

## **2. CONTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y PERSPECTIVAS**

### **2.1 CONTRIBUCIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS. FUNCIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL**

#### **2.1.1 Introducción**

En el marco del estudio que nos ocupa, analizar la contribución de las instituciones de inversión colectiva al desarrollo de los mercados financieros españoles, es traer a colación de nuestro sistema financiero una realidad apreciable de cualquier sistema financiero internacional en los últimos años, y, por ende, presente en el caso español.

Efectivamente, no se puede entender un sistema financiero en nuestros días a escala internacional sin que los inversores institucionales, y, más en particular, las instituciones de inversión colectiva, no representen una parte fundamental, en lo que afecta a su faceta de actores de la demanda como de la oferta de productos financieros. Juega en este caso particular un mimetismo a nivel global allí donde los sistemas financieros tienen una mayor vinculación y una identificación estructural notable, sometiéndose, con las necesarias variaciones y adaptaciones, a los mismos esquemas de funcionamiento y supervisión, fruto de la total interrelación de los mercados más desarrollados que sirven de pauta o guía a los que no lo están tanto.

Si nos atenemos a la historia o cronología de nuestros mercados, y nos remontamos a finales de los años 80 del pasado siglo, podemos afirmar, sin mucha duda, que por dichas fechas es cuando arranca la creación y desarrollo de los mercados de valores españoles. Especialmente con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores española, y, muy en particular, con el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, se inicia la evolución de unos mercados de valores españoles estructurados y regulados con arreglo a pautas internacionales. A ello, hay que añadir la existencia de un supervisor, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que pasa a ser el eje dinamizador público del desarrollo de los mercados dentro de unas pautas de política financiera dirigidas a poner a nuestro sistema financiero, tanto en la vertiente de mercados de valores, como en materia de enti-

dades financieras, a la altura y en conexión con los modelos y sistemas más evolucionados.

En el momento descrito, como origen de los mercados de nuestros días, también es cuando las instituciones de inversión colectiva empiezan a jugar un papel fundamental en su desarrollo, contribuyendo, sin lugar a dudas, a vertebrar y dinamizar los mismos como una pieza clave, sin la cual difícilmente se hubiesen modernizado con arreglo a los estándares internacionales, seguidos en los países de nuestro entorno económico. Unos mercados financieros sólidos reclamaban una vertebración de la oferta y de la demanda acorde a dicha realidad. Dicho factor tenía que organizarse en torno a unas figuras o agentes financieros que agruparan de un modo eficiente y productivo las tendencias compradoras o vendedoras de los inversores en los mercados, y, a la vez, representaran un canal de vehiculización del ahorro a la inversión productiva, en un escenario donde los pequeños inversores difícilmente, y con independencia de la tendencia de la proliferación informativa a todos los niveles, podían jugar un papel relevante ante la tremenda complejidad en la organización y funcionamiento de los mercados.

En la dinámica de mercado indicada, las instituciones de inversión colectiva han representado también un papel clave como elemento canalizador del ahorro a la inversión productiva, en tanto manifestación del denominado proceso de “desintermediación financiera”, realidad y fenómeno común a los sistemas financieros más evolucionados y que permite efectuar una asignación de recursos a los mercados por parte de los inversores de una manera más eficiente que lo que acaece cuando hay una mera intermediación bancaria. Por tal circunstancia, las instituciones de inversión colectiva representan, sin lugar a dudas, una pieza dinamizadora e impulsora de los mercados financieros como elemento económico clave para el desarrollo y el progreso económico.

Por último, este epígrafe inicial no podemos concluirlo sin llamar la atención sobre la contribución histórica de la inversión colectiva respecto a la configuración de un inversor más cualificado o implicado de una manera más eficiente en los mercados. Esto es, ha servido de canal para familiarizar y aproximar al inversor, especialmente al pequeño, a la realidad tan compleja que los mercados financieros presenta en nuestros días.

Sin que sea pretensión alguna realizar una reseña exhaustiva sobre el volumen y las características de la inversión colectiva en España, cabe manifestar que el avance experimentado por la misma en los últimos veinte años en Europa es parejo al producido en España. Baste apuntar que entre 1990 y 2006, el volumen de activos gestionados bajo esta modalidad de inversión se ha multiplicado en nuestro país por más de treinta y seis veces.

Atendiendo a la tipología de las instituciones, tres cuartas partes de la industria de la inversión colectiva están actualmente representadas por instituciones de inversión colectiva, y el resto son fundamentalmente planes de pensiones y otros instrumen-

tos de previsión social. El peso de las entidades de capital riesgo es todavía muy pequeño.

Dentro de las instituciones de inversión colectiva, los fondos de inversión mobiliaria concentran casi el 90% de la inversión colectiva en términos de patrimonio, por lo que las sociedades de inversión mobiliaria son una figura mucho menos importante, desde el punto de vista cuantitativo. A su vez, sociedades y fondos de inversión inmobiliaria tienen un peso muy pequeño en el volumen total de este tipo de entidades. Destaca en España el gran número y el reducido volumen medio de estas instituciones, si lo comparamos con otros mercados desarrollados.

