

BLOQUE I

ORÍGENES Y PRIMERAS CRISIS
DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

CAPÍTULO 1

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA INVERSIÓN COLECTIVA. DESDE LOS ORÍGENES AL CRACK DEL 29

Introducción

En la larga historia de la inversión colectiva se han vivido numerosos procesos de expansión, seguidos todos ellos por episodios de crisis. La dinámica ha sido muy similar: una determinada innovación permite destacadas rentabilidades que ejercen un efecto llamada sobre nuevos inversores. La afluencia de éstos es tan numerosa que la innovación comienza a mostrar sus debilidades y los mercados son incapaces de absorber la ingente entrada de capitales sin provocar una sobrevaloración de los activos. De forma repentina, la burbuja estalla y el proceso de corrección se caracteriza por su virulencia, al producirse en un período de tiempo mucho más corto que el de euforia. La reacción de los reguladores, supervisores, inversores, gestores, etc. es siempre la misma: una vuelta a lo sencillo, a lo más básico y a lo más seguro, que dura hasta que, tras un período de calma, se produce una nueva innovación.

En definitiva, la inversión colectiva no es un fenómeno reciente (su inicio se remonta a los *trust* ingleses de 1860) y a lo largo de este tiempo ha conseguido recuperarse de las numerosas crisis sufridas, por más que en cada una de ellas distintos observadores la diera por acabada (además de ser acusada de provocar, precisamente, las crisis económicas y financieras). Su capacidad de adaptación, su flexibilidad y su dinamismo son claves que explican su supervivencia.

En este primer capítulo de esta obra se repasa brevemente la historia de la inversión colectiva, para comprobar que algunas de las características actuales ya existían hace décadas. El repaso histórico sirve para entender el patrón común comentado anteriormente. Aunque son experiencias vividas hace muchos años, en varias ocasiones se leen frases y comentarios que bien podrían haberse aplicado a la crisis financiera de 2007-2009. Una vez más, para entender los acontecimientos actuales es útil estudiar los vividos en el pasado.

Los inicios de la inversión colectiva

La concreción del origen de las instituciones de inversión colectiva en el ámbito internacional es difícil de determinar. La escasez de información, en algunos casos,

y la inexactitud en otros, impiden una determinación certera del inicio de este tipo de instituciones.

Pero no cabe duda de que el concepto de la inversión colectiva (la integración del patrimonio de un conglomerado de ahorradores/inversores para su gestión especializada) no es nuevo. De hecho, se tiene conocimiento de la existencia, ya en la Edad Media, de las primeras agrupaciones de capital de comerciantes para realizar inversiones directas en sociedades (como es el caso de los banqueros de *Ausbourg*). Una práctica que respondió a las conocidas prohibiciones de usura en el crédito que se establecieron en la época. Dos siglos después del término del Medievo se datan otras prácticas de intermediación (entre sociedades mercantiles emisoras de títulos y los suscriptores potenciales) de los *Administratie Kantooren* de Holanda (en el siglo XVII). Un siglo más tarde nacen en las parroquias de Escocia los *Parish Trust* con el objetivo de recaudar los ahorros de los devotos para invertirlos en condiciones ventajosas. Podemos considerar este tipo de iniciativas como las promulgadoras de las sociedades de inversión colectiva del siglo XIX como también lo fueron la holandesa *Société Générale des Pays Bas pour Favoriser l'Industrie Nacional* creada por King William (1822) y la belga *Société des Actions Réuniers* (1822).

Gran Bretaña: De los *investment trust* a los *investment trust companies*

El consenso data el nacimiento de las primeras instituciones de inversión colectiva en el decenio de 1860, tras la creación de los denominados Investment Trust británicos: *Internacional Financial Society* (1862), *Financial Association* (1862) y *Financial and Colonial Government Trust* (1868).

De estas tres instituciones pioneras, la que gozó de mayor éxito fue *Financial and Colonial Government Trust*. La institución fue promovida por Philip Rose y fue dirigida por el Fiscal General, Lord Westbury, quien destacó en su cargo por enfrentarse a diversos casos de fraude (Fraudulent Trustees Bill, 1857), de suspensión de pagos y de insolvencia (Bankruptcy and Insolvency Bill, 1861). Adoptó la forma de *investment trust* y recogía con claridad la filosofía de inversión que contemplan en la actualidad las instituciones de inversión colectiva. Buena muestra de ello es la política de inversión descrita en el folleto de *Financial and Colonial Government Trust*:

“Give the investors of moderate means the same advantages as the large Capitalist, in diminishing the risk of investing in foreign and Colonial Government Stocks, by spreading the investment over a number of different Stocks”.

En definitiva, la institución capacitaba a los pequeños ahorradores para beneficiarse de una forma diversificada de la evolución de los mercados de capitales, nacionales e internacionales, de la misma forma que podían hacerlo los grandes patrimonios.

La relativa complejidad y el carácter innovador del trust, al incluir la diversificación por emisores como elemento principal, garantizaron parte de su éxito. El *trust* prometía a sus inversores que la ponderación máxima por emisión no superaría un 10% de la cartera, así como una rentabilidad media de los títulos de un 8%. Bajo esta filosofía, el trust adquirió hasta 18 títulos de diferentes emisores (gobiernos y colonias) que representaban cada uno de ellos entre un 3 y 8% del patrimonio. Además, *Financial and Colonial Government trust* contrataba a “gestores” en los países donde se efectuaban las compras de los bonos con el fin de llevar a cabo una selección adecuada de los títulos, el cobro de los cupones y hacer frente a otro tipo de desavenencias.

El *trust* remuneraba vía pago de dividendos con 6 GBP por cada 85 GBP invertidas, es decir, ofrecía una rentabilidad aproximada de un 7%. El diferencial entre el rendimiento de los bonos y el obtenido por los socios se retenía con el objetivo de sufragar posibles impagos de cupones e, incluso, del principal.

La buena marcha del *trust* fue el mayor reflejo del éxito que cosechó, que no se puede vincular a una única causa, sino una combinación de varias, como la transparencia, la buena reputación de los gestores, la garantía de diversificación de las emisiones, la delegación en expertos extranjeros y la cobertura ante impagos. Como consecuencia de su favorable evolución, este trust fue objeto de réplica por muchos otros, entre ellos, *Share Investment Trust* (1872). En la misma época surge otro de los grandes impulsores de las instituciones inversión colectiva, el escocés Robert Fleming. Especialista en títulos estadounidenses, lanzó el *Scottish-American Investment Trust* (1873) y otras cincuenta sociedades de inversión, con un capital acumulado de 115 millones de GBP. Esta dinámica financiera del país anglosajón posibilitó que en el año 1875 ya hubiese listadas 18 *trust* en la *London Stock Exchange*, una cifra que casi se cuadruplicaría, hasta alcanzar los 70 *trust*, a finales de la década de 1870. Ahora bien, pocas alcanzaron los niveles de transparencia y actividad de *Financial and Colonial Government Trust*.

Pero la figura jurídica de los *investment trust* no fue la única que existió en la época, ni tampoco, como se demostraría algunos años más tarde, la más idónea. Las responsabilidades jurídicas que acarrearaban los *investment trust* provocaron la liquidación de muchos de ellos al producirse oleadas de denuncias de los fideicomisos. El incumplimiento del mandato por parte de los gestores o la imposibilidad de pagar las rentabilidades prometidas fueron algunos de los detonantes del primer estancamiento de estas instituciones, que se verían obligadas a reconvertirse en lo que se denominó *investment trust companies* (asumían responsabilidad limitada).

Este cambio de estatus jurídico ocasionaría dos efectos inmediatos sobre la estructura de las instituciones. El primero, una ampliación ilimitada de la vida de las mismas, ya que la antigua forma obligaba a las sociedades a tener un vencimiento, que se fijaba habitualmente en 24 años. El segundo efecto fue una recomposición de la estructura de capital. Bajo la nueva denominación de *investment trust*

companies las sociedades conformaban su pasivo tanto con acciones ordinarias y preferentes, como con bonos a largo plazo, en una proporción aproximada del 30%, 30% y 40%, respectivamente.

Al igual que ocurrió a finales de los 1870, el último periodo de 1880 fue muy dinámico en la creación y emisión de acciones por parte de los *investment trust companies*. Este nuevo auge de las instituciones de inversión colectiva, que se corresponde con la segunda etapa del desarrollo industrial en el Reino Unido, sirvió para captar más de 45 millones de GBP y crear 70 nuevas compañías entre 1887 y 1890. No obstante, la evolución de estas últimas no fue tan satisfactoria. Las causas fueron diversas: no pudieron adquirir títulos con tasas de retorno lo suficientemente elevadas, dada la buena evolución de la economía y, en especial, de la bolsa, o realizaron inversiones poco líquidas (acciones no listadas) o poco acertadas. Así, las entidades de reciente creación se vieron relegadas al fracaso al poco tiempo de su constitución.

La crisis de Baring o el primer caso de riesgo sistémico

Fue en 1890, con el origen de una de las mayores crisis económicas acontecidas hasta la fecha, cuando se produjo la primera selección natural entre las *investment trust companies*. La crisis de Baring, desencadenada a raíz de la insolvencia de Argentina, impactó directamente al corazón financiero mundial, Gran Bretaña, y principal acreedor e inversor de Argentina, ya que recurrió a este país como principal objetivo de inversión de los enormes excedentes de capitales con los que contaba en años anteriores. La construcción del ferrocarril, la exportación de maquinaria y herramientas, así como la inversión en la industria cárnica fueron los principales detonantes de un creciente caudal de capital destinado hacia el país sudamericano. A su vez, los incentivos del gobierno argentino, junto con las elevadas rentabilidades ofrecidas, fueron dos piezas clave en la persistencia de los flujos de inversión que acabarían sin poder devolver tras afrontar un deterioro de la balanza comercial que el gobierno argentino no conseguiría equilibrar.

Entre los mayores afectados destacó el banco británico Baring Brothers que, tras sufrir pérdidas millonarias por el impago de la deuda, fue rescatado por el Banco de Inglaterra con la creación de un fondo de 18 millones de GBP que evitó el desplome del sistema financiero británico. Pero ello no impidió el fuerte deterioro de las bolsas, ni que las sociedades de inversión existentes sufrieran pérdidas. Más que nunca, el incidente puso de manifiesto las diferencias existentes entre los tipos de *investment trust* que convivían hasta la fecha: los creados antes de 1880 y los posteriores. Unas diferencias no apreciables a primera vista, dada la falta de transparencia sobre las posiciones tomadas por los mismos, pero relevantes para la supervivencia.

La crisis evidenció la mejor diversificación por riesgo, la mayor liquidez de las posiciones y la idoneidad de los *investment trust* creados con anterioridad a 1880 frente a los constituidos con posterioridad (los primeros registraron pérdidas notablemente inferiores a los segundos: 14,5% frente al 29,2%, respectivamente).

Los primeros años del siglo XX: vuelve la euforia y EEUU se suma a la inversión colectiva

El fin de la crisis de la deuda argentina dio lugar a una nueva etapa de bonanza económica y bursátil que restableció la actividad de los *investment trust*. Así, el periodo de 1905 a 1914 daría lugar a la creación de 44 nuevas instituciones de inversión colectiva en Gran Bretaña.

Pero el inicio de la Primera Guerra Mundial supuso un nuevo punto de estrés para estas instituciones de inversión que, no obstante, se mantuvieron activas en su mayoría. El incremento de las necesidades de financiación de los gobiernos abrió el paso a una nueva fuente de diversificación para estos vehículos que dieron soporte a la emisión de los llamados bonos de guerra.

Pero no sería hasta la década de 1920 cuando las instituciones de inversión colectiva británica registraron su etapa “dorada”. Se crearon 103 nuevas sociedades entre 1924 y 1929, una de las cuales estuvo dirigida por el renombrado economista John Maynard Keynes.

Pero los primeros años del siglo XX se caracterizaron, además, por la incorporación de EEUU a la inversión colectiva. Su desarrollo resultó más tardío que en el caso británico, ya que la fundación de las primeras instituciones se pospondría hasta 1893, año en el que surgió *Boston Personal Property Trust*. En su origen, el trust se centró en inversiones inmobiliarias aunque no tardaría en ampliar su política de inversión a activos financieros.

Pero en aquella época el sector todavía se encontraba en EEUU en un estado inicial de desarrollo. La creación de *trust* o *corporates* fue escasa, de tal forma que hubo que esperar hasta 1904 y 1907 para observar el nacimiento de nuevas instituciones: *Railway and Light Securities Company* (1904) y *Alexander Fund* (1907). La entrada de EEUU en la Primera Guerra Mundial derivó en un mayor impulso gubernamental hacia los *trust*. La enorme actividad exportadora originada por la guerra y la post-guerra aumentaron las necesidades de financiación de los exportadores EEUU que vieron en los *trust* el mejor aliado. Los *trust* se establecieron como intermediarios ofreciendo liquidez por el pago de las mercancías a los productores estadounidenses mientras recibían promesas de pago (bonos) de los compradores. Esta práctica se generalizó tanto en EEUU que desencadenó la aprobación de la *Edge Act* de 1919, una ley que pretendió, sin éxito, extender estas prácticas a otros países.

La proliferación de este tipo de instituciones de inversión colectiva no se produciría hasta entrados los años 1920. El auge económico y bursátil acaecido en el país, así como en Gran Bretaña, propició la eclosión de los *trust*. A la coyuntura económica se le sumó las continuas campañas de *marketing* de bancos y firmas de *brokerage* y, en repetidas ocasiones, los numerosos apoyos de escritores y expertos como Edgar Laurence, Smith, Leland Robinson, P.W. Garret, Irving Fisher y otros muchos más. Todo ello favoreció que en tan sólo seis años el número de instituciones pasase de 40 (en 1920) a 160, cifra que aumentaría hasta 700 antes del “jueves

negro” de 1929. Este espectacular crecimiento posibilitó que para el año 1928, el patrimonio de los *trust* alcanzase los 1.200 millones de USD y superase al patrimonio de las instituciones homólogas británicas, que ascendía a los 1.000 millones de USD. Pero no sería más que el comienzo: en 1929 el patrimonio gestionado por las instituciones en EEUU superaba los 7.000 millones de USD.

El Crack de 1929: la primera gran crisis financiera global

La burbuja bursátil estadounidense había alcanzado para la época una dimensión sin precedentes. La continua especulación y la enorme actividad posibilitaron una revalorización del 500% del índice Dow Jones en tan sólo cinco años. Un periodo lo suficientemente prolongado para inducir afirmaciones como las citadas por el economista Irving Fisher tan sólo tres días antes del “jueves negro”: *“stock prices have reached what looks like a permanently high plateau”*. Estas palabras no serían más que el reflejo de la actitud que tomarían reputados banqueros y grandes fortunas ante las cesiones bursátiles del “jueves negro”, “lunes negro” y “martes negro”. Y es que muchos de ellos insistían en la irracionalidad de las caídas por lo que optaban, para dar ejemplo, por comprar. La estrategia no les condujo más que a la ruina. Las pérdidas bursátiles originadas en la semana superaron los 30.000 millones de USD, una cifra sensiblemente superior a todo el presupuesto de la Administración federal de la época.

El declive bursátil acarreó consecuencias inmediatas a las instituciones de inversión colectiva, que se extendieron más allá de EEUU. La crisis se propagó a nivel global, aunque con claros efectos dispares entre las instituciones de cada país. Como no podría ser de otra forma, las más perjudicadas resultaron ser las estadounidenses. El elevado sesgo doméstico de las inversiones, así como su elevada concentración en determinados títulos, repercutieron muy negativamente en la evolución del valor de mercado de los vehículos de inversión. No ocurrió lo mismo con las instituciones británicas. Éstas, a diferencia de las de EEUU, se caracterizaban por una mayor disciplina en términos de diversificación y concentración, a pesar de tener un tamaño inferior. En media, las instituciones británicas contaban con más de 200 títulos en sus carteras, frente a las 80 de las homólogas estadounidenses, y además, estaban diversificadas entre numerosas áreas geográficas, una característica poco común de las instituciones estadounidenses.

Tampoco jugó a favor de las instituciones americanas la elevada estructura de costes, el apalancamiento, ni los elevados gastos de marketing. Abogaban por una mejor gestión y, sobre todo, más activa (*buy and sell*), así como por una menor diversificación como elemento diferencial frente a las instituciones inglesas (que típicamente mantenían los títulos adquiridos hasta vencimiento), por lo que organizaron sus *trust* con una mayor capacidad del análisis y selección de valores lo que les llevó a dotarse de una amplia estructura de gestores y de personal que derivaban en mayores comisiones. Esta estrategia organizativa les proporcionó cierto reconocimiento en la selección de títulos y en el *timing* de entrada. Sin

embargo, durante el Crack del 29 estas prácticas se mostrarían, en muchos casos, ineficaces y, en otros, fueron abandonadas por políticas de seguidismo de los malos a los buenos gestores en su selección de títulos.

Buena muestra de este comportamiento se constata tras analizar la situación de las instituciones al final de la crisis. Tres años después del Crack, las instituciones estadounidenses supervivientes únicamente sumaban 2.000 millones de USD de capital, registrando, por tanto, más de 5.000 millones de USD de pérdidas y reembolsos (es decir, una caída del patrimonio del 80%). Algo mejor sobrellevaron la situación las instituciones británicas, aunque se observa un elevado grado de dispersión entre ellas. La crisis del 1929 volvería a remarcar la importancia de las reservas acumuladas por las instituciones inglesas, que les sirvió en muchos casos para compensar, aunque fuese parcialmente, los efectos negativos de la crisis de los mercados financieros.

Las consecuencias de la crisis: La creación de los *fix trust*: más seguros, más transparentes y más regulados, pero menos rentables

El manifiesto descontento y desconfianza de los inversores sobre el funcionamiento de las instituciones de inversión colectiva tras el estallido de la crisis de 1929 desencadenaría, de forma temporal, una transformación inmediata del sector estadounidense.

La reacción de las instituciones de inversión colectiva fue el desarrollo de un nuevo tipo de instituciones en los inicios de los años 1930, los denominados *fix trust*. La creación de este tipo de sociedades supuso un paso atrás en la gestión pero reestableció la dañada confianza de los inversores, eje de sustento del sector.

Los *fix trust*, como su nombre indica, no permitían discrecionalidad alguna en la gestión (no cabía la posibilidad de realizar una gestión activa o de selección de títulos, ni de *timing* de mercado) ni tampoco de apalancamiento. Estas restricciones impuestas, así como la libre entrada y salida de los partícipes (eran *open-ended*, aunque la vida de las mismas estaba prefijada), y la obligación de revelar la composición de la cartera a potenciales inversores, ponen de manifiesto el ánimo de transparencia y de reestablecimiento de la confianza con el que se diseñaron estas nuevas instituciones.

