

1. INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA INVERSIÓN COLECTIVA¹

La determinación de los orígenes de las instituciones de inversión colectiva no resulta fácil. La idea de aunar los fondos de varios ahorradores y ponerlos en manos de gestores especializados no es nueva. A finales de la Edad Media, cuando existían prohibiciones sobre la usura en el crédito, algunos comerciantes banqueros organizaban inversiones directas de capital, como el caso de los banqueros de Ausbourg. En el siglo XVII, los *Administratie Kantoor* de Holanda actuaban como intermediarios entre las sociedades mercantiles que emitían títulos y los suscriptores potenciales. En el siglo siguiente aparecían los *Parish Trust* en las parroquias de Escocia con el fin de recaudar los ahorros de sus feligreses y colocarlos en inversiones ventajosas.

También se suelen citar algunos casos en la primera mitad del siglo XIX, como por ejemplo la *Société Générale des Pays Bas pour Favoriser l'Industrie National* en 1822 o la *Société des Actions Réunies*, creada por el Banco de Bélgica, una vez que este país obtuvo la independencia. Asimismo se recurre a la compañía suiza *OMNIUM*, establecida en 1849, e incluso se alude al *Credit Mobilier* francés de los hermanos Pereire, fundado tres años después. No obstante, la mayoría de estas entidades del siglo XIX son consideradas más como bancos de negocios o sociedades de crédito que como instituciones de inversión colectiva.

En lo que sí coinciden la mayoría de los estudios sobre esta cuestión es en señalar a los *investment trust* británicos, establecidos en el decenio de 1860, como las primeras instituciones de inversión colectiva asimilables a las que se conocen en la actualidad². Se trata de las siguientes compañías por acciones: *International Financial Society* (1862), *Financial Association* (1862) y *Financial and Colonial Government Trust* (1868)³. Además, el hombre de negocios escocés Robert Fleming

¹ Este apartado ha sido extraído de la obra de Fernando García Carnero, "Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica", publicada por la Asociación Española de Historia Económica (2003), y que a su vez sintetiza los trabajos de I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) y J.M. Prats Esteve (1971).

² Además de los autores citados en la nota 3, también coinciden en la misma apreciación J.T. Grayson (1928), H. Bullock (1959), J.C. Faffa (1963), M.J. Castro Corbat (1965), C.O.H. Marrison y D.D. Rugg (1986).

³ Ésta fue la más importante de todas ellas, con una cartera de valores que ascendía a un millón de libras, compuesta por diecisiete emisiones de deuda pública de diferentes gobiernos. Cada participación se vendía a 85 libras asegurando una rentabilidad del 7 por ciento. J. Casado y L. Martínez (1992).

es considerado como el gran impulsor de este tipo de entidades financieras. El primero de sus proyectos que vio la luz fue *Scottish-American Investment Trust* (1873), creando otras cincuenta sociedades de inversión hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial, con un capital acumulado de 115 millones de libras esterlinas⁴.

a) Los *investment trust* hasta el «Crack de 1929»

En el Reino Unido, las instituciones de inversión colectiva conocieron un notable auge en el último cuarto del siglo XIX. En 1875 existían dieciocho y quince años más tarde ya eran un centenar⁵. No obstante, esta febril expansión experimentó un frenazo en la primera mitad de los noventa, pues una serie de hechos adversos, como la quiebra de la casa de banca Baring o la revolución de Argentina, provocó la desaparición de muchas de las instituciones de inversión colectiva británicas, sobre todo aquéllas de más reciente creación, que contaban con una cartera de valores aún exigua, lo que mermaba su margen de maniobra para hacer frente a la crisis.

Tras superar este bache, y fruto de la fortaleza que mostraron los *investment trusts* más antiguos, volvieron a recuperar la confianza del público, siguiendo desde ese momento una nueva senda expansiva hasta el crack bursátil de 1929. Si en 1900 existían unas sesenta compañías de este tipo, su número se había casi cuadruplicado tres décadas más tarde. Sólo se puede hablar de una ligera interrupción en esta tendencia durante la Primera Guerra Mundial, en que unas pocas entidades tuvieron dificultades para continuar, si bien la mayoría de ellas desempeñaron un papel destacado en la colocación de los bonos de guerra.

El inicio de la inversión colectiva en Estados Unidos se suele situar en 1893, con la creación de *Boston Personal Property Trust*, que en sus orígenes se centró en las inversiones inmobiliarias, si bien luego amplió su campo de acción hacia los valores.

