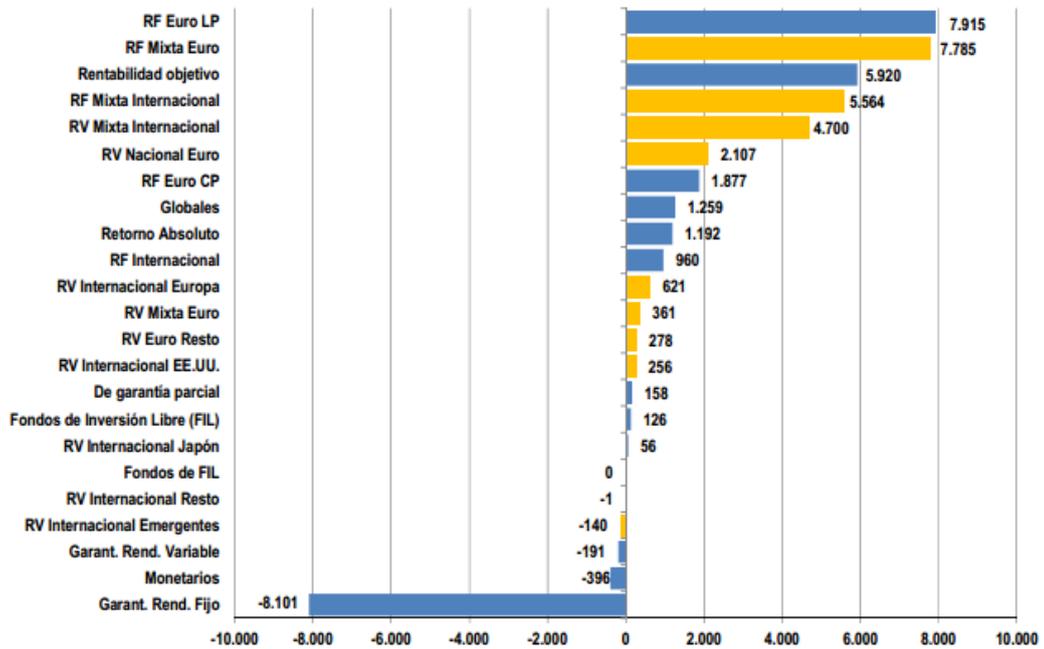
Agosto



Septiembre



Octubre



Fuente: Inverco