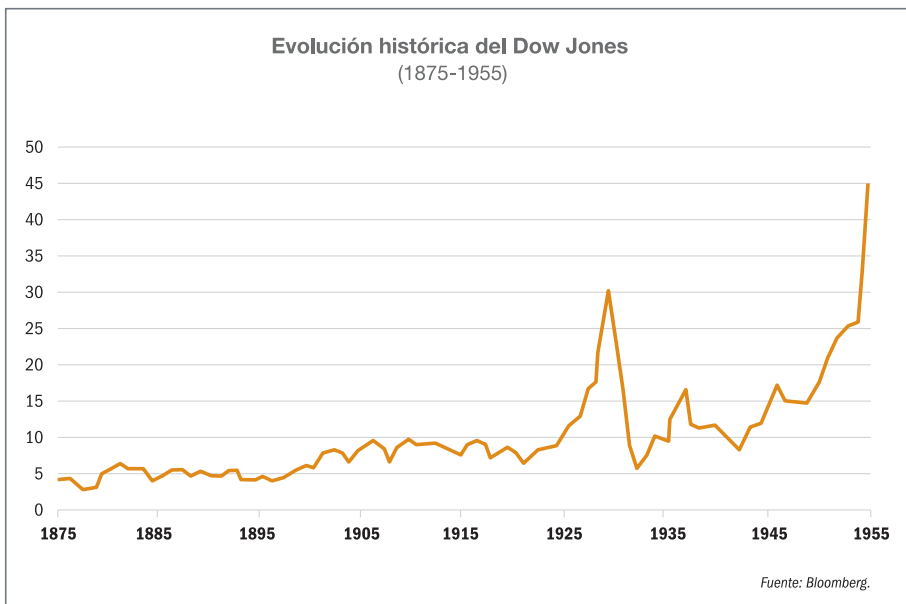
La implantación de los *fix trust* cumplió satisfactoriamente con su cometido. La aceptación por parte del público estadounidense fue generalizada, lo que llevó al desarrollo de 150 *fix trust* en tan sólo dos años, de 1929 a 1931, con una captación superior a los 400 millones de USD. El nacimiento de este tipo de instituciones resultó algo más tardío en el Reino Unido. La primera institución conocida, *The first British Trust*, surgió en 1931 con un funcionamiento muy similar al de las instituciones estadounidenses. Al igual que éstos, los *fix trusts* británicos gozaron de una notable aceptación que posibilitó que alguno de ellos llegara a gestionar hasta 7 millones de GBP.

Los flexible fix trust, como un nuevo paso en la innovación

Pero este aparente éxito se truncaría con rapidez en un abandono progresivo de esta modalidad de instituciones de inversión colectiva, al menos en Reino Unido. El corsé que se implantó en el seno de la gestión de estos trust sería el desencadenante de su “fracaso”. La gestión pasiva, así como la incapacidad de los gestores para vender los títulos que podrían caer bruscamente de precio, acabó resintiéndose al inversor que no se veía compensado en rentabilidad y que, a su vez, asumía elevadas comisiones. Este cúmulo de circunstancias acabaría por impedir la expansión de los fix trust reorientando el avance de la industria hacia vehículos con mayor flexibilidad, pero todavía sin la discreción absoluta con la que contaban los gestores de los trust previos. Las nuevas instituciones, denominadas flexible unit trust, se desarrollarían a partir de 1934.

Como novedad, incorporaban una lista de activos elegibles para la inversión, entre los cuales los gestores podían escoger con flexibilidad absoluta según sus expectativas de mercado. Las nuevas características de este vehículo, dotado de mayor flexibilidad, sería una de las causas de su éxito, aunque seguramente no habría sido posible sin la excepcional recuperación del mercado bursátil, que en Inglaterra había alcanzado en 1936 los niveles previos a 1929.

Menos satisfactoria fue la acogida de estos vehículos en EEUU. La dureza de las cesiones bursátiles en ese país, cuyos índices no superarían los máximos de 1929 hasta 1953 y la mala reputación adquirida por los trust de gestión activa, cercenaron la implantación de los *flexible unit trust*.



La cesión bursátil de 1929 se vinculó estrechamente a la evolución y actividades especulativas de las instituciones de inversión colectiva de EEUU. La consecuencia fue la implantación de una nueva regulación de las IIC que culminó con la aprobación de la *Revenue Act* de 1936 y de la *Investment Company Act* de 1940. La legislación iba destinada, en primer lugar, a velar y proteger al inversor. En segundo lugar, aunque no por ello menos importante, a incentivar la reconversión de los *trust* en fondos mutuos y a restringir su apalancamiento y la concentración de las inversiones (el peso de un título no podría superar el 10% de la cartera). La Segunda Guerra Mundial y la más lenta recuperación de los mercados, mantendrían a la inversión colectiva en un segundo plano.

Conclusiones

La inversión colectiva, ya desde sus orígenes en el siglo XIX, ha sufrido numerosas crisis, superándolas en todos los casos con un proceso de redefinición que ha permitido eliminar los elementos negativos o deficientes. Ahora bien, los ciclos de expansión económica y euforia inversora han devenido, también, en vicios en el funcionamiento, en la comercialización o en el uso de la inversión colectiva, germen común de las crisis posteriores a los períodos de éxito.

CAPÍTULO 2

LOS ORÍGENES DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Introducción

Aunque ya a finales del siglo XIX se produjeron iniciativas de inversión colectiva en España, no es hasta la entrada en vigor de la Ley de 15 de julio de 1952 cuando se puede considerar su inicio en nuestro país. Es más, hubo que esperar hasta 1966 para ver la constitución de los primeros fondos de inversión (que no de sociedades, que ya fueron desarrollándose al amparo de la Ley de 1952). Regulados desde el primer momento (por el Ministerio de Economía y Hacienda, y, desde su creación en 1989, por la CNMV), su diseño inicial recogía ya gran parte de las características que todavía presentan. Además, su nacimiento y desarrollo supuso un impulso al mercado de capitales que dinamizó el entonces incipiente proceso de crecimiento económico, en un momento, conviene recordar, en el que se estaba consolidando la apertura de nuestro país hacia el exterior. Los fondos de inversión se convirtieron, en definitiva, en claves del proceso de desarrollo español y, sobre todo, de canalización del ahorro.

Crédito General Español (1892) y Ahorro y Fortuna (1912) como las primeras iniciativas de inversión colectiva en España

La expansión y auge de la inversión colectiva acaecida en España desde la última década de los años noventa del siglo XX hasta los máximos de mayo de 2007 no ha tenido precedentes y contrasta con el lento desarrollo e implantación en sus orígenes (sobre todo si se compara con lo comentado en el capítulo anterior respecto al Reino Unido y EEUU). La ausencia de legislación en el siglo XIX, así como el tardío desarrollo en el siglo XX (1952), ralentizó la aparición de vehículos de inversión colectiva en nuestro país. Bien es cierto que el elevado arraigo de la banca española en la sociedad, así como su intensa actividad de intermediación financiera, supusieron un obstáculo (que más tarde se convertiría en una fortaleza) en el desarrollo de la inversión colectiva, pero no fueron éstas las únicas barreras de entrada. Otras variables endógenas a España, derivadas de su complejo marco histórico, resultaron determinantes en el nacimiento y expansión de las sociedades de inversión.

La inexistencia de normativa en la materia, así como la escasez de registros, inducen a diferentes autores a vincular la aparición de las primeras instituciones con la entrada en vigor de la Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico y fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria. Sin embargo, otros estudiosos, como J. L. García Ruiz, en consonancia con las deducciones que se pueden extraer tras la lectura de la citada Ley, se plantean la existencia de vehículos de inversión colectiva operativos con anterioridad a este momento. Bajo esta hipótesis se puede citar la compañía Crédito General Español como precursora de las sociedades de inversión mobiliaria. La compañía, fundada en 1892, podría ser la primera de una treintena de instituciones que se crearían hasta la redacción de la citada Ley 15 de julio de 1952. Hay que destacar que la laguna legal o ausencia de marco jurídico en la época imposibilitó la homogenización de la estructura jurídica de las sociedades cuyo objeto social se centraba en las actividades propias de la inversión colectiva. Este hecho cercenó la creación de registros específicos de estas instituciones de las que hoy sólo se conocen aquellas que revestían la forma jurídica de sociedades anónimas. Al parecer, otras sociedades de similar objeto desarrollaron, a su vez, actividades paralelas como la concesión de crédito, siguiendo el modelo suizo de *funds of placement*.

Entre todas las sociedades fundadas con anterioridad a la Ley de 1952 destaca por su similitud con los actuales fondos de inversión la sociedad comanditaria Ahorro y Fortuna. La sociedad, fundada el 28 de mayo de 1912 en Santa Cruz de Tenerife por J. M. Ballester (quien desempeñó a su vez el puesto de director-gerente, dada su condición de accionista mayoritario de la sociedad), encontró en aquella época las claves para el desarrollo eficaz de su labor inversora. Entre ellas, destaca la instauración de mecanismos de confianza y de reparto igualitario de los rendimientos entre los partícipes. En la búsqueda del primero, Ahorro y Fortuna contó con dos elementos clave a su favor. El primero fue la difusión periódica de información al partícipe, así como a potenciales inversores, de la cartera de la sociedad, a través de la publicación mensual *El monitor financiero*. En segundo lugar, la sociedad consiguió apuntalar la confianza a través de la delegación en un tercero, en este caso el Banco de España en Santa Cruz de Tenerife, del depósito y la custodia de los títulos adquiridos. Ambas medidas redundaron en el fulgurante crecimiento de partícipes de la sociedad en los años siguientes a su creación.

Otros aspectos destacables, que le revestirían de cierta peculiaridad, residían en su propio objeto social y en la forma de distribución de la rentabilidad y devolución de las inversiones. En cuanto al objeto de la sociedad, se basaba en la adquisición, hasta su amortización o vencimiento, de series de valores públicos extranjeros amortizables por sorteo que podían, a su vez, beneficiarse de los premios a los que tuviese opción. Cabe destacar que cada serie funcionaba de forma independiente, con una duración de 3 años y dividida en mil partes de 2,5 pesetas por participación. Las participaciones emitidas y no suscritas eran adquiridas directamente por la sociedad.

En lo que a la distribución de la rentabilidad y devolución de las inversiones respecta, dependían, por un lado, de la obtención de los premios a las series (que si eran superiores a 5.000 pesetas se distribuían previo descuento de las tasas aplicables y de una comisión; en caso contrario, se reinvertían en nuevos valores) y, por otro, del valor de venta de los títulos en el momento de vencimiento (se liquidaban al precio de mercado correspondiente a ese día).

El aumento de patrimonio y de partícipes confirmaron la creciente popularidad y buen hacer de la sociedad que llegó a gestionar un total de 10 series de participaciones que representaban un patrimonio de 25.000 pesetas, aunados de una amplia base inversora, aunque en su gran mayoría procedía de la burguesía isleña.

Sin embargo, el éxito de Ahorro y Fortuna fue efímero. La sociedad desapareció con el estallido de la Primera Guerra Mundial al ver cómo la mayoría de los títulos adquiridos habían sido emitidos por los países contendientes. A pesar de este intento frustrado, la sociedad comanditaria se erigió como uno de los ejemplos españoles más destacados y avanzados de inversión colectiva. Con mucha probabilidad, fue el propio enclave isleño el que propició el desarrollo de una institución tan vanguardista en España. El prominente desarrollo del comercio en las islas, motivado por la Ley de Puertos Francos de 1852, abrió la puerta de la economía local tinerfeña a las innovaciones financieras internacionales de la época que poco tendrían que ver con el denotado carácter proteccionista al que la economía española había sucumbido.

La Ley de 15 de julio de 1952 como el arranque “formal” de la inversión colectiva

En este contexto, habría que esperar hasta la redacción de la Ley de 15 de julio de 1952 para que el agudo planteamiento de J. M. Ballester, ya común entre los colegas europeos, se instaurara en todo el territorio nacional, pero con un claro elemento diferenciador. La inserción de la nueva Ley en el ordenamiento español venía acompañada de un estímulo fiscal que, como ya recogía la misma, era imprescindible para movilizar con éxito el disperso ahorro nacional. Hay que señalar que con esta nueva normativa el Gobierno no pretendió crear una nueva figura jurídica ni estimular la creación de nuevas sociedades, ni siquiera regularlas a todas ellas, sino eliminar las barreras fiscales al libre desarrollo de estas instituciones.

Efectivamente, la Ley no contemplaba la creación de ninguna forma jurídica diferenciada para las sociedades de inversión mobiliarias, ya que serían las sociedades anónimas quienes bajo el cumplimiento de unos estrictos requisitos podrían configurarse como sociedades de inversión mobiliarias beneficiándose, en consecuencia, de las ventajas fiscales que la nueva normativa facilitaba. La aparente rigidez de los requisitos se encuadraba en un restrictivo marco de protección al inversor (del que se asumía un escaso conocimiento financiero) que englobaba, entre otros, los principios de garantía y seguridad del accionista. Con este

propósito, y siguiendo con la filosofía de otros vehículos europeos (los *investment trust*), la normativa preveía la igualdad de derechos entre los distintos accionistas, la constitución de reservas por las propias sociedades, la difusión adecuada (con periodicidad semestral) de los balances, y la acotación de la actividad de las sociedades mobiliarias, que no podrían captar depósitos, ni establecer cuentas corrientes (para diferenciarlas de sociedades que con anterioridad habían ejercido las labores de inversión con actividades crediticias o de depósito).

Más allá de todos los requisitos que hemos mencionado, merece la pena incidir en las restricciones de inversión impuestas a las sociedades mobiliarias que determinan, con cierta precisión, el nivel de protección establecido para el inversor (así como el nivel de aprendizaje derivado de la observación de las experiencias internacionales previas de otros países) y sentaron las bases de la actual normativa de la inversión colectiva. Entre estas cabe destacar las siguientes:

1. **Restricción al apalancamiento:** El activo de las sociedades no podía superar en más de un 50% el patrimonio social (que se componía del capital desembolsado, más reservas, más los fondos de regulación de dividendos y de fluctuación de valores).
2. **Coefficientes mínimos de inversión y de diversificación:** El activo debía estar invertido al menos en un 90% en valores mobiliarios de renta fija o de renta variable admitidos a cotización oficial en alguna de las bolsas. Además, se exigía que los valores adquiridos hubiesen sido emitidos por entidades que contaran, al menos, con tres años de existencia y que tuviesen el balance y la cuentas de pérdidas y ganancias debidamente aprobadas en la fecha de adquisición. Asimismo, un tercio de ese 90% mencionado podía mantenerse en efectivo, de forma circunstancial y temporal, por un periodo no superior a los 6 meses. No podían invertir más de un 10% del activo en valores emitidos por una misma entidad o empresa. Tampoco podían participar en el 10% en cada uno de los capitales propios de las sociedades en que estuviesen interesadas, ni poseer obligaciones por un importe que, sumando el valor nominal de las acciones, provocara exceder el total de las inversiones en la misma entidad del 10% de su capital. Las sociedades que se acogían a la Ley no podían realizar más de un tercio de sus inversiones en empresas que, aún siendo distintas e independientes, ejercieran una actividad industrial idéntica o de evidente homogeneidad.
3. **Depósito y custodia:** Los fondos públicos, acciones u obligaciones constitutivas de las carteras eran depositados en los establecimientos de crédito autorizados para ello.
4. **Valoración y distribución de los beneficios:** Los beneficios que se obtenían por la enajenación de valores que integraban la cartera o de derechos de suscripción, se destinaban, al menos en un 50%, a un fondo de fluctuación de valores, en un 25% a la formación de reservas, en tanto éstas no representaban el 50% del capital social, y el 25% restante al reparto de

dividendos, si se estimaba procedente. La sociedad podía revalorizar los títulos integrantes de su cartera siempre que los precios fijados para los mismos no excedieran el de su cotización media durante el último trimestre de cada ejercicio económico en la bolsa en la que hubiera sido menor dicha cotización. De no ser así debían reducir su valor.

5. **Publicidad adecuada, suficiente y contrastable:** En la publicación semestral de su balance incluían un anexo con los valores que componían la cartera, en el que constaba la naturaleza de los mismos, el tipo y fecha de adquisición con que figuraban en el balance y el cambio medio de cotización en el último mes. También debían detallarse las enajenaciones así como los precios y fechas en las que se realizaban.

De la redacción normativa se puede concluir que el legislador español reguló los aspectos que resultaron más conflictivos hasta la fecha en el ámbito internacional y que, igualmente, se mostrarían nocivos en el futuro. De hecho, como se comentó en el capítulo anterior, la falta de restricción al apalancamiento y de coeficientes mínimos de diversificación serían dos causas determinantes en la negativa evolución de los investment trust estadounidenses en la crisis de 1929. Las reservas y los fondos constituidos con el fin de proveer al accionista de un colchón ante caídas del precio o impagos resultarían claves en la evolución diferencialmente positiva de los vehículos de inversión colectiva británicos durante la crisis de Baring, así como en el Crack de 1929. Las consideraciones sobre la valoración de los activos, muy rígidas por otro lado, se encaminaban, presumiblemente, a evitar grandes burbujas como las que sufrieron los mercados bursátiles hasta 1929, y que doblegaron la confianza de los inversores una vez estalladas.

La Ley de 26 de diciembre de 1958 como un paso más hacia la consecución de la inversión colectiva en España

A pesar de la aceptación generalizada de la Ley de 15 de julio de 1952, el regulador no tardó en percatarse de que la misma se quedaba obsoleta y que necesitaba un marco más flexible para estimular el desarrollo de su actividad. En este entorno reformista, siempre acompañado de la salvaguarda de los intereses de los inversores y de su rentabilidad, se aprueba la Ley de 26 de diciembre de 1958, que deroga la de 1952 e introduce importantes novedades, entre ellas, mayores exenciones fiscales (en el ámbito local).

Pero también incorpora un aumento de los coeficientes de concentración, que se amplían desde un 10% de los activos por una entidad emisora hasta el 25%. Esta restricción incluía la imposibilidad de superar en más de un 20%, bien vía acciones u obligaciones, las inversiones en las sociedades en las que estaba interesada la sociedad. Otro elemento destacado que la nueva Ley incorpora es la posibilidad de adquisición de títulos no cotizados por las sociedades mobiliarias. En torno a este punto, la normativa establecía un límite de un 30% sobre el peso de los mismos en cartera que se complementaba, para mayor seguridad hacía el partícipe y en

detrimento de la discrecionalidad de la sociedad, con una autorización previa a la adquisición del Ministerio de Hacienda a cada sociedad mobiliaria y por emisor, que debía asimismo tener una vida no inferior 3 años de existencia y contar con el balance y cuenta de pérdidas y ganancias legalmente aprobado. Una restricción que no sería de aplicación a aquellos valores que se encontraban garantizados con el aval del Estado.

La anexión en la nueva normativa de un abanico más amplio de activos de inversión forzaría al regulador a legislar un método operativo para su valoración. Sin embargo, hasta la fecha no existía un organismo con el que, de una forma fiable, se contrastase dicha valoración, lo que conllevó a dictaminar que la misma, tanto en su adquisición como en su venta, se realizase a propuesta de la sociedad y con el acuerdo de la junta de inversión de la misma. Un procedimiento que tardaría poco en resultar inadecuado y que no cumpliría con los principios de seguridad del inversor.