Otro antecedente lo constituyó la sociedad *Railway and Light Securities Company*, creada en 1904, que contaba con una cartera compuesta en exclusiva por títulos de empresas de servicios públicos. Sin embargo, las iniciativas de esta índole tardarían en difundirse a pesar de contar con el apoyo incondicional del Gobierno. Así, durante la «Gran Guerra» y su inmediata posguerra, se intentó desarrollar un sistema por el cual un *investment trust* se convertiría en intermediario entre los acreedores estadounidenses y los deudores europeos. Así, los *trust* norteamericanos pagarían al contado a los exportadores de su país y a cambio recibirían títulos a largo plazo emitidos por los compradores europeos. Para darle solidez a esta idea se promulgó la *Edge Act* en 1919, que extendió este modelo a todos los países extranjeros, pero el experimento no tuvo mucho éxito.

⁴La actuación de este impulsor de los primeros *investment trust* escoceses ha sido estudiada en profundidad por J.C. Gilbert (1939) y G. Glasgow (1932).

⁵La evolución de las instituciones de inversión colectiva en Gran Bretaña durante este período cuenta con estudios monográficos como los de G. Glasgow (1930 y 1932).

Hubo que esperar a mediados de los años veinte para que comenzasen a proliferar este tipo de Instituciones en Estados Unidos, al amparo de la euforia bursátil e inmobiliaria que se vivió en el país⁶. Si en 1920 eran cuarenta sociedades de inversión, en 1926 había ciento sesenta y en 1929, antes del «jueves negro», setecientas.

Asimismo, sus capitales se multiplicaban por siete en el último intervalo temporal, alcanzando unos 7.000 millones de dólares. Finalmente, se debe destacar una clara diferencia entre el desarrollo de estas instituciones en Gran Bretaña y Estados Unidos, ya que las británicas mostraron siempre su preferencia por los valores extranjeros, que antes de la Segunda Guerra Mundial suponían dos terceras partes del conjunto de sus carteras de títulos, mientras que en las norteamericanas eran mayoritarios los nacionales.

El escaso desarrollo de las distintas modalidades de inversión colectiva en Francia, así como su inexistencia en Alemania, Bélgica o Italia hasta después de la Segunda Guerra Mundial, se explica habitualmente por la doble imposición que recaía sobre estas entidades. Por ejemplo, las instituciones francesas debían abonar un gravamen del 37,4 por ciento sobre los beneficios obtenidos si los valores de su cartera eran nacionales, o un 40 por ciento si eran extranjeros, y además debían tributar al 15 por ciento por la venta de los títulos. Otra causa que se suele argumentar es el conservadurismo del inversor galo, que prefería la seguridad de los títulos de deuda pública al riesgo de los valores de las empresas privadas.

Fuera de Europa se pueden encontrar otros ejemplos de antecedentes de las instituciones de inversión colectiva, surgidos con anterioridad a la crisis de los años treinta. En Japón se establecieron las *Shitakukaishas* en 1922, si bien su evolución posterior no fue al parecer muy halagüeña⁷. En Australia, también se conoce la existencia de algunas entidades financieras de esta clase desde 1928.

La crisis bursátil de Nueva York en octubre de 1929 marcó una nueva fase en la evolución histórica de las instituciones de inversión colectiva. De hecho, algunos autores acusan a estas compañías de ser las causantes del estallido de la burbuja especulativa de *Wall Street* al acelerar el crecimiento de las cotizaciones en su pugna por ganar adeptos⁸. El resultado fue muy negativo, ya que tres años más tarde las compañías de inversión supervivientes sólo sumaban 2.000 millones de dólares de capital. Además, desanimó los intentos por fomentar su desarrollo en otros países, valga el ejemplo de Francia, donde las cinco existentes antes del *crack* desaparecieron durante la década siguiente, y un proyecto legislativo de 1930 para impulsarlas quedó en suspenso.

Una mejor situación presentó Gran Bretaña, que supo capear el temporal sin sufrir un descalabro tan severo. A ello contribuyeron las sociedades de inversión, que

⁶Sobre los orígenes y primeros pasos de las instituciones de inversión colectiva en Estados Unidos, véase H. Bullock (1959).

⁷No obstante, la traducción es muy elocuente, tal y como señala J.M. Prats Esteve (1971), pues *shin* significa creer, *taku* equivale a confiar y *kaisba* corresponde a sociedad.

⁸J.K. Galbraith (1991: 88-99), C. Lee, A. Shleifer y R. Thaler (1990 y 1991) y J.B. De Long y A. Schleifer (1991).

con su implicación directa evitaron que la caída de *Wall Street* se trasladase en las misma proporción a la bolsa de la *City* londinense. De nuevo, el protagonismo debe concederse a los *trust* con mayor tradición, ya que de los ciento tres existentes a comienzos de la década de los años treinta, fundados con posterioridad a 1918, la mitad suspendieron el pago de dividendos; mientras que de los noventa y cuatro creados antes del citado año, sólo siete pasaron por análogas circunstancias. Incluso se pueden destacar tres casos en los que la inversión colectiva iba a conocer un destacado impulso en estas fechas. El primero de ellos es el de Luxemburgo, donde una Ley de 1929 que mejoraba el tratamiento fiscal de los *holding* hizo proliferar esta entidades, copiando a los *investment trust* británicos. Asimismo, en Sudáfrica la inversión colectiva comenzó a dar sus primeros pasos a partir de 1934, siguiendo también el modelo inglés. Pero, sin lugar a dudas, el ejemplo más sobresaliente es el de Suiza, donde *Société Internationale de Placements* (1930) fue la precursora de la fuerte expansión posterior de las sociedades y fondos de inversión, que en gran medida se debió a que este país, dada su larga tradición financiera, se convirtió en un importante refugio para los capitales procedentes del resto del mundo⁹.

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

Las nefastas consecuencias de la crisis de los años treinta para el sistema financiero internacional, sobre todo para los ahorradores particulares, llevó a numerosos países a adoptar, entre otras medidas, una regulación específica para las instituciones de inversión colectiva con el objeto de preservar los intereses de los partícipes en las mismas. A modo de ejemplo se pueden citar la *Prevention of Fraud Act* (1939) y la *Companies Act* (1947) en Gran Bretaña, así como, la *Security Act* (1933), la *Security Exchange Act* (1934), la *Investment Company Act* (1940) y la *Revenue Act* (1942) en Estados Unidos. Estas actuaciones, unidas a la fuerte expansión económica de la posguerra, facilitaron la recuperación de la confianza de los inversores y, por tanto, el relanzamiento de la inversión colectiva en estos dos países, al tiempo que también contribuyeron de manera decisiva a su difusión en otros países (*cfr.* Cuadro 1).

En este grupo se encontrarían Alemania, Japón y Bélgica, así como Francia, en la que se asiste al resurgir de las sociedades de inversión a partir de 1945. En Alemania aparecieron los primeros fondos de inversión en 1950, *Fondra* y *Fondak*, tras eliminar los obstáculos fiscales. En Bélgica, la primera entidad de inversión colectiva apareció en 1946 bajo la denominación de *Belgische Maatschappij voor Beleggingsbeheer* (BEMAB), que gestionaba tres fondos de inversión. En Japón, la promulgación en 1951 de la *Securities Investment Trust Act* dio origen a la formación de numerosas entidades de este tipo. También se debe reseñar aquí la aparición del primer fondo de inversión de la entonces recién creada Comunidad Económica Europea, Eurunion (1959), domiciliado en Luxemburgo. Una notable

⁹Para conocer la historia de los fondos de inversión en Suiza resulta de obligada consulta el trabajo de L.M. Servien, (1962).

excepción de esta tendencia sería Italia, que hasta 1969 aún no disponía de una legislación que favoreciera la implantación de esta modalidad de inversión institucional, si bien contaba con una entidad de inversión colectiva desde 1952, *Invest*, aunque su importancia era reducida.

Cuadro 1

CAPITAL (1) Y PARTICIPACIONES (2) DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ALGUNOS PAÍSES

(medias quinquenales en millones de dólares de 2001)

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

Nota: (1) Capital desembolsado de las sociedades de inversión mobiliaria y (2) saldo de la cuenta de partícipes de los fondos de inversión.

Fuente: I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) y J.M. Prats Esteve (1971), B.R. Mitchell (1992, 1993 y 1995) y Boletín Estadístico del Banco de España.

En el caso de Francia, fue el Gobierno quien impulsó la recuperación de las entidades de inversión colectiva. El Estado se había hecho con una considerable cartera de valores privados como consecuencia del Impuesto de Solidaridad Nacional de 1945, que las sociedades mercantiles podían satisfacer mediante la entrega de acciones y/o participaciones. Para las autoridades no era atractivo quedarse con esa enorme cartera de valores y esperar el cobro de dividendos, pero tampoco podían colocarlas en el mercado sin ocasionar un desplome de las cotizaciones. Ante esta circunstancia, se establecieron una serie de medidas para disminuir la presión fiscal sobre las instituciones de inversión colectiva con la finalidad de deshacerse de esos títulos de forma no traumática.

Con posteridad, la evolución de las instituciones de inversión colectiva fue en paralelo a la situación de los mercados de valores. Así, en el caso de Estados Unidos, tras el auge de los años cincuenta y sesenta, que llevó el patrimonio de los fondos de inversión hasta los 230.000 millones de dólares de 2001 en 1970, se produjo un estancamiento durante la crisis económica internacional del decenio siguiente, que también tuvo su reflejo en los mercados financieros. Una vez superado este *impasse*, se produjo la verdadera eclosión de esta modalidad de inversión colectiva, que se extiende hasta la actualidad. Así, durante la década de los noventa, el patrimonio de los fondos de inversión estadounidenses era algo superior al de los existentes en el resto del mundo juntos (*cf.*: Cuadro 2).