A estas modificaciones hay que sumarle la no menos importante ampliación del plazo en el que el 30% del activo total podía mantenerse en efectivo, que pasó de 6 meses a 1 año, así como la exención de impuestos sobre Emisión y Negociación de Valores Mobiliarios.

El desarrollo normativo de las exenciones fiscales para las sociedades mobiliarias supuso un claro impulso para la expansión de las mismas y, en concreto, a favor de la concentración del ahorro nacional, muy necesario para el desarrollo de la riqueza industrial, agrícola y comercial a la que se aspiraba en la época, y que se recogería en el Plan General de Desarrollo de la Economía, y para el que era necesario el desarrollo, entre otros, del mercado de capitales.

Tales objetivos impulsaron reformas que constituyen un hito histórico en el progreso financiero del país, que se emprendieron en un amplio número de frentes y que serían de gran alcance. Entre ellas, surge la Ley 2/1962, de 14 de abril, sobre bases de ordenación del crédito y la banca, en la que también se reforzaría el apoyo gubernamental a las sociedades de cartera y se elevaría, a la categoría de Instituto, al Comité de Crédito Oficial a Medio y Largo Plazo.

El apoyo gubernamental a las instituciones de inversión colectiva, así como a las bolsas de valores como vehículos transmisores del ahorro y de ampliación del mercado de capitales, se manifestó en la aprobación del Real Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio.

Real Decreto Ley 7/1964 o la creación de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SIMCAV) y de los Fondos de Inversión

Este nuevo Real Decreto no sólo se centró en la mejora de la normativa vigente, que comprendería entre otras la eliminación de la discrecionalidad de la sociedad para modificar el valor de los títulos (función que recaería sobre el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo), sino que además impulsó el nacimiento de dos

figuras claves, las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SIMCAV) y los Fondos de Inversión, que configurarían el futuro del sector.

A diferencia de las Sociedades de Capital Fijo, las SIMCAV proporcionaron a la industria de inversión colectiva una mejora sustancial de su flexibilidad. Esta nueva figura jurídica permitía ampliar o disminuir capital mediante la emisión o reembolsos de las acciones ya existentes, recomprar sus propias acciones y mantenerlas en cartera, aunque sin derecho a voto, hasta considerar su venta más oportuna. A su vez, a estas sociedades se les obligaba a contar con un representante del Estado designado por el Ministerio de Hacienda, que cuidase del cumplimiento de las instrucciones legales y de la vigilancia de las operaciones de la sociedad.

La normativa reguló, además, los fondos de inversión de tipo abierto, como patrimonios sin personalidad jurídica, tanto en su vertiente financiera (fondos mobiliarios) como no financiera (fondos inmobiliarios). Ante la creación de esta nueva figura, la normativa dispuso, al igual que se procedía en otros países europeos, la necesidad de la concurrencia de una entidad gestora, encargada de la administración, representación y dirección del fondo de inversión, y de una entidad depositaria, responsable de la custodia de los títulos del fondo, debidamente autorizada para ello.

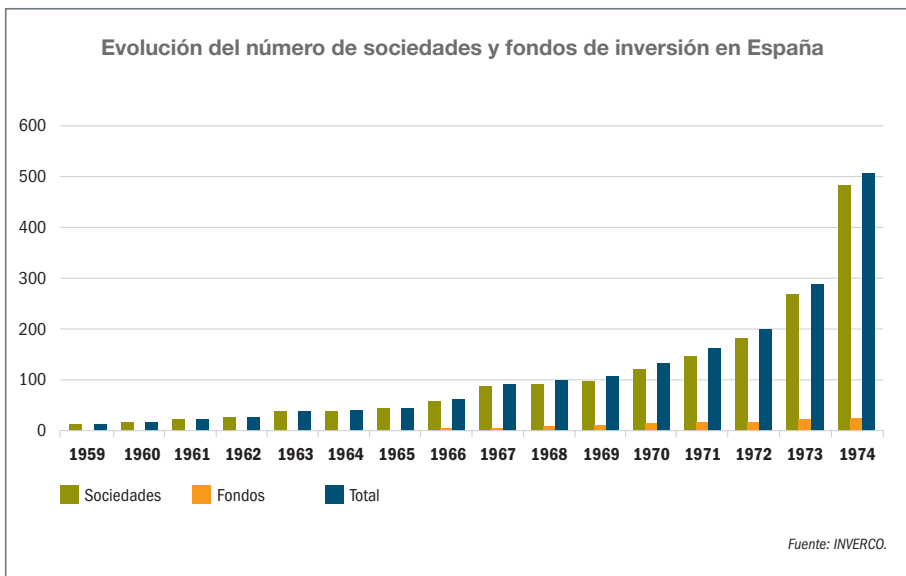
Otras características destacables que se regulaban en el Real Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril, son:

1. La exigibilidad impuesta a los fondos de inversión mobiliaria de la cotización de los títulos adquiridos por los mismos.
2. Los fondos (así como las sociedades) que estuviesen formalizadas al amparo de dicha Ley debían inscribirse en el Ministerio de Hacienda, que comunicaría de oficio su inscripción a las Juntas Sindicales de las Bolsas oficiales de Comercio. Serían estas últimas quienes procedían a admitir a cotización oficial sus certificados de participación (o acciones).
3. Estas medidas vendrían acompañadas de numerosas propuestas de ampliaciones fiscales que, previa aprobación del Ministerio de Hacienda, comprenderían, entre otras, la exención del Impuesto sobre Sociedades, de las Rentas del Capital, de la Contribución General sobre la Renta y de los Impuestos de Derechos Reales y Timbre por los actos, contratos y documentos necesarios para la formalización de la constitución, disolución y modificaciones de capital que se efectúen. Fue en ese mismo año, con la Ley 41/1964, de 11 de junio, de Reforma del Sistema Tributario, cuando buena parte de los cambios fiscales recogidos en el Real Decreto entraron en vigor.

Las normas citadas anteriormente, junto con otras posteriores, obligaron a la concurrencia de una serie de requisitos (objeto y forma) indispensables para la constitución de los primeros fondos de inversión españoles. Entre ellos, la necesidad de otorgar en escritura pública el objeto, la cuantía inicial del fondo

(mínima de 1,5 millones de pesetas y aportación mínima por partícipe de 1.000 pesetas), y el reglamento de gestión. También se regularon las obligaciones de información de la gestora así como de la depositaria.

El desarrollo de la regulación española de instituciones de inversión colectiva permitió un gran avance en el número de sociedades y fondos constituidos a partir de 1966. Para finales de este año, existían 57 sociedades inscritas, a las que hay que sumar las 30 sociedades que se crearon en 1968. Sin embargo, esta tendencia creciente de inscripciones y nuevas constituciones se vio frenada en 1968 con la elevación hasta 200 millones de pesetas del capital mínimo necesario par fundar nuevas sociedades.



Los fondos de inversión, que todavía se encontraban en un estadio inicial de desarrollo, iniciaron su ritmo de aperturas en el año 1966 con la constitución y registro de 3 fondos (Nuovofondo, Crecinco e Inespa). No obstante, el inicio de inscripciones y constituciones fue irregular en los primeros años, constituyéndose tan sólo un fondo en 1967, cinco en 1968 (con cuatro inscripciones) y tres en 1969 (con 4 inscripciones).

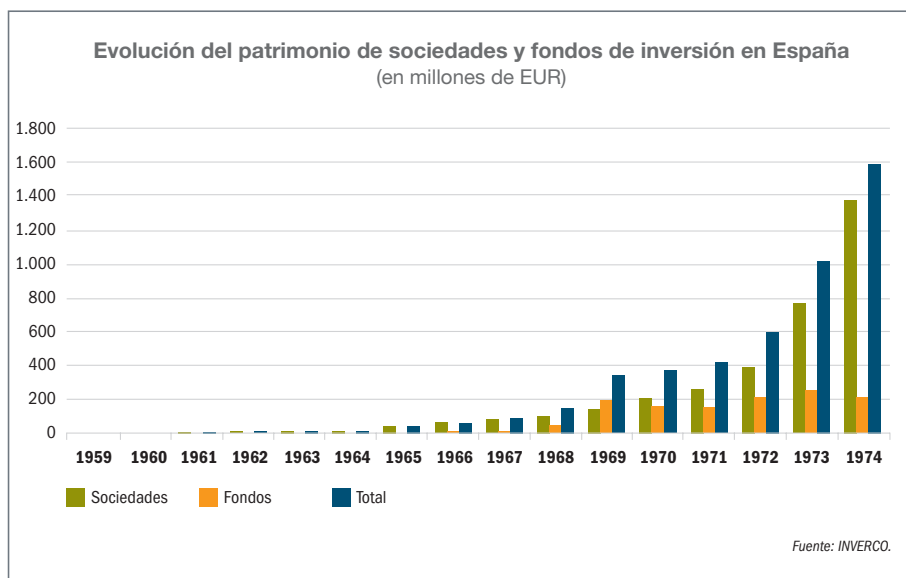
En la actividad de registro, gestión y depósito de la época, fueron dos las entidades pioneras: Gesfondo, S.A., como entidad gestora, y Banco Urquijo, como entidad depositaria. Ambas constituyeron en 1966 el primero fondo de inversión mobiliario (FIM) español, Nuovofondo. Banco Urquijo destacó de forma especial en los orígenes al diversificar su actividad de depositario entre varios fondos de inversión. En concreto, en cuatro fondos de dos gestoras diferentes: Gesfondo, S.A. y Gestinver, S.A.

PRIMEROS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA (1966-1967)

AÑO DE CONSTITUCIÓN	NOMBRE DEL FONDO	GESTORA
1966	Nuvofondo	Gesfondo
1966	Crecinco	Hispanibec
1966	Inespa	Gestinver
1967	Eurovalor	Sogeval

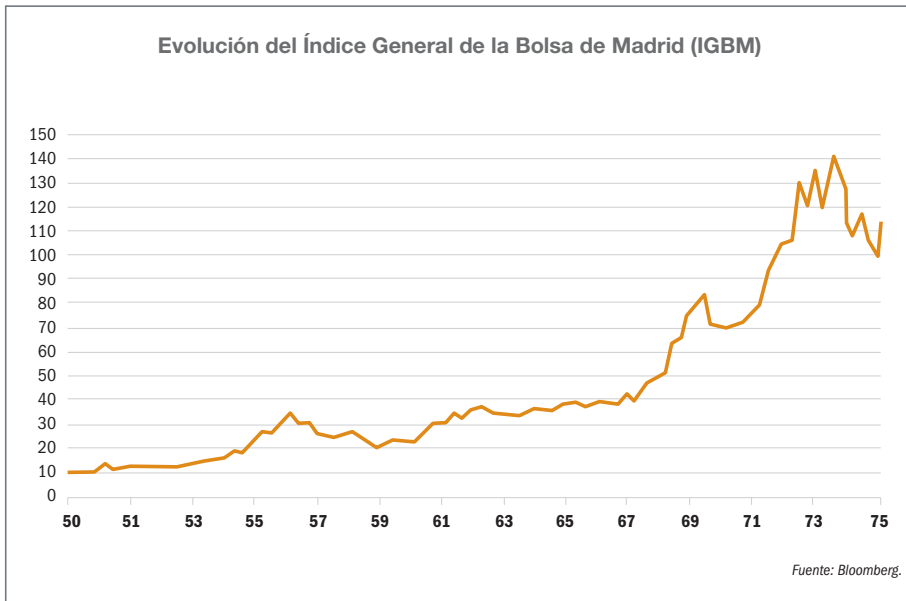
Fuente: "Tradición y modernidad en los fondos de inversión en España (1966-2009)". Rafael Hurtado Coll. Observatorio INVERCO.

Algo más espectacular que la actividad de registro e inscripciones resultó la evolución del patrimonio bajo gestión de los fondos. En septiembre de 1966 se situaba en torno a los 380 millones de pesetas y crecería de forma exponencial hasta diciembre de 1969, al sumar 32.846 millones de pesetas. Este destacado aumento del patrimonio bajo gestión de los fondos de inversión españoles daría lugar a una "burbuja financiera" propia, asimilable, aunque con mucho menor impacto y trascendencia, a la acaecida en 1929 en EEUU. De hecho, podemos identificar patrones comunes entre ambos procesos de euforia.



La escasa profundidad del mercado de valores español se vio desbordada por una demanda incesante de títulos por parte de los fondos de inversión españoles que inflaron al alza los precios a finales de los 1960 y primeros meses del año 1970. La concentración en renta variable española de las carteras de fondos de inversión (no podía ser de otra forma según imponía la Ley) no contribuiría más que a intensificar esta tendencia apreciadora que vería su fin en el segundo trimestre de 1970.

Este contrapié, que duró hasta finales del año 1970, no supuso un especial impedimento para el desarrollo de la industria en el lustro siguiente. Es más, podemos decir que las instituciones de inversión colectiva experimentaron una etapa de gran expansión hasta diciembre de 1974 tanto en número como en el patrimonio gestionado. No obstante, las cesiones bursátiles acaecidas en el año 1970 pudieron empujar, junto con una demanda creciente de diversificación geográfica del ahorro, a que el regulador ampliase, aunque con estrictas limitaciones, el campo de actuación de determinados fondos y sociedades mobiliarias. De esta forma, la Orden de 23 de marzo de 1973 y la Resolución de 12 de julio de 1973 permitirían la adquisición de títulos extranjeros por un monto no superior al 10% del patrimonio de la cartera. Ahora bien, hay que destacar que la autorización de compra de títulos extranjeros se limitaba a los cotizados oficialmente en determinadas plazas bursátiles: Nueva York, Londres, París, Zurich, Francfort, Milán, Amsterdam, Bruselas y Tokio.



Además, se exigió en el caso de los fondos de inversión la presentación de un inventario mensual (trimestral para el caso de las sociedades) de las posiciones en acciones extranjeras donde figuraban, entre otros, el número de acciones, su valor nominal, valor de coste y su valoración efectiva en cartera. A estos requisitos hay que sumarle la obligación de notificación de la existencia de un depositario extranjero, sin menoscabo de la responsabilidad subsidiaria del depositario nacional así como de la obligación de éste último de cursar todas las operaciones asociadas a los valores extranjeros en cartera. Este avance legislativo, que a pesar de haberse contemplado en el Decreto de 18 de mayo de 1951 no se regularía

hasta 1973, supuso un importante avance en la industria de inversión colectiva, en especial desde una óptica regulatoria, pero no podemos decir que llegase en un buen momento: comenzaban las negativas “crisis del petróleo”.

Conclusiones

Aunque es posible citar iniciativas de inversión colectiva en España como Crédito General Español (1892) y Ahorro y Fortuna (1912), habría que esperar hasta 1952 para contar con las primeras iniciativas legislativas, modificadas en 1958 y completadas en 1964 con el Real Decreto Ley que supone la creación de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SIMCAV) y de los fondos de inversión. Desde esa fecha, y coincidiendo con la fase expansiva de la economía mundial y española, la inversión colectiva creció de manera muy importante en nuestro país, favoreciendo a su vez el propio proceso de industrialización desde la vertiente financiera. Ahora bien, y como a lo largo de este libro se pone de manifiesto, toda fase expansiva de la inversión colectiva ha tenido que hacer frente a su particular crisis económica. En este caso, nos referimos a la asociada al encarecimiento del petróleo en la parte central de la década de los setenta del siglo pasado.

CAPÍTULO 3

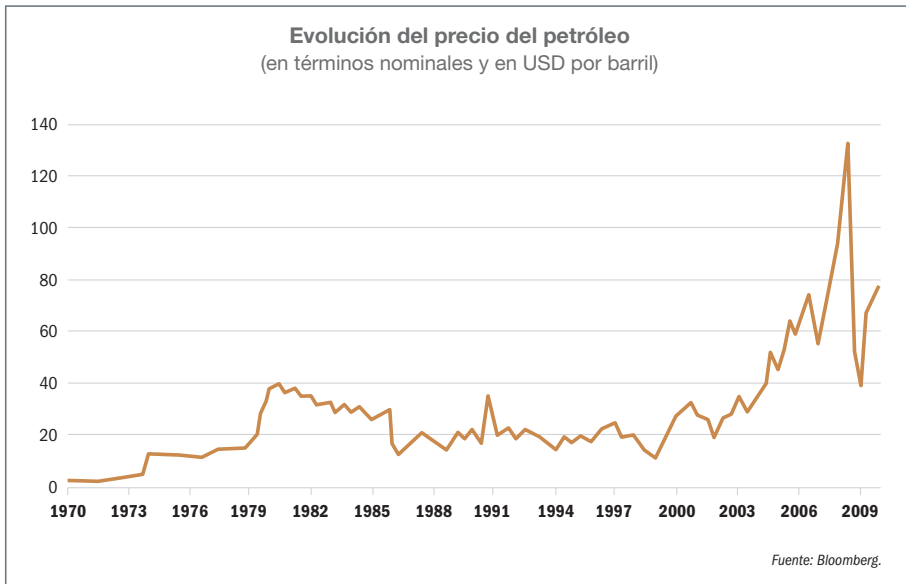
CRISIS Y PROCESOS DE RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA HASTA 1990. LA CRISIS DE LOS OCHENTA Y EL CRACK DEL 87

Introducción

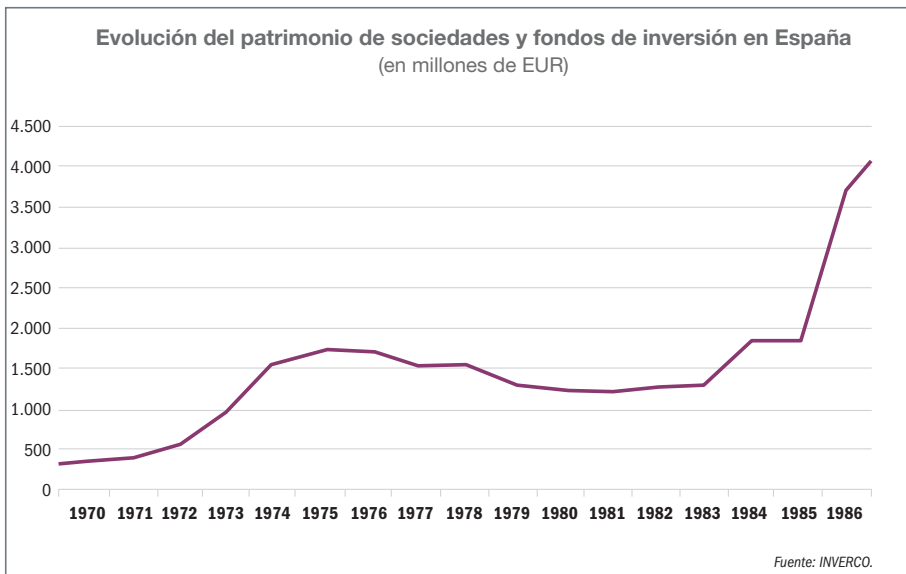
Si en los dos capítulos anteriores se han expuesto los orígenes de la inversión colectiva tanto a nivel mundial como español, a continuación se estudia la etapa que podríamos denominar de desarrollo. En ésta, al igual que sucedió con las primeras fases, se tuvieron que sortear diversas crisis económicas y financieras. Pero en todas ellas quedó patente la capacidad de adaptación de la inversión colectiva, que supo superar las dificultades y salir reforzada, como demuestra la recuperación, en todos los casos, de los máximos en patrimonio bajo gestión, y además, en períodos cortos de tiempo.