Esta tendencia alcista ha tenido también su reflejo en otros países, en los que se puede apreciar la enorme euforia que han vivido los fondos de inversión desde finales de los años ochenta. No obstante, resulta destacado el comportamiento de Francia y Alemania que, tras unos comienzos balbuceantes después de la Segunda Guerra Mundial, han logrado consolidar este sector dentro de sus respectivos sistemas financieros. Más espectacular si cabe es el caso de Italia que, a pesar del retraso en el desarrollo de las entidades de inversión colectiva, ocupa en la actualidad un lugar destacado. Por el contrario, los pioneros europeos en esta faceta del mercado financiero, Gran Bretaña y Suiza, parecen haberse estancado, perdiendo la posición de privilegio que ostentaban en el pasado. Además de Europa y Estados Unidos, la inversión colectiva en Japón ha experimentado un fuerte crecimiento siguiendo la senda expansiva de su economía, si bien desde finales del siglo XX se observa un estancamiento, fruto de la delicada situación por la que atraviesa la economía japonesa, en particular, y las del sudeste asiático, en general.

Cuadro 2

PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN UNA SELECCIÓN DE PAÍSES

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

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

Nota: El patrimonio de los fondos de inversión es la suma de la cartera de títulos a su valor efectivo y de las cuentas de tesorería.

Fuente: V. García-Vaquero (1992), B.R. Mitchell (1992, 1993 y 1995), Investment Company Institute (1997 y 2002) y Boletín Estadístico del Banco de España.

En los Anexos de esta publicación figuran los datos actualizados de las instituciones de inversión colectiva a nivel mundial.

Como se observa en ellos, a finales de 2006, el volumen total de activos de estas instituciones era de 16,8 billones de euros, su número superaba los 60.000 y sus accionistas y partícipes se estimaban en más de 500 millones.

El crecimiento previsto para el futuro es del 10% anual acumulativo, lo que supone duplicar el volumen de activos cada siete años.

Las instituciones de inversión colectiva son propietarias de más de un tercio de las acciones de las empresas cotizadas a nivel mundial y aportan el 50% del volumen de negociación de las Bolsas.

Su función económica y social es, por tanto, altamente relevante y han contribuido considerablemente a la institucionalización de la inversión, a su gestión profesional y a la transparencia y eficiencia de los mercados.

1.2 LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Aunque algunos autores¹⁰ sostienen la existencia de instituciones de inversión colectiva con anterioridad a la Ley de 1952, es en esta Ley en la que el legislador, por primera vez y de forma expresa, enumera los fundamentos, todavía hoy vigentes, que justifican la necesidad de un régimen jurídico específico para estas figuras. Así, señala su exposición de motivos que *“persuadido el Gobierno de la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional, canalizándolo hacia aquellas inversiones mobiliarias que la industrialización del país demanda, no puede desconocer que un considerable sector de dicho ahorro, subdividido en millares de economías individuales, dispersas por todo el área nacional y alejadas muchas veces de los grandes centros de contratación de capitales, carece del conocimiento y de la información necesaria para saber dónde y cómo situarse de modo conveniente. Sin garantía de seguridad, de rápida realización y de rentabilidad, el mediano y pequeño ahorro vacilará y quedará en definitiva ausente de la necesaria cooperación a los fines enunciados. De aquí que las llamadas Sociedades de Inversión o de Cartera, que, ajenas a todo cometido industrial directo, se limitan a ofrecer a sus accionistas un conjunto de participaciones simultáneas en valores mobiliarios de naturaleza diversa, dentro de una escrupulosa selección, compensando así riesgos y beneficios, se ofrezcan como un dispositivo financiero apto para la colocación de ese ahorro disperso y desorientado.”*

De la lectura de dicha exposición de motivos se desprende que el régimen jurídico de las IIC, descansaba ya en la Ley de 1952, y descansa ahora, en los dos mismos pilares: la eficiencia en la asignación del ahorro, de una parte, y la protección de los inversores, de otra, mediante la adecuada compensación entre riesgo y beneficio y el suministro a los inversores de la información necesaria.

No obstante, desde la promulgación de esta primera Ley de 1952 hasta nuestros días, pueden identificarse distintas etapas, marcadas, en unos casos, por modificaciones legislativas, y en otros, por la situación de los mercados financieros, cuyo análisis se realiza a continuación.

1.2.1 Etapa fundacional: 1952 - 1964

Esta etapa arranca con la aprobación de la Ley de 15 de julio de 1952, que sólo contemplaba las sociedades de inversión en su modalidad de capital fijo. No obstante, la eficacia práctica de esta Ley fue muy limitada, tal vez porque el régimen jurídico por ella establecido resultó demasiado estricto en sus exigencias formales y excesivamente restrictivo en cuanto al régimen de inversiones.

Con la finalidad de subsanar estas deficiencias, y siempre con la vista puesta en convertir estos vehículos en *“un factor económico de indudable eficacia para la expansión económica nacional”*¹¹, esta norma fue derogada por la Ley de 26 de

¹⁰ Entre otros, GARCÍA RUIZ, J.L.: “Otras instituciones de crédito” en MARTÍN ACEÑA, P. y TITOS MARTÍNEZ, M.: “El sistema financiero en España. Una síntesis histórica”. Publicado por la Universidad de Granada, 1999.

¹¹ Exposición de motivos de la Ley de 26 de diciembre de 1958.

diciembre de 1958, que, conservando en lo esencial el régimen anterior, flexibilizó el régimen de inversiones, permitiendo la inversión en valores no cotizados (hasta un 30% del capital de la sociedad) o ampliando el límite máximo en valores de una misma empresa (del 10% al 25% del activo social), y suavizó el régimen de publicidad del balance semestral, mediante la sustitución de su anterior publicación obligatoria por una puesta a disposición de los accionistas en el domicilio social.

Esta norma fue completada a través del Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, de sociedades de inversión mobiliaria, cuya principal novedad consistía en la introducción en el ordenamiento español de las instituciones abiertas, tanto en forma de sociedad de capital variable como de fondos de inversión¹². Asimismo, se regulaba por vez primera la figura de la Sociedad Gestora, encargada de la administración y representación del patrimonio, y de la Entidad Depositaria, responsable de la custodia de los valores integrantes del mismo. En cuanto a las sociedades de capital variable, se exigía para su funcionamiento la concurrencia de un representante del Estado, designado por el Ministerio de Hacienda, cuya función consistía en vigilar las operaciones realizadas por la sociedad, pudiendo asistir a las reuniones del Consejo de Administración. Tal vez fue esta exigencia la que desincentivó la creación de estas sociedades¹³, pues hubo que esperar hasta la Ley de 1984, en la que la concurrencia del representante del Estado fue suprimida, para asistir al desarrollo de las sociedades de capital variable.

No obstante, el principal rasgo distintivo que caracteriza esta etapa se basa, no tanto en la proliferación cuantitativa de estas instituciones, cuya escasa implementación se manifiesta además en la escasez de datos estadísticos, sino en la introducción en el ordenamiento jurídico español del germen para su desarrollo, mediante la definición de los rasgos distintivos que todavía hoy identifican a las instituciones de inversión colectiva.

1.2.2 Etapa de consolidación: 1965 - 1975

En esta década se recogen los frutos sembrados en la etapa anterior, pues en el transcurso de la misma la inversión colectiva experimenta una fase de gran expansión, con incrementos anuales superiores a dos dígitos, tanto en patrimonio como en número de instituciones.

¹²El artículo 7 del Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, definía a los fondos de inversión mobiliaria del siguiente modo: "Se podrán crear Fondos de Inversión Mobiliaria de cuantía variable integrados por un conjunto de valores mobiliarios y dinero pertenecientes a una pluralidad de inversores, que tendrán sobre los mismos un derecho de propiedad, representado por un certificado de participación". Por su parte, el artículo 8 de la misma Norma contemplaba otra figura que, sin llegar a denominarse fondos de inversión inmobiliaria, puede considerarse el precursor de esta figura: "Asimismo, podrán crearse Fondos de Inversión, cuyo fin exclusivo sea la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de acciones de Sociedades cuyo único objeto social sea la posesión y administración de bienes inmuebles, su compraventa, explotación, edificación, urbanización, parcelación y, en general, cuantas actividades se relacionan directamente con la propiedad inmobiliaria".

¹³En este sentido, MALPICA MUÑOZ, A.M.: "Régimen General de las Instituciones de Inversión Colectiva", en "Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva", Editorial La Ley, 2006.

En lo que al patrimonio se refiere, el crecimiento acumulado en el período señalado superó el 13.000 por cien, pasando de 13 millones de euros (31 de diciembre de 1964) a más de 1.750 millones de euros (31 de diciembre de 1975).

El número de instituciones, en su mayoría sociedades, también creció, aunque a tasas más moderadas que el patrimonio, viéndose multiplicado por 13 durante el período, que comienza con un total de 39 IIC a 31 de diciembre de 1964, y finaliza con 521 IIC a 31 de diciembre de 1975.