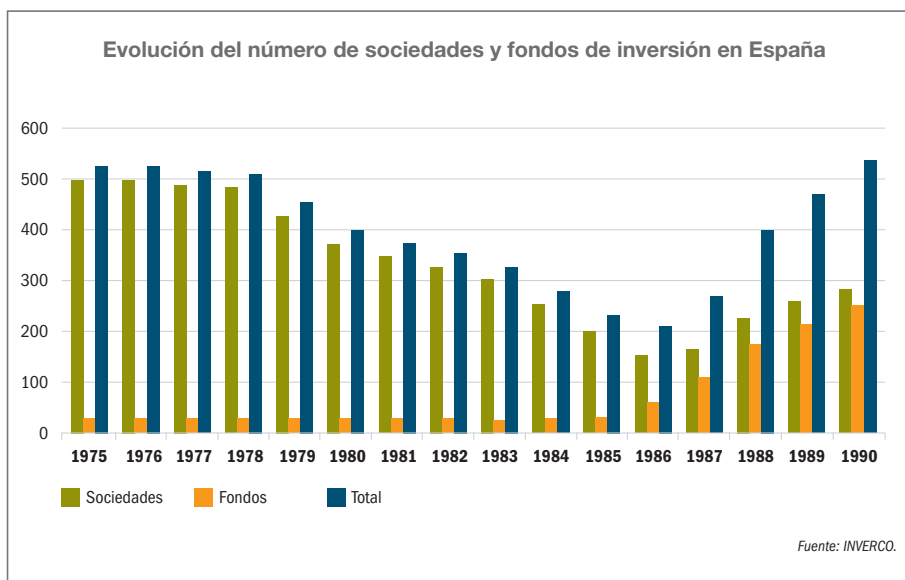
La crisis del petróleo y la crisis bancaria de los años 80

El inicio del conflicto bélico entre Israel y Egipto y Siria (guerra de Yom Kippur) el 6 de octubre de 1973 desencadenó un embargo por parte del cártel del petróleo (OPEP), a pesar de no actuar como tal hasta la fecha, a EEUU, Holanda, y a otros muchos países desarrollados, y la consiguiente elevación del precio del crudo (se cuadruplicó). Su encarecimiento condicionó el de otras muchas materias primas que erosionaron el crecimiento económico global hasta sumirlo en una profunda recesión, acompañada de altas tasas de inflación. Como no podía ser de otra forma, este proceso de estanflación se trasladó a España, aunque con cierto retraso.

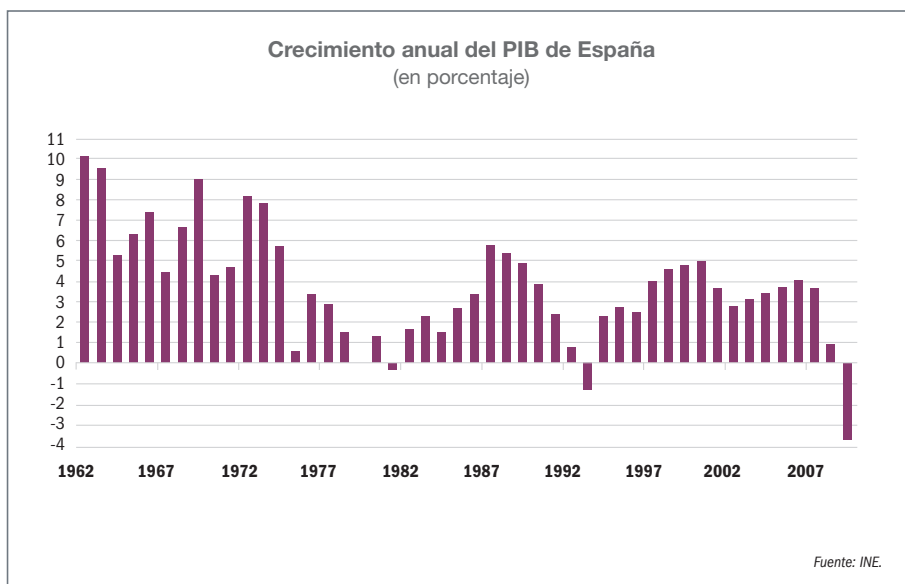


La concurrencia de la crisis del petróleo (1973 y 1978), de la transición política (1975) y de la reforma fiscal (1978), desencadenó un largo período bajista tanto en los mercados financieros domésticos como en el patrimonio gestionado por las instituciones de inversión colectiva. En concreto, se cuantifica en un 30%, entre el máximo de 1975 y el mínimo de 1981, mientras que el número de partícipes también cedió un 31%, si bien entre 1974 y 1983. Por último, el número de sociedades y fondos de inversión no alcanzó un mínimo hasta 1986.





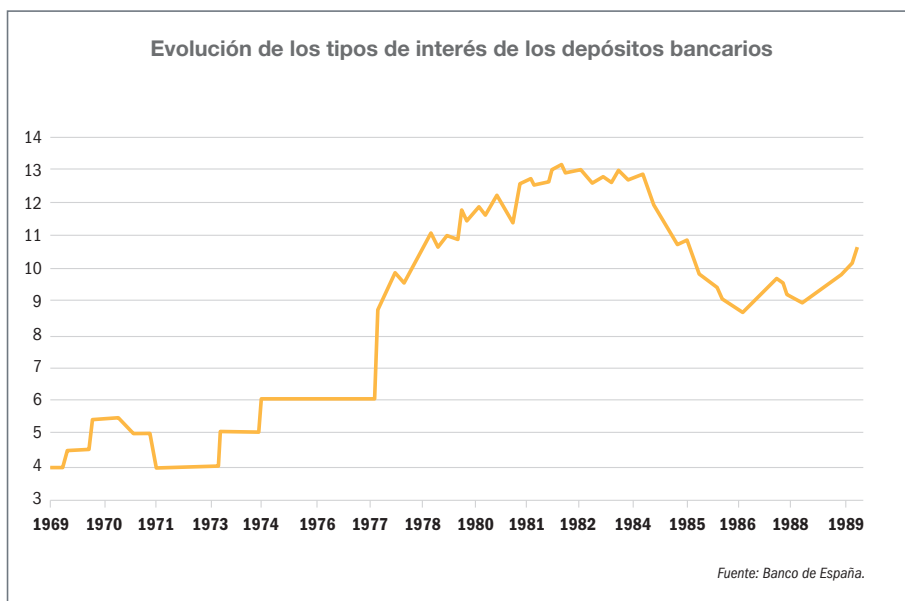
Y es que fue en 1975 cuando la economía española, y por ende, las instituciones de inversión colectiva, comenzaron a notar los primeros efectos de la crisis global, así como los desequilibrios en los que se había cimentado el espectacular desarrollo económico de la década previa, cuyas consecuencias se acabarían reflejando en la crisis bancaria de los ochenta (1978-1983).



A esta maltrecha posición de la economía española hay que sumarle la no menos importante inestabilidad política y económica asociada al período de transición política (1975-1978) y al estallido de la segunda crisis del petróleo (1979-1980). El nuevo encarecimiento del barril de crudo ahondó, más si cabe, el cuadro recesivo mundial, sin mediar el tiempo suficiente para que las economías desarrolladas, y en especial, la española, presentasen síntomas de recuperación.



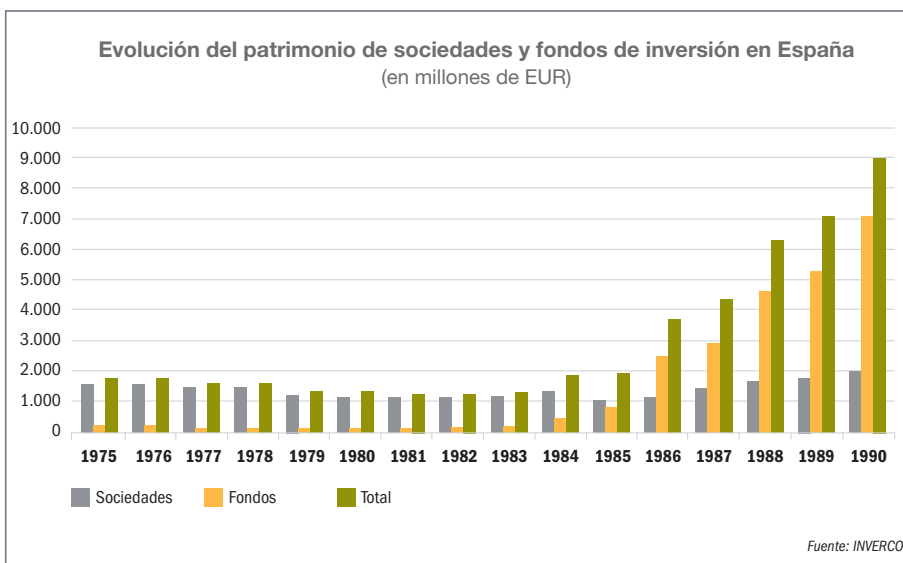
Las nuevas presiones en costes derivadas del encarecimiento del crudo (el crecimiento de los precios en España superó el 24% a finales de 1977), junto con una escasa productividad de la economía española, provocaron unas precarias condiciones de competitividad que forzaron la devaluación de la peseta (en febrero 1976 y en junio de 1977), al tiempo que la estanflación requería de una política monetaria más restrictiva. Dos decisiones que fueron contra la evolución de las instituciones de inversión colectiva. La devaluación de la peseta perjudicó la exposición de las IIC a los valores cotizados en mercados internacionales y el incremento de los tipos de interés aumentó el atractivo relativo de los depósitos bancarios (en el período de 1975 a 1982 se duplicó el saldo captado).



A la inestabilidad de la economía nacional habría que añadirle la concurrencia de una importante crisis bancaria. Éste sería un caso claro de interrelación entre causa y consecuencia, derivada, en buena medida, de las malas prácticas en la concesión de crédito de un gran número de entidades (muy concentrada, desmesurada y altamente especulativa). La crisis llevó a 51 entidades españolas (un 47% de los bancos existentes entonces, y un 21% del total de fondos propios del sistema), así como al conjunto de la economía, a registrar un elevado deterioro de su situación, imposibilitando la inversión y limitando el consumo, que se manifestaría con una escalada del desempleo que multiplicó por 4 la tasa de paro entre el período 1965-1973 y 1974-1980 y una pérdida aproximada de 814.000 empleos en el período de 1975 a 1980.



En este contexto, las instituciones de inversión colectiva comenzaron a registrar a partir de 1975 una pérdida sustancial del patrimonio, que se cuantificó en un 60% en el caso de los fondos de inversión en el período 1973-1979 (ya había comenzado la tendencia bajista en 1973) y en un 35% en las sociedades de inversión (1976-1985), registrando una cesión del patrimonio conjunto de las instituciones de inversión colectiva de un 30% en el período 1975-1981 (como ya habíamos comentado anteriormente).



El aumento de las liquidaciones en las sociedades y de los fondos de inversión y la pérdida de patrimonio de las instituciones de inversión colectiva desencadenaron una fuga de partícipes y accionistas que se cuantificó en el 31% entre 1974 y 1983.

Todo este cúmulo de adversidades situó al patrimonio de las IIC en 1981 en un nivel de activos bajo gestión (1.226 millones de EUR) inferior al de 1974, retrasando, por tanto, en una década su desarrollo y generando entre algunos agentes de la época la sensación de que los fondos y las sociedades no tenían futuro en España.

MÁXIMOS Y MÍNIMOS REGISTRADOS EN EL PATRIMONIO Y NÚMERO DE PARTÍCIPES O ACCIONISTAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN EL PERÍODO 1973 A 1985

Fondos	PATRIMONIO (millones EUR)			PARTÍCIPES / ACCIONISTAS		
	Nivel	Variación (%)	Año	Nivel (número)	Variación (%)	Año
Máximo	249		1973	170.524		1973
Mínimo	98	-61	1979	117.637	-31	1983
Sociedades	Nivel	Variación (%)	Año	Nivel (número)	Variación (%)	Año
Máximo	1.573		1976	n.d.		n.d.
Mínimo	1.022	-35	1985	n.d.	n.d.	n.d.
Total	Nivel	Variación (%)	Año	Nivel (número)	Variación (%)	Año
Máximo	1.750		1975	169.911		1974
Mínimo	1.226	-30	1981	117.637	-31	1983

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

1985 o el inicio de la etapa modernizadora y de desarrollo de la inversión colectiva con la entrada en vigor de la Ley 46/1984

Pero el tiempo terminaría por evidenciar que la inversión colectiva no sólo no estaba condenada al cierre, sino todo lo contrario. Como sucede en otros países, la historia de la inversión colectiva española está marcada, además de por diversos acontecimientos económicos, por las modificaciones en el marco legal. En este sentido, la aprobación de la Ley 46/1984 de 26 de diciembre, de instituciones de inversión colectiva, marca un hito por cuanto implica el inicio de la etapa de modernización de los fondos de inversión.

Esta Ley, a diferencia de las anteriores, supuso el establecimiento de un único cuerpo jurídico con rango normativo legal aplicable a las instituciones de inversión colectiva. La redacción de la nueva Ley permitió no sólo una modernización de la legislación vigente en materia de IIC, que por otro lado, según se recoge en la

exposición de motivos, “no responde a las exigencias de un sistema financiero moderno”, sino la incorporación de parte del contenido de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

Entre las novedades más importantes que la reforma de la Ley introdujo destacan:

- ❑ La ampliación del rango de actuación de las instituciones de inversión colectiva a toda la gama de activos financieros.
- ❑ La creación de un nuevo tipo de fondos de inversión mobiliaria, los FIAMM (Fondos de Inversión del Mercado Monetario), cuya política de inversión comprendía la adquisición de títulos “de renta fija con cotización calificada en las Bolsas de Oficiales de Comercio, de Deuda del Estado, del Tesoro y de las Comunidades Autónomas; activos emitidos por el Banco de España y de los demás activos financieros que, por su vencimiento puedan asimilarse a efectivo”. El nacimiento de esta tipología de fondos de inversión supuso una revolución para las IIC. El bajo perfil de riesgo de sus inversiones, su elevada liquidez, los altos tipos de interés del momento y una favorable fiscalidad, hicieron de los FIAMM uno de los sustitutivos de los depósitos y ayudaron a la industria de fondos de inversión a recuperar gran parte del patrimonio perdido en épocas anteriores, al tiempo que se convirtieron en los fondos más demandados y con mayor patrimonio captado de todas las IIC.

El avance del PIB, que registró un crecimiento medio en el lustro 1985-1990 del 4,2%, permitió que los activos financieros de las familias crecieran más de 80% (un 66,5% si medimos los activos financieros netos), una tasa que sería ampliamente superada por el crecimiento de las IIC.

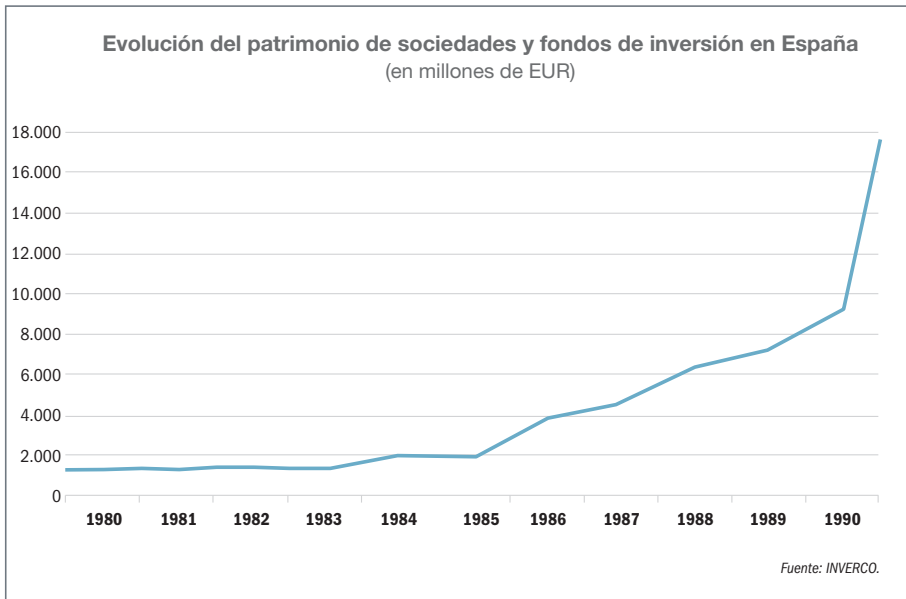
Ahora bien, hay que señalar que a pesar de esta vertiginosa expansión de los activos financieros netos, su peso sobre el PIB se vería disminuido del 71,5% en 1985 al 58,0% en 1990. Este hecho pone de relieve (1) el incremento del endeudamiento de las familias y (2) las preferencias de inversión de la sociedad española en ese período por la adquisición de activos inmobiliarios. Y es que entre 1987 y 1990 el crecimiento del precio de la vivienda fue del 22%, y el “ladrillo” cimentó gran parte del crecimiento del PIB de entonces (avance medio del 6,0%), canalizando la mayor parte del ahorro y de la inversión nacional. Este fenómeno económico y social acabaría condicionando la cartera de activos de las familias españolas, que concentrarían el 78% de su patrimonio en activos no financieros (prácticamente en su totalidad inmobiliarios).

En este entorno, la industria de inversión colectiva no sólo sería capaz de recuperar en menos de dos años el patrimonio cedido durante toda la crisis del período (1975-1983), sino que entre 1985 y 1990 se anotó un crecimiento del patrimonio gestionado superior al 382% (al pasar de 1.881 millones de EUR a

9.079 millones de EUR), aumentó el número de instituciones en más de un 130% (al pasar 231 a 532) e incrementó su base inversora en más de un 99% (de 286.200 a 569.965 partícipes). Estas tasas de crecimiento y de desarrollo son las que justifican que dicho período se considere como el del “verdadero” nacimiento de las instituciones de inversión colectiva en España. Y todo ello, sorteando una de los grandes episodios correctivos en los mercados financieros: el Crack de 1987.

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y DEL NÚMERO DE PARTÍCIPES Y ACCIONISTAS DE FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN (EN MILLONES DE EUR)						
FONDOS DE INVERSIÓN			SOCIEDADES DE INVERSIÓN		IIC	
AÑO	PATRIMONIO	PARTÍCIPES	PATRIMONIO	ACCIONISTAS	PATRIMONIO	PARTÍCIPES/ ACCIONISTAS
1973	249	170.524	765	n.d.	1.014	170.524
1974	211	169.911	1.370	n.d.	1.581	169.911
1975	206	162.428	1.544	n.d.	1.750	162.428
1976	155	156.279	1.573	n.d.	1.728	156.279
1977	116	153.641	1.439	n.d.	1.555	153.641
1978	104	140.396	1.443	n.d.	1.547	140.396
1979	98	138.130	1.218	n.d.	1.316	138.130
1980	102	129.513	1.150	n.d.	1.252	129.513
1981	116	123.150	1.110	n.d.	1.226	123.150
1982	126	120.521	1.153	n.d.	1.279	120.521
1983	198	117.637	1.118	n.d.	1.316	117.637
1984	499	172.649	1.346	n.d.	1.845	172.649
1985	859	286.200	1.022	n.d.	1.881	286.200
1986	2.512	466.100	1.234	n.d.	3.746	466.100
1987	2.903	514.600	1.475	n.d.	4.378	514.600
1988	4.610	518.500	1.736	n.d.	6.346	518.500
1989	5.286	446.700	1.834	n.d.	7.120	446.700
1990	7.036	569.965	2.043	n.d.	9.079	569.965
1991	23.234	1.145.531	2.250	96.824	25.484	1.242.355
1992	37.763	1.678.039	2.085	117.493	39.848	1.795.532
1993	61.614	2.545.104	2.493	100.749	64.107	2.645.853

Fuente: INVERCO.



El Crack bursátil de 1987

A pesar del crecimiento continuado que experimentó la industria española de IIC en el período comprendido entre 1985 y 1990, el Crack bursátil de 1987 impactó con claridad. El 19 de octubre de 1987 se produjo la mayor caída diaria en la historia de los índices S&P 500 y Dow Jones: 20,5% y 22,6%, respectivamente. El contagio global fue inmediato, muestra de que la integración financiera continuaba expandiéndose.

Si bien la intensidad de las cesiones bursátiles están documentadas y han permitido la identificación de patrones de comportamiento (y, con ello, de predicción de los mercados bursátiles), no ha sido posible determinar con exactitud y consenso las causas macroeconómicas o “fundamentales” que justificaron dicha corrección bursátil, como tampoco su magnitud. No obstante, la escasez de factores explicativos en estas dos vertientes han fomentado que el estudio en este campo haya sido muy amplio, entre los que destacan autores como Curtler, Poterba, Summers, Mitchell, Netter, Pedersen, Pluvino, Grossman, etc. y en el que muchos de ellos incorporan a sus hipótesis el impacto de la variación de las políticas fiscales, así como el efecto de otras variables cualitativas (noticias negativas, rumores, etc.) en la evolución de los mercados financieros.

Entre estas hipótesis explicativas destacan:

- ❑ Curtler, Poterba y Summers (1989) analizaron, por un lado, las variables fundamentales tales como producción industrial, pago de dividendos, oferta

monetaria, tipos de interés, inflación, volatilidad, etc., que pudieron impactar y predecir el Crack. Sin embargo, no encontraron evidencias estadísticamente significativas en los factores que explicasen dicho comportamiento. Por otro lado, analizaron el impacto de “grandes noticias” (las que aparecían en portada del New York Times) sobre los mercados. En su trabajo encontraron como causante del hundimiento bursátil la noticia del temor por la depreciación del USD y la ampliación del déficit comercial.

- ❑ Mitchell and Netter (1989) llevaron a cabo un análisis de corte transversal y series temporales en las que se evidenciaba que las cesiones en los tres días previos al Crack (del día 14 al 16 de octubre) bursátil venían explicadas por la decisión inesperada del House Ways and Means Committee (órgano encargado, entre otros, de la supervisión presupuestaria, de la determinación de los impuestos, etc.) de eliminar las deducciones fiscales asociadas a la deuda emitida en los procesos adquisiciones empresariales. Según estos autores serían las propias cesiones de los días previos las que provocaron el propio Crack del 19 de octubre, mientras que los temores por la depreciación del USD o la elevación del déficit comercial no tendrían un impacto significativo.

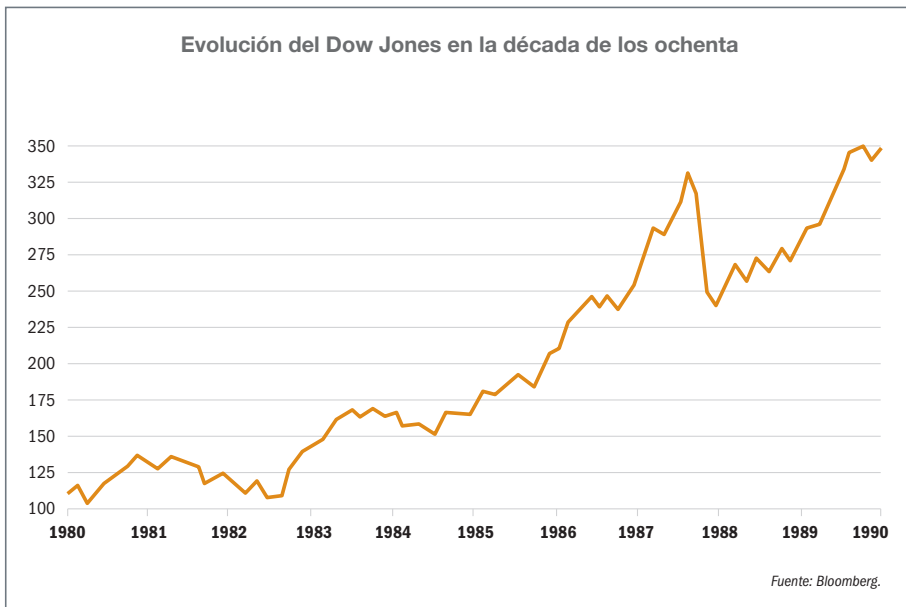
Éstas serían algunas de las explicaciones “fundamentales”, basadas en la relación entre la macro y microeconomía y los mercados financieros. Pero también existen estudios que vinculan la evolución de los precios de las cotizaciones a factores asociados a la propia operativa.

- ❑ Mitchell, Pedersen. y Pluvino (2007), analizaron lo costoso que podía resultar un desajuste en los precios de arbitraje y cómo los cambios en los impuestos causaron presiones de venta en las estrategias de arbitraje entre los días 14 y 16 de octubre, y que se aceleraron el día 19 de octubre de 1987.
- ❑ Grossman (1988) señaló la importancia que pudo tener en el Crack y en los días previos la existencia de un alto nivel de coberturas dinámicas en las carteras que tuvieron que reajustarse continuamente presionando adicionalmente sobre los precios e incrementando su volatilidad. Es decir, la disciplina operativa, con técnicas de minoración de las pérdidas pudieron provocar una sobre-reacción en las cotizaciones. Como también parece que la evolución de los mercados estuvo condicionada por técnicas de program trading, que en los días críticos generan enormes órdenes de venta de acciones. Este lanzamiento de órdenes, junto con las coberturas dinámicas de las carteras pudieron incidir en la magnitud de la caída.

Bien sea por las noticias económicas negativas, bien sea por la operativa de *trading* o por las coberturas dinámicas, los mercados bursátiles se “secaron” (no había liquidez) según se recogió en la Comisión *Brady* de 1988. Es decir, se constató los efectos de una crisis de liquidez en los mercados financieros. Al igual que muchos inversores particulares acudieron al mercado a vender parte las acciones que poseían, los fondos de inversión estadounidenses, se sumaron a esta iniciativa en

respuesta al exponencial aumento de las peticiones de reembolsos de los partícipes, que superaba ampliamente las posiciones de liquidez de los fondos.

Así, los gestores profesionales de fondos se convirtieron, involuntariamente, en una extensión del *portfolio insurance*, en los términos descritos por Black y Jones (1987): vendían activos con riesgo en proporción a la caída de su precio y los compraban en la misma proporción cuando el mercado subía (similar a la estrategia *Constant Proportion Portfolio Insurance*). De esta forma, se exacerbaban las presiones vendedoras sobre las acciones, al tiempo que incrementaba la demanda por activos/fondos monetarios y de renta fija de bajo riesgo. Así, con las fuertes pérdidas que el mercado había registrado ya hasta el día 16 de octubre, la mayor acumulación de órdenes de reembolsos se produciría el día 19 de octubre, condicionando su actuación en el mercado y la evolución de las cotizaciones.



Conocedor del pánico que acaeció en la industria de fondos de inversión, la Comisión *Brady* recogió, entre otros, el impacto que tuvo sobre la inversión colectiva, así como los detalles de algunas prácticas de dichas instituciones. En referencia a lo primero, la Comisión estimó que los activos bajo gestión de los fondos de inversión, que se situaban entorno a los 800.000 millones de USD antes del 19 de octubre y de los cuales 200.000 millones de USD estaban invertidos en acciones, disminuyeron en 32.000 millones de USD (-4%) mientras que en el caso de los fondos de renta variable su patrimonio cayó en 28.000 millones de USD (-14%). En referencia a las prácticas de algunas instituciones, el informe de la

comisión recogió que una entidad gestora vendió activos por valor 60 millones de USD en Londres antes de que el mercado de Nueva York abriera el lunes 19. Además, indicó que dicha gestora puso a la venta 500 millones de USD en activos en la primera media hora de negociación en USD con lo que al final de la sesión terminaría liquidando 800 millones de USD de activos de su cartera.

Más allá de los aspectos técnicos, no cabe duda de que el Crack de 1987 fue otra prueba de esfuerzo de la inversión colectiva, con elementos novedosos, como es la gestión de riesgos a partir de técnicas cuantitativas y, más destacado aún, la filtración de su impacto hacia un mayor número de ciudadanos, como consecuencia de la mayor popularización de los fondos de inversión. El Crack de 1987 tuvo, además, claros impactos globales, especialmente en Europa.

El impacto en las IIC españolas

Las turbulencias del mercado de acciones estadounidense se trasladaron al día siguiente a Europa y, obviamente, a España. La bolsa nacional, todavía negociada en un mercado de corros (sin negociación electrónica), recogió la incertidumbre y la confusión tras no registrar transacciones en la primera media hora de la sesión y presentar un “silencio sepulcral” en la sala. Tras estos primeros minutos de vacilación, el mercado se vio expuesto, al igual que sus parqués homólogos, a un elevado nivel de sobreventa que redujo la ya escasa liquidez de las acciones cotizadas.

El día 20 de octubre se saldó con una pérdida del mercado bursátil madrileño de un 5,73%. Los rangos de volatilidad de un 5%, que más tarde se revisaron, poco pudieron hacer para frenar la cascada de ventas compulsivas de la sesión del día 20 y 21. El caso de las bolsas europeas no fue distinto al de las estadounidenses (aunque de menor cuantía). Los principales índices perdieron más de un 7% el día 19 y un 4% el día 20 de octubre.

RENTABILIDAD DIARIA DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (%)						
	IBEX 35	IGBM	SPX 500	DJ INDU	FTSE 100	EUROSTOXX 50
13/10/1987	-0,1	-0,8	1,7	1,5	0,5	0,3
14/10/1987	-1,7	-1,6	-3,0	-3,8	-1,2	-0,5
15/10/1987	-1,9	-1,9	-2,3	-2,4	-0,9	-1,7
16/10/1987	-0,9	0,0	-5,2	-4,6	0,0	-0,7
19/10/1987	-1,8	-2,5	-20,4	-22,6	-10,8	-7,4
20/10/1987	-0,5	0,0	5,3	5,9	-12,2	-4,1
21/10/1987	-7,8	-7,4	9,1	10,1	7,9	4,8

Fuente: Factset.

RENTABILIDAD DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (%)						
RENTABILIDADES	IBEX 35	IGBM	SPX 500	DJ INDU	FTSE 100	EUROSTOXX 50
Octubre 1987	-29,7	-28,5	-21,8	-23,2	-26,0	-21,7
Noviembre 1987	-1,8	4,7	-2,0	-1,6	1,9	-27,8
En 1987	9,4	4,7	-2,9	-1,6	1,9	-27,8
En 1988	13,3	20,8	12,4	11,8	4,7	29,9
En 1989	10,0	8,2	27,3	27,0	35,1	29,0

Fuente: Faciset.

En este contexto de caídas bursátiles, los fondos de inversión y las sociedades de inversión presentaron una desaceleración pronunciada en las tasas de crecimiento del patrimonio gestionado. No obstante, todas ellas seguían siendo positivas. El conjunto de IIC pasó de registrar tasas de crecimiento superiores al 99% en 1986 hasta crecer algo más de un 16% en 1987. Mientras, los fondos de inversión, que registraban una cuota del 67% del patrimonio gestionado de las IIC, mostraron la mayor desaceleración al pasar de un crecimiento de un 192% en 1986 a un 15% en 1987. Teniendo en cuenta el *shock* que supuso la crisis del 1987 a nivel internacional, no podemos decir que la industria de inversión colectiva española reflejase una evolución negativa, sino todo lo contrario. La puesta en marcha de la reforma financiera y fiscal de las IIC facilitó el desarrollo de la industria incluso en tiempos de crisis. Así, los fondos de inversión, no sólo reflejaron a final de año una variación positiva por un mero efecto de mercado sino que registraron a su vez un aumento del número de partícipes, que ascendió, en el caso de los fondos de inversión, al 10%. Pocas dudas, por lo tanto, para caracterizar el lustro 1985-1990 como el del desarrollo de las IIC en España, después de la “década perdida” de 1975-1985 y de la etapa de nacimiento (1952-1975).

Conclusiones

Sentadas las bases para el desarrollo de la inversión colectiva en España, la crisis del petróleo y nuestra particular crisis económica y bancaria relegan hasta 1985 el crecimiento del patrimonio bajo gestión, en lo que podemos denominar una década perdida. Sin embargo, el excelente lustro 1985-1990 (avance medio anual del PIB del 4,2%) junto con una nueva y acertada normativa (la Ley 46/1984 de 26 de abril que, entre otras cosas, supondría la creación de los FIAMM) permitieron un claro desarrollo de las IIC en nuestro país, superando con éxito uno de los episodios más turbulentos de los mercados bursátiles internacionales, el Crack de 1987, que puso de manifiesto las primeras evidencias de sobre-reacción de los mercados asociadas a las técnicas de gestión y de limitación del riesgo aplicadas ya por algunos fondos de inversión estadounidenses y europeos, que se estaban convirtiendo en claves de la arquitectura financiera internacional y del funcionamiento y estabilidad de los mercados de capitales.

CAPÍTULO 4

LAS CRISIS DE FINALES DEL SIGLO XX E INICIOS DEL SIGLO XXI. LA RENTA FIJA NO ES FIJA, EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA “PUNTO COM” Y EL CRECIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA HASTA 2006

Introducción

Si en los tres primeros capítulos se han expuesto tanto la fase de nacimiento (1952-1975) como la de desarrollo (1985-1990) de las IIC en España, en claro contraste con la etapa de crisis o estancamiento (1975-1985), en este capítulo se estudia el período que podemos denominar de consolidación y expansión, y que abarca entre 1990 y el inicio de la crisis financiera en 2007. A lo largo de estos diecisiete años, la inversión colectiva ha debido superar distintas etapas de fuertes turbulencias, y no sólo macroeconómicas, sino también en los mercados financieros. En todos los casos, la conclusión es la misma: los fondos de inversión han sabido recuperarse e, incluso, salir reforzados gracias a sus características más relevantes (entre otras): supervisión, regulación, profesionalización y flexibilidad.

La Ley 31/1990 y la Ley 18/1991 como motores de la consolidación de la inversión colectiva en España

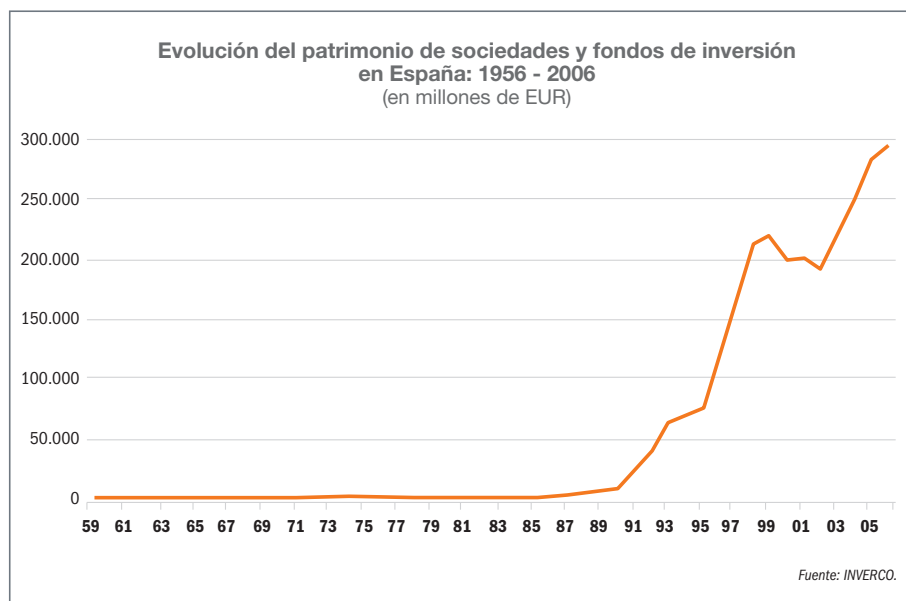
Ha quedado constancia en las páginas anteriores de esta obra cómo las iniciativas legislativas han dirigido el desarrollo de la inversión colectiva. En España, la Ley de 1952 marcó el punto de arranque de las IIC, que encontraron en el Real Decreto Ley 7/1964 el apoyo definitivo. El crecimiento de las sociedades y fondos de inversión se consiguió con la Ley 46/1984 (además, lógicamente, con la complicidad del ciclo económico expansivo), mientras que las bases para su definitivo desarrollo y consolidación debemos atribuir las a dos nuevas normativas aprobadas ya en la última década del siglo XX: la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado, y la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

La primera de estas dos normativas estableció un régimen de tributación reducido del 1% para las IIC, que se introdujo con el objetivo principal de evitar una doble

imposición al partícipe y permitir así una equiparación, al menos fiscal, entre la inversión directa en valores mobiliarios o a través de una IIC.

Esta modificación fiscal se vio complementada por la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. A partir de entonces, los rendimientos obtenidos por los inversores (personas físicas) en las IIC tributarían a su tipo marginal, sin menoscabo de la aplicación de unos coeficientes reductores de las plusvalías obtenidas (que variarían a su vez en función del período de generación) y de los ajustes por inflación aplicables al valor liquidativo de adquisición (necesario para la obtención de la rentabilidad en el período).

Estas dos normativas supusieron una mejora del atractivo de los fondos de inversión, que comenzaron a ser considerados por el ciudadano español (quien, por cierto, mostraba ya síntomas de aumento en su cultura financiera) como el instrumento de ahorro con mejor combinación de liquidez, fiscalidad y rentabilidad. Además, los fondos de inversión "se aprovecharon" de las turbulencias económicas de la época que derivaron en un incremento de la tasa de ahorro de los ciudadanos.