En esta etapa surge por primera vez una tendencia que acompañará el desarrollo de la inversión colectiva hasta la fase de consolidación que comienza en el ejercicio 2003, consistente en el paulatino incremento en el patrimonio medio por IIC, como resultado conjunto de dos efectos: por una parte, el cuasi-constante aumento del patrimonio total de las IIC, que tan sólo se ve interrumpido en períodos concretos de crisis económicas internacionales; por otra, la creciente profesionalización de su gestión, con un mayor aprovechamiento de las economías de escala. Todo ello justifica que el tamaño medio por IIC se multiplique por diez, pasando de 0,33 millones de euros (31 de diciembre de 1964) a 3,36 millones (31 de diciembre de 1975).

1.2.3 La travesía del desierto: 1976-1983

La década de los años 70 estuvo presidida por la doble crisis del petróleo de los años 1973 y 1978, que tuvo un gravísimo impacto negativo sobre la economía mundial y los mercados financieros. Aunque el conflicto que desató la crisis se produjo en 1973, sus efectos sobre la economía española se dejaron sentir más de dos años después, en gran parte como consecuencia de la todavía modesta apertura de la economía española al exterior.

La coincidencia de esta crisis con la transición política originó un desplome de las Bolsas españolas en este período, con una caída del setenta por ciento en términos monetarios y del noventa por ciento en términos reales, teniendo en cuenta la fuerte subida de los precios experimentada a lo largo del mismo. Esta caída de las Bolsas domésticas fue particularmente perjudicial para unas instituciones que se veían abocadas a invertir en ellas una gran parte de sus carteras, dado que, por un lado, sólo el diez por ciento de los activos de la institución podía invertirse en el exterior, y por otra, en esta etapa no había emisiones de Deuda Pública ni existía un verdadero mercado monetario doméstico, lo que restringía la inversión en renta fija a la deuda privada.

A todo lo anterior se unieron los negativos efectos de la reforma fiscal del año 1978, que provocó la disolución de casi el 40 por ciento de las sociedades de inversión hasta 1983, y de los dos tercios del total hasta el ejercicio 1986.

El impacto de todos estos factores se tradujo, más que en una reducción drástica del patrimonio o el número de partícipes y accionistas de las IIC, en un estancamiento en su crecimiento, lo que retrasó casi una década la consecución por estas instituciones del papel que hoy en día ostentan, como instrumento clave de canalización del ahorro.

Así, durante este período, el patrimonio de las IIC se redujo en un 33%, pasando de 1.750 millones de euros (31 de diciembre de 1975) a 1.316 millones de euros (31 de diciembre de 1983), y el número de inversores experimentó una reducción porcentual similar, situándose al cierre del ejercicio 1983 en 117.637.

Por su parte, el número de IIC experimentó una caída mayor, un 61%, correspondiendo casi íntegramente a las instituciones de naturaleza societaria, pues el número de fondos se mantuvo prácticamente constante durante todo el período (25), experimentando sólo una reducción en el ejercicio 1983, a cuya fecha de cierre se computa un total de 23 fondos de inversión.

Esta mayor reducción del patrimonio con respecto a la del número de IIC determinó un incremento del patrimonio medio por institución, que a 31 de diciembre de 1983 alcanzaba los 4,1 millones de euros, reforzando así la tendencia apuntada en la etapa anterior.

De este modo, y a pesar del difícil contexto económico nacional e internacional, la industria de la inversión colectiva española consiguió sobrevivir, para dar paso a una etapa de gran expansión que comienza en el año 1984.

1.2.4 Etapa de expansión: 1984 - 1999

En esta etapa, la inversión colectiva española experimenta una expansión sin precedentes, sin duda gracias a dos acontecimientos, cada uno de los cuales permite identificar a su vez una fase diferenciada.

La primera fase correspondería al período 1984-1990, y comenzaría con la aprobación de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. La segunda se inicia con la aprobación de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1991 (en la que se fija en el uno por ciento el tipo de gravamen aplicable a las IIC en concepto de Impuesto sobre Sociedades, clarificando su régimen de neutralidad fiscal y desplazando la tributación a sus socios y partícipes), y de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (que estableció un régimen muy favorable para el tratamiento fiscal de las plusvalías).

a) Período 1984-1990: Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva

Esta Ley vino a significar el establecimiento, por primera vez, del régimen jurídico aplicable a las IIC, mediante un único cuerpo con rango normativo legal, en el que se incluían además un buen número de habilitaciones para el desarrollo reglamentario de diversos aspectos, lo que permitió un tratamiento completo de las IIC. Además, esta norma recogía en gran parte el contenido de la Directiva de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios¹⁴ –en atención a la enton-

¹⁴ *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)*

ces inminente incorporación de España a la Comunidad Económica Europea— que aunque aprobada con posterioridad, ya se encontraba en un considerable grado de avance.