El nacimiento de los Fondtesoros: implicaciones positivas para la financiación del déficit público, pero también para el desarrollo de los fondos de inversión

El segundo gran impulso a los fondos de inversión, tras definir una fiscalidad favorable, tuvo su origen en otra variable clave para toda inversión: la seguridad. En junio de 1990 se regulan por Orden Ministerial los Fondtesoros, definidos como

fondos de inversión cuyo patrimonio está invertido exclusivamente en los diferentes instrumentos de Deuda del Estado. Un mes más tarde se alcanza el primer acuerdo entre la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y catorce Sociedades Gestoras de IIC para la comercialización de los primeros Fondtesoros. La creación de los Fondtesoros tenía (y tiene, ya que todavía existen alguno de los fondos originarios, además de varios de los nacidos posteriormente) como objetivo potenciar la difusión y colocación de Deuda Pública, dando liquidez al mercado y alargando la vida media de la financiación del Tesoro. Una campaña de publicidad intensa y bien diseñada se encargó de poner en conocimiento de los inversores las ventajas de los Fondtesoros.

A las ventajas comunes a todo fondo de inversión en cuanto a la liquidez prácticamente inmediata y tratamiento fiscal favorable, los Fondtesoros añaden subliminalmente la “garantía del Estado” de la Deuda Pública. Además, el convenio inicial con el Tesoro limitaba las comisiones máximas de gestión en 1,5% para los Fondtesoros FIAMM y 1,75% para los Fondtesoro FIM. En diciembre de 1991, un nuevo convenio reduciría las comisiones máximas de gestión en 0,25 puntos. El convenio con el Tesoro no autorizaba las comisiones de suscripción y sólo permitía una comisión de reembolso máxima en los Fondtesoros FIM de un 2% y sólo durante los dos primeros años de permanencia del partícipe. Con rentabilidades de dos dígitos en la Deuda Pública, la comisión anual era un peaje fácilmente asumible por el inversor a cambio de las ventajas operativas de los fondos. Además, las gestoras ofrecían la posibilidad de chequera para transmitir la idea de liquidez y atraer el ahorro embalsado en las “supercuentas”.

Ante la favorable respuesta de los ahorradores a los Fondtesoros se planteó la creación de fondos que concentraran su inversión en Deuda Pública de Comunidades Autónomas. En junio de 1991, la Consellería de Economía y Hacienda de la Generalitat Valenciana suscribió un acuerdo de colaboración con sociedades gestoras de fondos de inversión para la comercialización de FondValencias FIM y FIAMM. En ambos casos, el 25% de promedio mensual de saldos diarios debe estar, como mínimo, invertido en Deuda de la Generalitat Valenciana, y el resto en Deuda del Tesoro (todavía hoy se comercializa algún fondo con la denominación “Fondvalencia”).

El éxito de la campaña de los Fondtesoros fue clave para el desarrollo del resto de fondos de inversión a partir de 1991: los inversores, una vez familiarizados con los Fondtesoros comercializados por los principales grupos financieros, comenzaron a interesarse por otros fondos de inversión, tanto FIM como FIAMM, con estructuras de inversión más sofisticadas.

La constatación de que los fondos de inversión eran un producto óptimo para la captación del ahorro familiar, junto con la cautividad que suponía un tratamiento fiscal que incentivaba la fidelidad, desembocan a partir de 1992 en lo que se denominó “la guerra de los fondos” entre entidades financieras, en referencia a “la guerra de las supercuentas” de 1989 y 1990. Comenzaba el trasvase desde cuentas

corrientes y depósitos hacia fondos de inversión. La apuesta de los grupos financieros por la captación de ahorro a través de fondos, apoyados en su red comercial, determinaba la fuerte presencia de bancos y cajas, que ha persistido hasta la actualidad (su cuota ha oscilado entre el 80% y el 92%).

Pero el intenso crecimiento en el patrimonio gestionado por los fondos de inversión en el inicio de la década de los noventa no vino acompañado por un aumento en el número de sociedades gestoras (incluso, a partir de 1993, se estanca en 136 entidades), por lo que el patrimonio medio gestionado por cada una se incrementó y, con ello, el aprovechamiento de las economías de escala propias de la actividad de administración, en la que los costes de estructura de carácter fijo tienen un peso significativo. Todo ello, en un contexto en el que las comisiones de gestión no mostraron una correlación inversa con el tamaño del fondo. En definitiva, el negocio de la gestión y comercialización de fondos comenzaba a consolidarse y a ofrecer atractivas tasas de rentabilidad.

La crisis de la deuda del 94 o la percepción de que “la renta fija no es fija”. El nacimiento de los fondos garantizados

Que los fondos de inversión iniciaran su aceptación entre los ciudadanos no impidió que la “cartera” media se caracterizara por su elevado sesgo defensivo, con una clara concentración en activos monetarios y deuda pública¹. Es decir, en activos sin riesgo de crédito que no, en algunos casos, sin riesgo de mercado. La toma de posiciones de los fondos en bonos a medio y largo plazo provocó la correspondiente crisis en la que denominamos “etapa de consolidación” de la inversión colectiva en España.

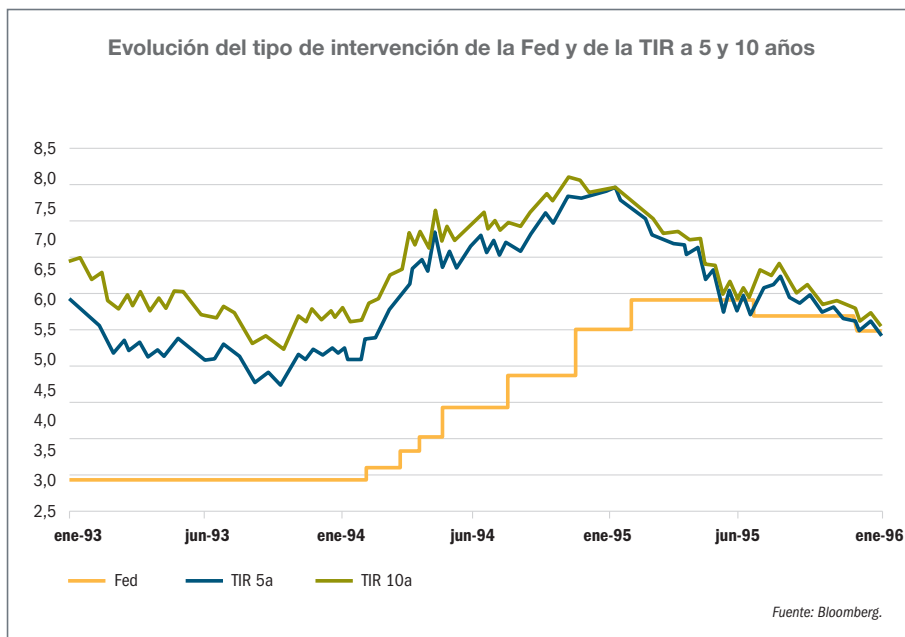
PROPUESTA DE CARACTERIZACIÓN DE LAS FASES DE DESARROLLO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

FECHA	ETAPA
1952 - 1975	Nacimiento
1975 - 1985	Década perdida
1985 - 1990	Desarrollo
1990 - 1995	Consolidación
1995 - 1999	Expansión
1999 - 2002	Crisis “punto.com”
2002 - 2006	Nueva expansión
2007 - 2010	Crisis financiera

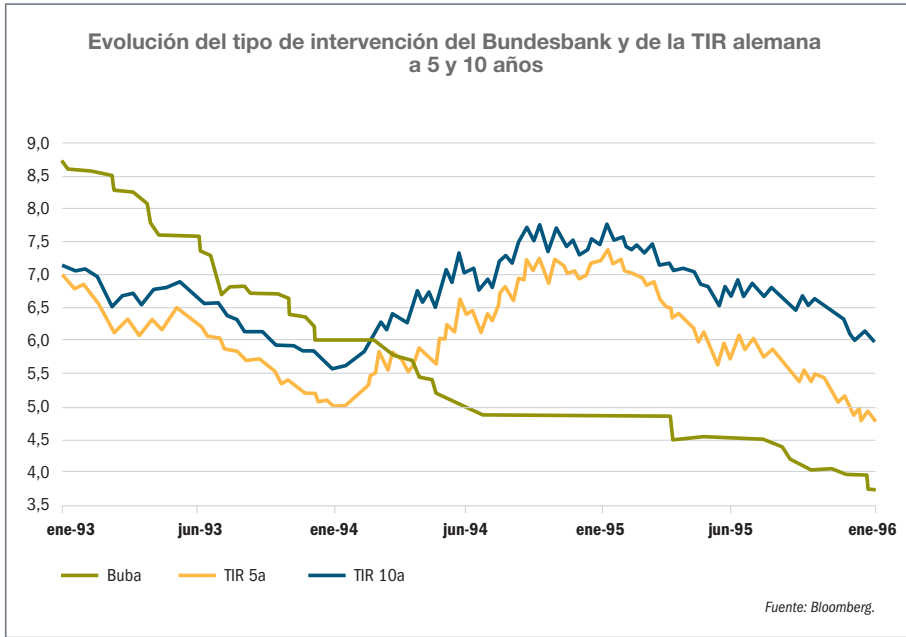
Fuente: Elaboración propia.

¹ Los FIM de renta variable representaban entonces un 2,8% del patrimonio total en fondos de inversión, porcentaje que contrasta con el 88,4% en Reino Unido, el 25,2% en Alemania, el 16,9% en Italia, o el 10,9% en Francia. Es cierto que en nuestro país se registraban entonces tipos de interés reales elevados que contrarrestaban una bolsa fuertemente volátil y no especialmente atractiva en términos de rentabilidad media, pero ésto no es óbice para resaltar el perfil defensivo de la cartera de inversión media de los españoles.

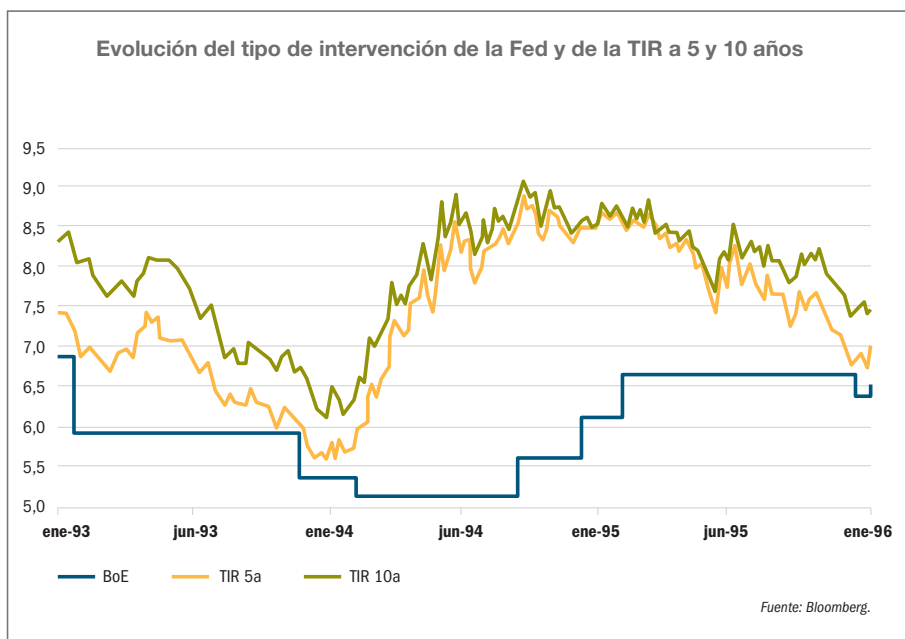
El aumento en las rentabilidades exigidas por el mercado en febrero de 1994, de mayor intensidad al registrado en 1992, desencadenó caídas en el valor liquidativo de los FIM de renta fija. La crisis vino precedida por un período de bonanza en el que las excelentes rentabilidades ofrecidas por los FIM en 1992, precisamente por el descenso en los tipos de interés, había atraído a más de medio millón de nuevos partícipes en FIM, frente a unos 325.000 nuevos partícipes en FIAMM. El patrimonio gestionado aumentó igualmente en 1993 por encima en los FIM que en los FIAMM. El estupor que provocó en un amplio segmento de los partícipes el sufrir pérdidas en un producto teóricamente de renta fija se tradujo en un descenso en el número de partícipes en FIM del 0,4% en 1994 y del 7,4% en 1995, y una reducción del 4,9% en el patrimonio gestionado por este tipo de fondos en 1994.



La caída en precio de las referencias de renta fija no fue única en España sino que se trató de una crisis en los mercados internacionales. En febrero de 1994, la Reserva Federal de EEUU subió los tipos de interés por sorpresa e inició una tendencia alcista que culminó en febrero de 1995, después de elevar el tipo de referencia en 300 puntos básicos. Así, desde el 20 de octubre de 1993 hasta el 21 de noviembre de 1994, las curvas de tipos de interés en EEUU, medidas por la referencia pública a 10 años, repuntaron un total de 275 puntos básicos, al ascender desde el 5,25% hasta el 8%.



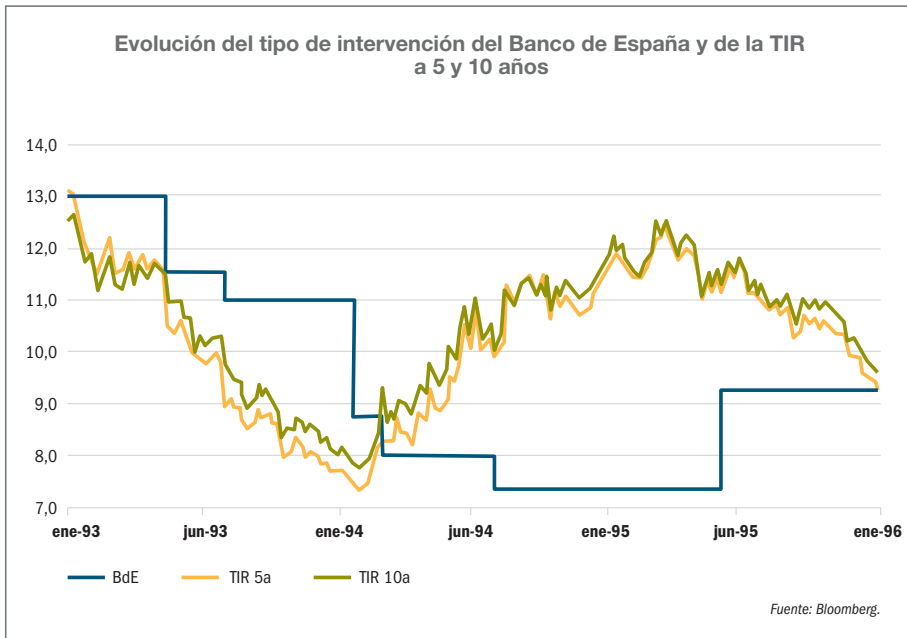
Por su parte, en el mercado europeo (medido a través de su principal referencia, el Bund alemán a 10 años) el repunte comenzó más tarde (14 de enero de 1994) pero terminó en la misma fecha (mediados de octubre de 1994), aunque en un movimiento de menor cuantía (220 puntos básicos), al incrementarse la TIR hasta el 7,75% desde el 5,55%. En lo que respecta a las curvas de Reino Unido, aunque el tipo de referencia no se aumentase hasta el 13 de septiembre de 1994, la TIR de la emisión pública a 10 años comenzó a repuntar de manera agresiva en febrero de ese año.



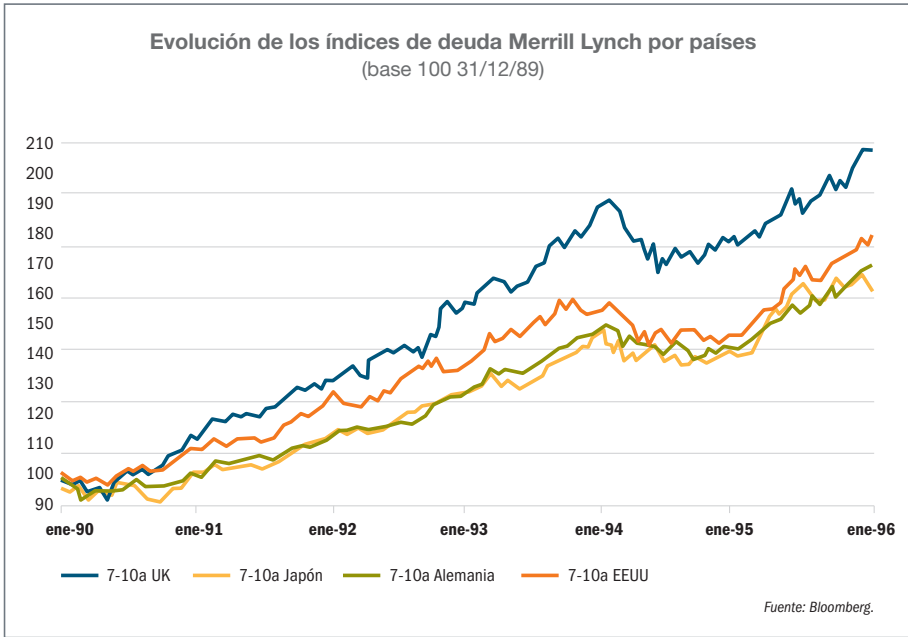
En el caso español, de forma “paradójica”, el precio oficial del dinero fijado por el Banco de España sufrió tres recortes en el período inicial de la crisis de la deuda (desde enero hasta agosto de 1994), mientras que la TIR de los Bonos y Obligaciones no hacía más que aumentar, lo que se tradujo en un incremento de 425 puntos básicos en la referencia a 10 años (desde el 7,75% en febrero de 1994 hasta el 12,4% en marzo de 1995).

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA		
FECHA	VARIACIÓN (PBS)	NIVEL %
23/07/92	+60	13,00
14/05/93	-150	11,50
04/08/93	-50	11,00
25/01/94	-225	8,75
03/03/94	-75	8,00
03/08/94	-65	7,35
02/06/95	+190	9,25

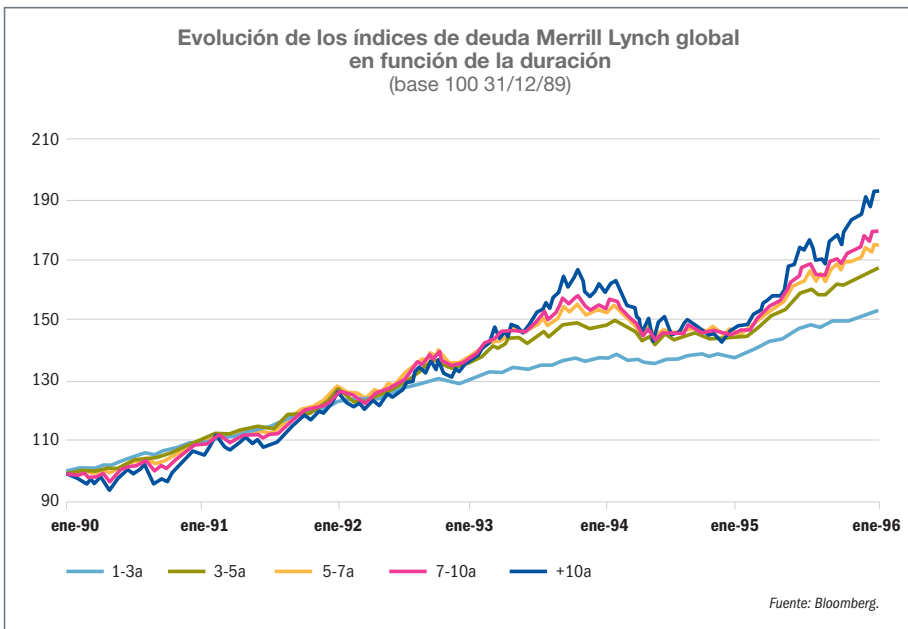
Fuente: Banco de España.



En definitiva, las curvas de tipos de interés mostraron una elevada correlación a nivel global en el aumento de los niveles de rentabilidad en la primera mitad de 1994, incluidos los países que, o bien sus autoridades monetarias no habían endurecido sus condiciones monetarias (Reino Unido) o, incluso, las relajaron (Alemania y España). Basta con observar el gráfico de la evolución del valor de mercado de la deuda en las cuatro principales economías. El drenaje fue generalizado en el primer semestre de 1994, si bien las mayores caídas estuvieron presentes en el precio de las referencias de EEUU y del Reino Unido.



Como es sabido, el impacto en precio de una elevación de los tipos de interés está en función de la duración, de tal forma que las pérdidas fueron más acusadas para las referencias con mayor vencimiento.



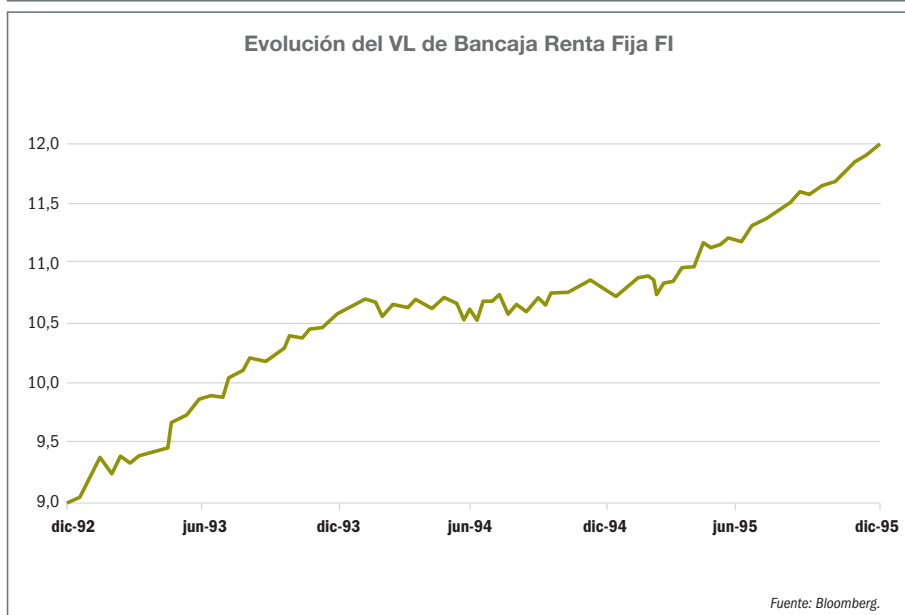
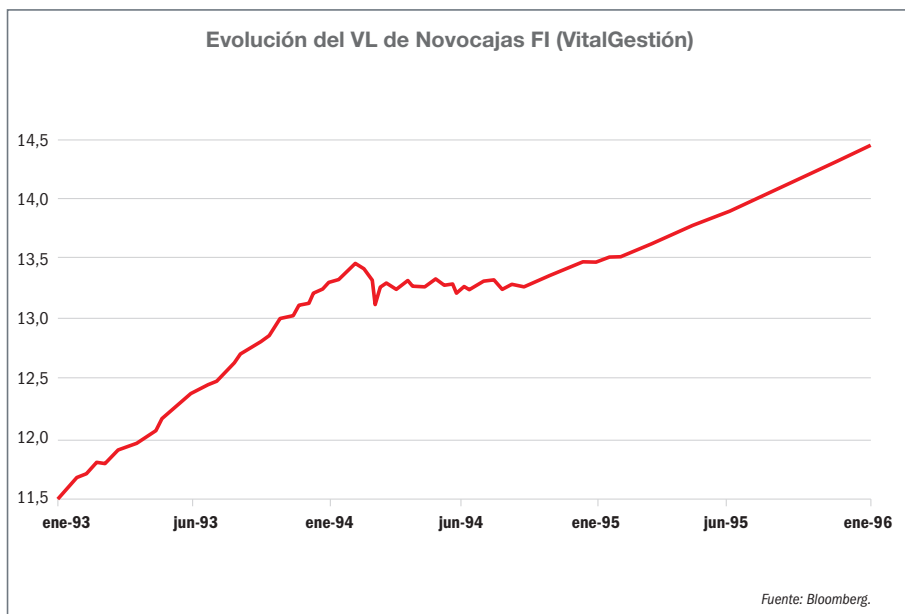
En España, a los factores “exógenos” se le sumaron los factores “endógenos” en la evolución de los niveles de rentabilidad de la deuda pública, como la escalada de la inflación, los importantes déficit públicos (por encima del 6% del PIB en 1993, 1994 y 1995) y las continuas devaluaciones de la peseta. La confianza de los inversores internacionales sobre las emisiones de deuda pública del Reino de España se deterioró impactando en una mayor exigencia de rentabilidad.

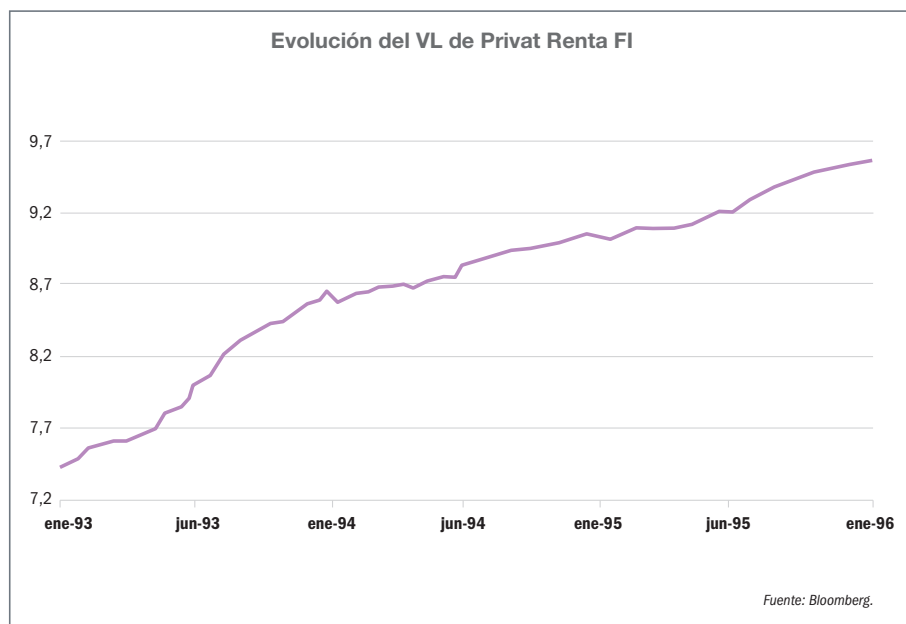
Como ejemplo de ello, basta con observar la evolución del índice AFI de deuda. Éste tiene una duración superior a cuatro años, es decir, más alta que la registrada en conjunto de la industria de fondos de inversión y de pensiones, lo cual no impide contar con una idea de lo experimentado en el valor de mercado de las carteras de renta fija. Así, la caída media que sufrieron los inversores expuestos a deuda pública con duración elevada superó el 8% en el primer semestre de 1994.



Más allá de lo que puede expresar un índice promedio de renta fija (con una duración superior a lo habitual en las IIC españolas), una imagen más cercana a la situación que vivieron los partícipes de los fondos de inversión de renta fija es la evolución de los valores liquidativos (VL) de algunos de los fondos de inversión comercializados entonces. En los gráficos adjuntos se muestra la evolución del valor liquidativo de Novocajas FI de la gestora Vital Gestión, de Bancaja Renta Fija FI y de Privat Renta FI. Lo que se observa es que la positiva tendencia del primero (tanto por VL como por patrimonio) sufrió un parón (y ligeros recesos) al comienzo de 1994. Aún así, en febrero de 1994 el fondo perdió un 2,60%, aunque el año consiguió cerrarlo en positivo, +1,53%. Por su parte, el fondo de Bancaja sufrió un mayor drenaje en su valor en 1992, mientras en 1994 se revalorizó un 1,84%, no exento de

caídas mensuales. Estas sendas se reproducen de manera similar en el resto de fondos estudiados (algunos sobreviven hoy día bajo la misma denominación), por lo cual muchos fueron los que desaparecieron o se transformaron, amén del nacimiento de una nueva categoría: los fondos garantizados, un nuevo ejemplo de capacidad de transformación y adaptación de la inversión colectiva.





El nacimiento de los fondos garantizados (1995/1996)

Al calor de una demanda de los inversores concentrada en activos de bajo riesgo que preservaran capital, y tras las inesperadas minusvalías sufridas en algunos fondos de renta fija, las entidades comenzaron a lanzar a partir de 1995 un nuevo tipo de fondo, los garantizados de renta fija. Éstos ofrecían (y, como es sabido, lo siguen haciendo ya que en la actualidad se siguen comercializando y representan un 13% del total del patrimonio) una rentabilidad mínima asegurada a través de un contrato de garantía que se realiza entre el partícipe y una entidad garante.

Los exitosos primeros pasos en la evolución del valor liquidativo de esta tipología de fondos, derivados del fuerte aumento de los precios de la deuda pública, animaron al lanzamiento, ya a finales de 1996, de los fondos garantizados de renta variable. Si los fondos garantizados de renta fija suelen asegurar, además de la conservación del capital invertido, un rendimiento fijo en la fecha de vencimiento de la garantía, los de renta variable garantizan el capital invertido inicialmente más una rentabilidad vinculada (total o parcialmente) a la revalorización total, o media, de uno o más índices bursátiles o de una o más acciones (seleccionando el de mejor o peor comportamiento relativo, vinculándolo a que todos ellos se revaloricen, etc.).

La rentabilidad garantizada por estos fondos para el partícipe puede establecerse en períodos que van desde uno a diez años, aunque lo más frecuente son los que garantizan rentabilidades a plazos menores de cinco años. Las características propias de estos fondos es que cuentan con períodos cerrados de suscripción y de

reembolso, fuera de los cuales las comisiones por invertir o desinvertir son elevadas.

Todas estas características favorecieron la percepción en su nacimiento (pero también en la actualidad) de ser productos sustitutivos de los plazos fijos, pero con la ventaja fiscal propia de los fondos de inversión. La industria de fondos se adaptó a las nuevas exigencias de la demanda de inversores insatisfecha (y temerosa) por los rendimientos negativos de los fondos de renta fija anteriores (aunque, como se puede observar en los gráficos de la evolución de los valores liquidativos, rápidamente recuperados), y fueron muchas las entidades que lanzaron fondos garantizados de renta fija a lo largo de 1995.

FONDOS DE RENTA FIJA GARANTIZADOS LANZADOS EN 1995						
FONDO	GESTORA	VENCIMIENTO (EN AÑOS)	RENTABILIDAD ANUAL %	COMISIÓN DE REEMBOLSO	COMISIÓN DE GESTIÓN %	COMISIÓN DE DEPÓSITO %
Argentaria Fondplazo	Argentaria	1	7,25	2%	1,50	0,10
Argentaria Fondplazo	Argentaria	3	8	2%	1,50	0,10
Fondirecto 5º aniversario	Argentaria	5	8	2%, hasta el segundo año.	1,50	0,10
Ahorro Corporación RF	Ahorro Corporación	5	8	1% en el primer año. 0,75% en los sucesivos.	1,35	0,05
CAI Renta	Caja de la Inmaculada	5	8	1%, en el primer año 2% en el segundo y 1% después.	1,35	0,15
Ibercaja Patrimonio	Ibercaja	3	6,80	2% en los primeros 6 meses, 1% hasta el fin del primer año, 0,5% después.	1,35	0,40
BBV Bono 99	BBV	4	7,50	3% en el primer mes, 2% hasta el sexto, 1% hasta fin del primer año, 0% después.	1,25	0,10
Fondcatalana Asegurat	Banca Catalana	5	8	3% en el primer mes, 2% hasta el sexto, 1% después.	0,90	0,10
Urquijo Garantizado	Banco Urquijo	5	8,25	3% en el primer año, 2% en el segundo y 1% después.	1,0	0,20

Fuente: Elaboración propia.

En suma, la crisis de la deuda de 1994 (una crisis que podemos denominar financiera, con la "sorpresa" diferencial de afectar a una tipología de inversión, la renta fija pública, considerada por los inversores como segura), no hizo más que apuntalar el papel de la industria de los fondos de inversión como el mejor instrumento de inversión desde una perspectiva financiero-fiscal.

EVOLUCIÓN DE LA DISTRIBUCIÓN POR CATEGORÍAS DE FONDOS EN ESPAÑA (%)

	MONETARIOS Y RENTA FIJA	RENDA FIJA MIXTA	RENDA VARIABLE MIXTA	RENDA VARIABLE	GARANTIZADOS	GLOBALES E INTERNACIONALES	TOTAL
31/12/91	87,7	5,6	1,8	0,5	0,0	4,5	100
31/12/92	90,2	4,2	1,6	0,4	0,0	3,7	100
31/12/93	87,6	4,1	2,9	0,7	0,0	4,7	100
31/12/94	87,7	3,8	2,8	1,0	0,0	4,8	100
31/12/95	87,0	3,4	2,2	0,9	2,4	4,1	100
31/12/96	80,6	4,2	2,4	1,2	7,5	4,1	100
31/12/97	64,5	5,4	4,3	2,3	15,4	8,2	100
31/12/98	49,0	7,5	5,6	3,2	21,7	13,0	100
31/12/99	39,8	10,1	6,3	4,8	22,9	16,0	100
31/12/00	33,8	9,4	6,5	4,3	23,7	22,4	100
31/12/01	43,5	5,1	5,6	3,2	23,8	18,8	100
31/12/02	47,0	6,1	3,7	4,0	27,9	11,2	100
31/12/03	46,7	5,0	3,1	3,4	32,6	9,2	100
31/12/04	43,9	4,5	3,3	2,9	35,4	10,1	100
31/12/05	40,4	4,0	3,3	2,7	39,7	9,8	100
31/12/06	37,7	2,8	3,6	2,7	42,5	10,8	100
31/12/07	38,6	2,7	3,5	2,7	41,7	10,9	100
31/12/08	49,5	2,2	1,7	1,6	31,2	13,9	100
31/12/09	49,6	3,5	1,7	1,8	28,4	15,0	100

Nota: Para los datos a 31-dic-09 se incluye "Garantía Parcial" dentro de "Garantizados", "Retorno Absoluto" en "Monetarios y Renta Fija" y "Gestión Pasiva" en "Globales e internacionales".

Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO.

Etapa de expansión (1995-1999): Fuerte crecimiento del patrimonio bajo gestión hasta el estallido de la crisis "punto com"

Una vez superados los efectos de la crisis de la deuda de 1994, y favorecidos por la recuperación de los mercados financieros, se inicia la etapa de "expansión" de los fondos de inversión que duraría, aunque con otra crisis (la "punto.com"), hasta mayo de 2007. El auge de los fondos coincidió con la pérdida de la importancia relativa de los depósitos bancarios del sector familias, cuyos niveles de rendimiento se estaban ajustando ya al proceso de convergencia de los tipos de interés entre España y Alemania y, además, se veían penalizados fiscalmente.

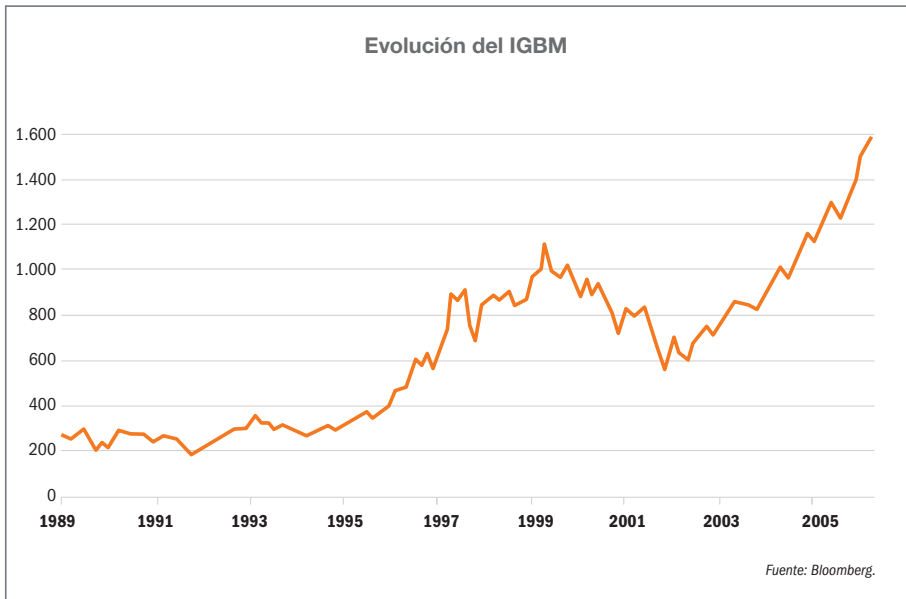


Porque la fiscalidad de los fondos de inversión fue mejorada en junio de 1996, dentro del conjunto de medidas adoptadas en el Real Decreto-ley 7/1996 por el recientemente elegido gobierno del Partido Popular. En dicho Real Decreto-ley se estableció un nuevo régimen fiscal para las plusvalías, con un tipo de gravamen fijo del 20% a partir de 1997, pero con carácter de máximo en 1996, para los incrementos patrimoniales generados en más de dos años, complementado con la aplicación de un sistema de coeficientes de actualización en función de los años en los que se generaba la plusvalía. Tal medida buscaba que la decisión de mantener o no una inversión se tomase por su rentabilidad y no por el tiempo que ésta hubiese estado en manos del ahorrador.

Con el tratamiento fiscal anterior al mencionado Real Decreto-ley, las plusvalías obtenidas en fondos de inversión eran objeto de una reducción progresiva de un 7,14% anual a partir del segundo año de antigüedad, que culminaba en la exención total de los rendimientos en IIC a partir de los 15 años. Por otra parte, el tipo de gravamen que soportaban las plusvalías en IIC era el mayor entre el tipo medio de la base imponible regular y el tipo medio resultante de aplicar la escala de gravamen al 50% de la base imponible irregular.

A partir de 1996 se limita drásticamente la fidelidad forzada que vinculaba al partícipe a su fondo de inversión con el objetivo de acumular antigüedad, persiguiendo la no tributación de los rendimientos obtenidos.

Pero además de las ventajas fiscales, el otro motor de impulso de los fondos de inversión fue la excelente evolución de los mercados financieros, especialmente los bursátiles.