No obstante, la Ley 46/1984 no se limitó a reproducir la Directiva, sino que introdujo algunas novedades, alguna de ellas de gran trascendencia.

Además del mantenimiento de la figura de las sociedades de inversión de capital fijo, cabe destacar, por su importancia para el desarrollo de la inversión colectiva, la regulación de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), categoría legal hoy desaparecida que, tanto por la naturaleza de los activos objeto de inversión —activos a muy corto plazo—, como por su sistema de valoración y sus menores plazos para el pago de los reembolsos, ha representado una formidable alternativa para el mantenimiento de saldos de tesorería, y un motor para el crecimiento de la inversión colectiva, pues en 1995 el 57% del patrimonio de los fondos de inversión correspondía a esta categoría.

Los efectos de esta Ley se dejaron sentir rápidamente en el desarrollo de la industria, que a 31 de diciembre de 1985 había alcanzado un patrimonio de 1.881 millones de euros y un número de inversores de 286.200, importes superiores en casi un 43% y 143%, respectivamente, a los existentes al cierre del ejercicio 1983. Estas cifras, además de su importancia cuantitativa, constituyen un fiel reflejo de la habilidad del sector para recuperar, en tan sólo dos años, toda la inversión perdida como consecuencia de la crisis del período 1975-1983.

Otras tres cuestiones destacan en la composición de la inversión colectiva española en el período 1984-1990:

- Pese al considerable incremento del patrimonio de las IIC (que se multiplica casi por siete, pasando de 1.316 a 9.079 millones de euros), el número de instituciones continuó mostrando un crecimiento más lento (de 324 a 532), consolidando así la tendencia señalada en las dos etapas anteriores de incremento del patrimonio medio por IIC, que se situó, a 31 de diciembre de 1990, en 17,1 millones de euros.
- El número de inversores, tanto partícipes de fondos como accionistas de sociedades, experimenta en este período un incremento del 385%, situándose, a 31 de diciembre de 1990, en torno a los 570.000.
- La distribución del patrimonio total, en etapas anteriores fuertemente concentrada en sociedades, cede terreno a favor de los fondos. De este modo, frente a la situación a 31 de diciembre de 1983, en la que, de los 1.316 millones de euros que conformaban el patrimonio de las IIC, el 85% correspondía a sociedades y sólo el 15% a fondos, estos porcentajes a 31 de diciembre de 1990 aparecen prácticamente invertidos, representando el 23% y el 77%, respectivamente.

b) Período 1991-1999: Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado y Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

El definitivo impulso a la inversión colectiva española vino de la mano de dos leyes que modificaron el tratamiento fiscal de las IIC, tanto en la tributación de la propia IIC por el Impuesto sobre Sociedades, como en la tributación de sus accionistas o partícipes por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

La primera de ellas fue la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, por la que se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1991, y en cuyas disposiciones adicionales se estableció un régimen de tributación del uno por ciento por el Impuesto sobre Sociedades.

Este tipo de gravamen, todavía hoy vigente, responde al principio de neutralidad fiscal, y pretende evitar la penalización, en forma de doble imposición, que pudiera experimentar el inversor al invertir en IIC en lugar de hacerlo directamente en valores mobiliarios, desplazando la tributación al socio o partícipe.

La segunda ley señalada es la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. De acuerdo con ella, los rendimientos obtenidos por la inversión en IIC tributaban al tipo marginal del inversor, si bien se aplicaban coeficientes reductores a las plusvalías obtenidas (en función del período de permanencia de la inversión, pudiendo llegar a estar exentos a los quince años). Además, el valor de adquisición a efectos de cálculo del rendimiento se calculaba aplicando al valor liquidativo de compra un coeficiente corrector de la inflación.

Coincidiendo con este período de reforma del tratamiento fiscal de la inversión colectiva, las grandes entidades de crédito (Bancos y Cajas de Ahorros) iniciaron una etapa de comercialización activa de estas instituciones, aplicando modernas técnicas de *marketing* financiero y canalizando hacia ellas una parte significativa de los recursos de sus clientes.

Por todo lo anterior, una parte del ahorro hasta entonces canalizado a través de depósitos bancarios se desplazó a estas fórmulas más sofisticadas de inversión, como ya había ocurrido en otros países. Así lo demuestra la evolución de la composición del ahorro financiero de las familias españolas, integrado en un 45,4% en depósitos y en un 2,2% en IIC al cierre del ejercicio 1990, porcentajes que, en el año 1999, ascendían a 31,1% y 17,8%, respectivamente.

El efecto inmediato de todas estas actuaciones fue indiscutible. En el ejercicio 1991, en relación a las cifras de 1990, el patrimonio total de las IIC aumentó un 181% (el mayor incremento en la historia de la inversión colectiva española), y también lo hizo el número de IIC, aunque, como en etapas anteriores, de forma más moderada (un 24%).

Con respecto a todo el período 1991-1999, también resultan muy significativas las cifras: el patrimonio y el número de instituciones de inversión colectiva se multiplicaron por veinticuatro y seis, respectivamente, y el patrimonio medio por IIC

continuó aumentando, hasta alcanzar los 67,5 millones de euros, en diciembre de 1999. Por su parte, el número de inversores, que al comienzo del ciclo no superaba los 570.000 (31 de diciembre de 1990) cierra esta etapa con más de ocho millones de partícipes y accionistas.

Asimismo, fue en este período en el que se consolidó la hegemonía de los fondos frente a las sociedades pues, a 31 de diciembre de 1999, los primeros representaban el 94% del patrimonio total y el 66% del número de IIC.

1.2.5 La crisis bursátil: 2000-2002

El extraordinario crecimiento experimentado por la inversión colectiva española en los casi quince años anteriores se vio interrumpido por la crisis que asoló los mercados financieros de todo el mundo.

La desaceleración económica en Europa y Estados Unidos, unida a acontecimientos como los atentados del 11 de septiembre de 2001 o la desconfianza en la gestión empresarial derivada de la quiebra de Enron determinaron el desplome de las principales Bolsas mundiales.

No obstante, la industria de inversión colectiva española afrontó con bastante serenidad esta dura etapa, en la que, pese a caídas anuales en los principales índices superiores al 20%, la reducción del patrimonio de las IIC, en los momentos más críticos, se limitó al 9,1% (correspondiente al período 1999-2000).

Asimismo, en esta etapa se invierte la tendencia experimentada en las fases anteriores, observándose una reducción en el patrimonio medio por IIC (36,4 millones de euros a 31 de diciembre de 2002), en parte debido a la crisis bursátil, pero principalmente explicado por el grado de madurez alcanzado por la industria española, ya que, una vez superado el efecto de la crisis, la cifra de patrimonio medio por IIC se ha consolidado en torno a los 47 millones de euros hasta nuestros días.

1.2.6 Etapa de maduración: 2003 hasta el momento actual

El fin de la crisis bursátil de comienzo del milenio ha marcado un período de intenso crecimiento. En tal sólo un año, las IIC recuperaron todo el terreno perdido en la etapa anterior, situándose en el ejercicio 2003 en 223.018 millones de euros, máximo histórico hasta entonces. Además, este máximo ha sido batido en todos y cada uno de los años posteriores, aunque con una desaceleración en las tasas de crecimiento, que pasan de un 16,3% en el ejercicio 2003, a un 4,8% en el 2006.

Además de la recuperación de las Bolsas mundiales, gran parte de este renovado impulso a la inversión colectiva proviene de la nueva legislación, en particular la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y su Reglamento de desarrollo, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

El marco jurídico hoy vigente ha permitido la flexibilización de las normas de inversión, la ampliación del catálogo de activos aptos y el establecimiento de nuevas figuras, algunas de ellas de reciente creación, como los fondos cotizados o las IIC de inversión libre (e IIC de IIC de inversión libre), entre otras.

Asimismo, desde la perspectiva de la tributación del socio o partícipe persona física, la regulación de los traspasos en el año 2003, con la posibilidad de diferimiento fiscal de las plusvalías puestas de manifiesto al rembolsar o transmitir una IIC¹⁵, ha constituido un nuevo acicate desde el punto de vista del inversor, así como un estímulo a la competencia de las gestoras, que, en la captación del ahorro, han ido reduciendo progresivamente las comisiones aplicadas¹⁶.

Los últimos datos de las IIC españolas referidos a un ejercicio natural completo son los correspondientes al 2006, en el que el patrimonio conjunto de los 5.963 fondos y sociedades inscritos a 31 de diciembre supera los 293.527 millones de euros, distribuidos entre un total de 9.380.149 inversores.

De acuerdo con las cifras anteriores, el patrimonio de las IIC españolas representa un 30% del Producto Interior Bruto, lo que sitúa a la industria española como la sexta más grande de Europa, y entre las doce más grandes del mundo.

¹⁵ Siempre y cuando el importe obtenido como consecuencia de la transmisión o el reembolso sea reinvertido en otra IIC, sin quedar en ningún momento a disposición del inversor.

¹⁶ Así se desprende del "Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión", elaborado por CAMBÓN MURCIA, M.I. y publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en marzo de 2007, según el cual el porcentaje de comisión de gestión soportado por los fondos de inversión en el período 2000-2005, calculado sobre su patrimonio medio, ha pasado del 1,47% al 1,13% (en el caso de los FIM) y del 1,05% al 0,84% (en el caso de los FIAMM).