Si hubo un activo protagonista entre los años 1996 y 2000, éste fue la renta variable. El contexto de políticas económicas expansionistas, con bajos y estables tipos de interés, favoreció, en gran medida, el aumento del apetito por inversiones con más riesgo. Por ello, buena parte del ahorro acumulado durante años atrás fue destinado, ante la falta de activos que aportasen una atractiva rentabilidad, a la renta variable, bien de forma directa, bien a través de vehículos de inversión colectiva (los fondos suponían ya casi el 18% del total del ahorro financiero de las familias, frente al apenas 1% de 1990).

Aunque las ganancias en el mercado bursátil fueron generalizadas tanto geográfica como sectorialmente, hubo un “nicho” que destacó sobre los demás: el sector ligado a la tecnología, medios y telecomunicaciones (TMT). Y es que, un factor clave que propulsó en gran medida su extraordinaria evolución fue la batería de programas dirigidos a la renovación tecnológica. El objetivo: preparar el camino a la que posteriormente se denominó “Nueva Economía”, término acuñado para definir una economía sustentada en la innovación y el progreso tecnológico. En este contexto, las empresas vinculadas a este sector, las también conocidas como “puntocom”, acudieron en búsqueda de financiación para la expansión de sus proyectos a los mercados bursátiles.

El período “punto com” tiene su inicio con la salida a bolsa en 1992 de *American On Line* (compañía proveedora de medios y servicios de acceso a internet). Tras ella, continuaron miles de empresas en todo el mundo que optaron por tomar el mismo camino. Este nuevo panorama caracterizado por compañías cotizadas con altas perspectivas de crecimiento, provocó un efecto llamada sobre nuevos inversores, que apostaban por ese cambio asociado a la nueva tecnología.

El índice bursátil Nasdaq, principal referente en valores tecnológicos, adquirió un especial protagonismo, robándosele a aquellos que venían actuando hasta entonces de referentes, como el S&P 500 o el Dow Jones. Las elevadas expectativas de crecimiento que tenían los inversores sobre los beneficios de las compañías se trasladaron de forma implacable sobre las cotizaciones de las mismas. Tal es así, que entre 1996 y 2000 el Nasdaq logró una revalorización del 500%, llegando a cotizar con un PER de 130 veces.



Esta “euforia tecnológica” también se trasladó a Europa donde, como respuesta al surgimiento de esta “Nueva Economía”, se crearon nuevos índices de mercado para aglutinar estas incipientes compañías con alto potencial innovador y de crecimiento. Así, el AIM (Alternative Investment Market) inglés (junio de 1995), el Nouveau Marché francés (febrero de 1996), el Neuer Market alemán (marzo de 1997) y posteriormente, el NMAX holandés (abril de 1997), el Euro-NM belga (abril de 1997) y el Nuovo Mercato italiano (junio de 1997), junto con los que “llegaron tarde”, como KVM Growth Market danés (septiembre de 2000) o el Nuevo Mercado español (abril de 2000), son buena muestra del alcance de este nuevo movimiento.

En consonancia con este mercado bursátil boyante a lo largo de estos años y como respuesta también a una demanda por parte del inversor, comenzó una etapa dentro del sector de los fondos de inversión caracterizada por lanzamiento de nuevo productos sectoriales y de renta variable internacional.

Así, tras el lanzamiento del primer fondo de inversión vinculado al sector de la tecnología, medios y telecomunicaciones, el Espíritu Santo Tecnología en abril de 1997, fueron buena cantidad de gestoras, tanto españolas como extranjeras, las que optaron también por unirse a esta “euforia tecnológica”. Hasta el estallido de la burbuja, en marzo de 2000, se crearon cerca de 25 nuevos fondos de inversión españoles especializados en el sector TMT.

FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES ESPECIALIZADOS EN EL SECTOR TMT		
FONDO	GESTORA	FECHA DE LANZAMIENTO
Espíritu Santo Tecnología	Espíritu Santo Gestion	02/04/97
Bankpyme Comunicaciones	Bankpyme	04/04/97
BBVA Bolsa Tecnología y Teleco	BBVA Patrimonios Gestora	15/10/97
GVCGaesco TFT	Gaesco Gestion	12/12/97
Santander Tecnológico	Santander Asset Management	13/08/98
Foncaixa 62 Bolsa Telecomunicaciones	Invercaixa Gestion	13/10/98
Bk Sector Telecomunicaciones	Bankinter Gestion de Activos	25/06/99
Banesto Sector Tecnológico	Santander Asset Management	25/06/99
Madrid Telecom Global	Gesmadrid	25/06/99
Fonpenedés Global	CEP Gestora	27/09/99
BBVA Bolsa Usa Crecimiento	BBVA Patrimonios Gestora	22/10/99
Caixa Catalunya Telecomunic	Caixa Catalunya Gestio	29/10/99
Navarra Acciones Tecnológico	Navarra-Bolsa	19/11/99
Ibercaja Tecnológico	Ibercaja Gestion	15/12/99
Mutufondo Tecnológico	Mutuactivos	17/12/99
Foncaixa 61 Tecnol	Invercaixa Gestion	21/01/00
Rural Tecnológico RV	Gescooperativo	17/03/00
Bk Fondo Internet	Bankinter Gestion de Activos	30/03/00
AC Tecnológico	AC Gestión	31/03/00
Madrid Tecnológico Global	Gesmadrid	14/06/00
Can Tecnología	Gesnavarra	07/07/00
Caixa Girona Telenet	Caixa Girona Gestió	21/07/00
Fondmapfre Tecnología	Mapfre Inversión Dos	11/09/00
Ibercaja Nuevas Oportunidades	Ibercaja Gestion	23/10/00
Fondpastor Tecnología	Gespastor	21/11/00
Bk Índice Nasdaq 100	Bankinter Gestión de Activos	07/03/01
CAM Sector Tecnológico	Gestora de Fondos del Mediterráneo	19/07/01

Fuente: Elaboración propia. En sombreado, fondos todavía comercializados.

El viernes 10 de marzo de 2000, el Nasdaq alcanzó su máximo histórico: 5.132,52 puntos. Al lunes siguiente, la “burbuja tecnológica” terminaba por estallar y las

consecuencias, una vez más, fueron devastadoras. Las extraordinarias perspectivas de beneficios que descontaban los inversores sobre este tipo de empresas se fueron revisando de forma drástica a la baja lo que propició una oleada de inseguridad que supuso una fuerte tendencia bajista en los siguientes dos años.

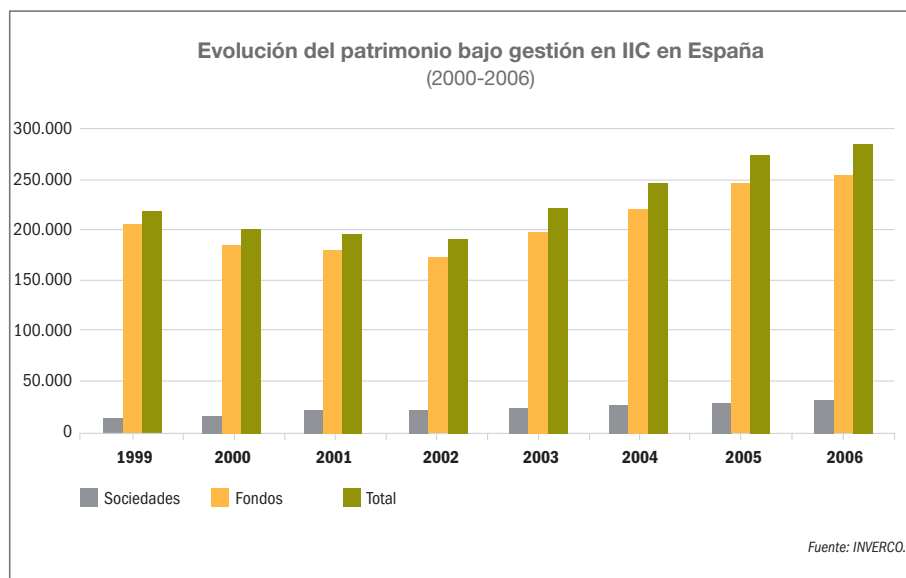
Además de la evidente sobrevaloración de los activos de renta variable, la presencia de síntomas inflacionistas, de indicios de ralentización económica y las expectativas de elevación en los tipos de interés fueron elementos que aceleraron la dinámica vendedora. En cuestión de un mes, el Nasdaq perdió un 35% y con él cedieron el resto de índices mundiales, no sólo los tecnológicos. A final del año 2000, la caída acumulada alcanzó el 55% y hasta el fin de la corrección (período en el que se incluyen las caídas tras los atentados terroristas a EEUU el 11 de septiembre de 2001) en octubre de 2002, las pérdidas, desde los máximos históricos, fueron del 80%. Lo que inicialmente se consideró como un ajuste de precios necesario acabó por convertirse en una intensa desaceleración del ritmo de actividad a nivel mundial.

REVALORIZACIONES ANUALES DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (%)									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	MAR-00/OCT-02
IBEX 35	17,7	40,4	38,2	41,2	15,7	-21,5	-8,3	-24,7	-57,0
FTSE 100	18,6	11,9	22,5	17,0	16,0	-10,4	-15,1	-23,9	-41,6
CAC 40	-4,6	23,4	24,6	34,9	50,5	-0,7	-22,2	-31,6	-57,2
DAX	8,3	24,8	44,8	22,4	36,0	-8,9	-19,7	-40,2	-66,1
Eurostoxx 50	16,7	19,5	38,8	30,8	38,8	-3,4	-18,8	-31,7	-56,8
Dow Jones	32,3	28,1	17,3	20,2	24,4	-6,8	-5,7	-16,4	-54,2
NASDAQ	40,6	23,4	16,7	44,3	82,2	-37,2	-21,4	-30,2	-83,1
S&P 500	32,8	23,0	23,9	30,9	18,9	-9,8	-12,6	-22,6	-76,0
NIKKEI	1,0	-3,1	-23,3	-7,4	37,0	-25,4	-27,2	-14,6	-40,7

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Etapa de nueva expansión: 2002-2006

El comportamiento de los mercados bursátiles marcó la evolución del patrimonio bajo gestión en IIC en España, tanto al alza (1996-1999) como a la baja, en este caso en el período comprendido entre abril de 1999 (máximo histórico hasta entonces) y septiembre de 2001. De esta forma, el sector tuvo que afrontar la primera crisis que ya generó, incluso dentro del propio sector, dudas sobre su recuperación futura (obviamente, no materializadas).

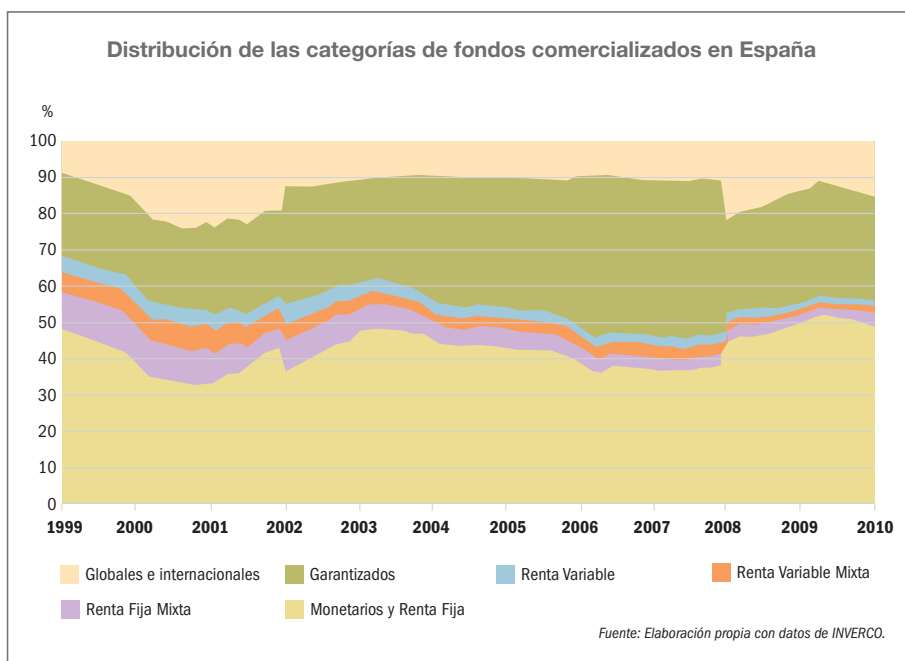
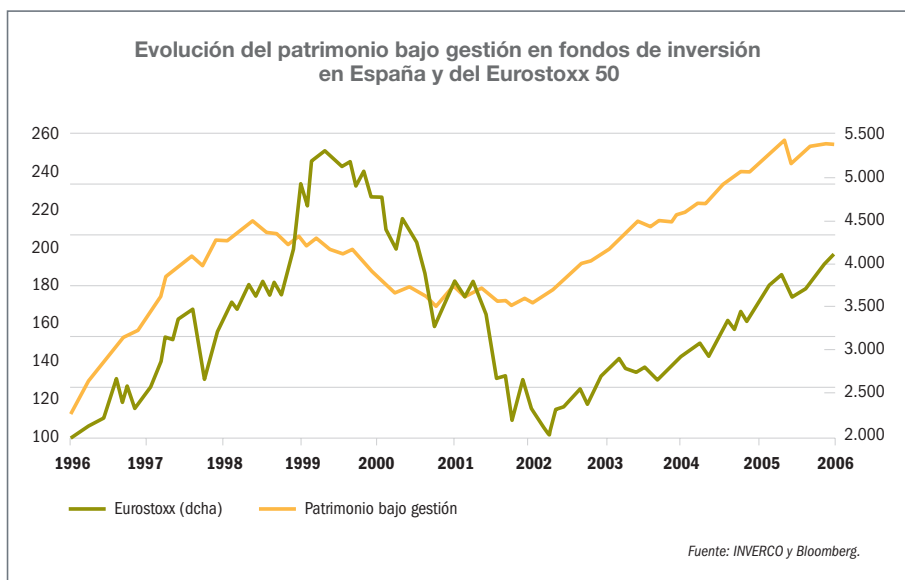


El máximo relativo en patrimonio bajo gestión se alcanzó en abril de 1999, cuando el BCE recortó el tipo repo hasta el 2,5% y comenzó una subida bursátil que se prolongaría hasta los máximos de marzo de 2000 con un saldo del +40%. El mínimo relativo se observó en septiembre de 2001 (los mercados bursátiles todavía tendrían que sufrir una corrección del 50% durante los 15 meses siguientes) cuando se intensificó la tendencia a la baja de los tipos de intervención de los bancos centrales. Por lo tanto, aunque antes hemos señalado (y se aprecia en el gráfico) la relación entre el patrimonio bajo gestión y la evolución bursátil, se debe resaltar que no es el único (y ni siquiera más importante) factor explicativo.

CRISIS Y RECUPERACIÓN 1999-2001-2004

MÁXIMO		MÍNIMO		VARIACIÓN		RECUPERACIÓN		
Fecha	Patrimonio	Fecha	Patrimonio	Porcentual	EUR	Meses	Fecha	Meses
abr-99	213,620	sep-01	168,404	-21%	-45,22	30	may-04	63

Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO. Datos de patrimonio y variación en miles de millones de euros.



No en vano, el porcentaje que ha supuesto la renta variable en el total del patrimonio bajo gestión en fondos en España nunca ha sido elevado, si bien, sí es de cierta consideración si sumamos globales e internacionales, fondos habitualmente con algo más de riesgo.

Tras los mínimos de patrimonio de 2001 comienza la recuperación que es más visible en 2003, cuando el entorno de reducidos tipos de interés (el BCE situó su tipo de intervención en el 2%, lo que lastró al Euribor y menguó la rentabilidad de los depósitos bancarios), la recuperación de los mercados de renta variable y el marco fiscal que posibilitaba el libre traspaso de ahorro de un fondo a otro, provocaron un espectacular crecimiento de los fondos de inversión, que volvieron a situarse como el producto estrella del ahorro de los españoles, al registrar en el año 2003 un crecimiento patrimonial de 27.216 millones de euros. El año se cerró con un volumen gestionado por el sector de 198.366 millones de euros, que se aproximaba al récord alcanzado en abril de 1999 con 213.600 millones de euros. La crisis que atravesó el sector entre 1999 y 2002 fue zanjada sobradamente gracias, principalmente, a la recuperación de los mercados y a la apuesta de los inversores: las suscripciones netas realizadas por los partícipes alcanzaron los 20.176 millones de euros, cifra sólo superada en 1998.

La Ley 46/1984, de 26 de noviembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, tras casi 20 años de vigencia fue derogada por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, que entró en vigor en 2004, coincidiendo con la recuperación de la industria de fondos. El patrimonio gestionado se elevó hasta alcanzar la cifra de 218.200 millones de euros. La buena evolución en los mercados de renta variable durante el año, especialmente la renta variable nacional, continuó atrayendo las inversiones desde los fondos más conservadores hacia perfiles más agresivos. Los fondos de activos monetarios continuaron perdiendo partícipes al tiempo que se mostraban incapaces de batir la inflación (la rentabilidad media en 2004 de este tipo de fondos apenas alcanzó el 1,2%, una tercera parte del incremento en el índice de precios).

2005 constituyó un excelente período para la inversión colectiva en España, alcanzando un volumen total de patrimonio gestionado de 243.900 millones de euros, máximo histórico. De nuevo, el buen comportamiento de los mercados de renta variable, con apreciaciones elevadas que recompensaban sobradamente el riesgo asumido por los inversores, constituyó un factor claramente determinante en la consecución de tal récord. No obstante, se observaba una vez más una preferencia por las opciones más conservadoras: un 46% del crecimiento experimentado en ese ejercicio provino de los instrumentos de renta fija, mientras los fondos garantizados aportaron un 23,8% al crecimiento total. En cuanto a los activos monetarios, éstos vieron reducido su peso a favor de la renta variable, que aumentó su tamaño, pero de manera poco significativa.

2006 se despidió dejando mal sabor de boca, debido a que los inversores comenzaron a dar la espalda a las IIC, con un crecimiento patrimonial neto mínimo que no se correspondía con las rentabilidades que habían ofrecido. La causa principal radicó en la guerra del pasivo, donde los partícipes más conservadores traspasaron sus ahorros a depósitos y renta fija a corto plazo, perjudicando a los fondos monetarios principalmente. Las opciones más

conservadoras volvieron a liderar la preferencia de los partícipes: un 40% del crecimiento proviene de los instrumentos de renta fija, y un 24% de los garantizados.

Conclusiones

Si el lustro 1985-1990 marca el desarrollo inicial de los fondos de inversión en España, el período 1995-1999 supone la expansión y 2006 determina el máximo de patrimonio gestionado (casi 300.000 millones de EUR)². En todos estos años se han sufrido diversas crisis financieras, y no sólo en los mercados bursátiles, sino también en los de renta fija, que han venido asociadas a procesos de reducción del patrimonio bajo gestión. Sin embargo, en todos ellos se ha producido una posterior recuperación caracterizada por la aparición de nuevas tipologías de fondos de inversión que han conseguido recuperar el interés de los inversores españoles.

²Si consideramos los datos a cierre de ejercicio. En perspectiva mensual, el máximo se alcanzó en mayo de 2007.