Si miramos la composición de las carteras de estas instituciones, vemos como hace diez años el peso de las acciones (renta variable) no alcanzaba el 3% de la cartera de los fondos de inversión, y el peso de los activos extranjeros era de un exiguo 2%. El gran volumen de las inversiones lo representaban los instrumentos de deuda emitida por residentes y deuda pública. Actualmente los activos exteriores representan más del 50% de las inversiones de los fondos de inversión españoles, y las acciones cotizadas en compañías españolas (5%) casi duplican el volumen de la deuda pública.

Esto demuestra una tendencia de las instituciones de inversión colectiva españolas a una mayor sofisticación en la selección de activos, que indudablemente persigue unas dosis de combinación del binomio rentabilidad-riesgo menos conservadoras y más especializadas. Aún así, más de la mitad de los fondos de inversión españoles son de perfil conservador, inversores en fondos monetarios o de renta fija, y este porcentaje es bastante superior al existente en mercados más desarrollados europeos y americanos.

En toda esta realidad actual juega un papel muy relevante el acceso a inversiones extranjeras por parte de las instituciones españolas, que sirve de contrapeso a la escasa penetración de las instituciones no residentes comercializadas en España, cuyo patrimonio gestionado no alcanza la sexta parte de las instituciones de inversión colectiva residentes.

### **2.1.2 Perspectiva histórica e incidencia regulatoria**

Como hemos precisado con anterioridad, la génesis de las instituciones de inversión colectiva en España, en un sentido contemporáneo del término, puede situarse en los años noventa del pasado siglo, si bien ya hacia la mitad de la década de los sesenta encontramos las primeras, pero puntuales manifestaciones de fondos de inversión sometidos a los cánones próximos a los conocidos actualmente.

Ya desde este primer momento las IIC contribuyeron notablemente al desarrollo de los mercados de renta variable, como suscriptoras de una buena parte de las ampliaciones de capital que, a través de la emisión de bonos convertibles, permitieron a las empresas cotizadas obtener hasta un tercio de su financiación a través de esta vía. En gran medida, esta situación se explica por la regulación a la que

estaban sujetas las IIC: sólo podían invertir en el exterior un máximo del diez por ciento de sus activos, y en los mercados domésticos no había emisiones de Deuda Pública, siendo las emisiones de deuda privada absorbidas, prácticamente en su integridad, por las entidades de crédito, para la cobertura de su coeficiente de inversión.

Es en 1984 cuando ve la luz la primera Ley moderna de instituciones de inversión colectiva, seguidora de la senda modernizadora que en la materia se estaba gestando en la Comunidad Europea. De ahí que podamos apuntar un dato que impresionaría, si vemos la perspectiva histórica, cual es el de que este sector gestiona actualmente unos recursos con un volumen superior al 30 por 100 del producto interior bruto, cuando hace 15 años no representaba ni el 13 por 100. Aún así, el grado de desarrollo de la inversión colectiva en España tiene recorrido, por ser inferior en porcentajes de PIB a la media en el área euro, y sobre todo al dato en Estados Unidos (que prácticamente duplica al español).

Si apuntamos datos aproximados de inversión, se comprueba que el volumen de inversión en instituciones de inversión colectiva españolas es próximo a trescientos mil millones de euros, donde los fondos representan unos doscientos sesenta mil millones y el restante lo integran las sociedades de inversión, y todo ello con un número de inversores que sobrepasa los nueve millones.

Todos estos datos avalan la aseveración de que si ha habido un activo financiero que ha evolucionado en estos últimos años, éste ha sido el de los fondos de inversión, por cuanto demuestra el proceso de madurez del inversor español y su asentamiento en pos de la evolución de nuestro sistema financiero.

Ahora bien, es a principios de los años noventa cuando podemos fijar el despegue de la inversión colectiva en los parámetros antes indicados. Efectivamente, en esos momentos confluyen varios factores que sirven de acicate para la evolución del sector. En primer término, como antes indicábamos, estaba en marcha la auténtica estructuración y dinamización de los mercados financieros, fruto de la ejecución de las previsiones normativas contempladas en la Ley del Mercado de Valores de 1.988, que representó, sin duda alguna, uno de los pilares del desarrollo del sector de inversión colectiva.

La ejecución de la reforma legal supuso la conformación de un marco normativo favorecedor de una estructura de mercado moderna y del desarrollo y modernización de los mercados de valores, tanto tradicionales, como de los que se iban a crear al amparo de la misma, como era el caso de los mercados de derivados y de los de renta fija. Asimismo, la función que comienza a desarrollar un supervisor autónomo como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a quien a la postre se le atribuyen las competencias de ejecución y supervisión del sector, es otro elemento clave en el impulso y desarrollo de la inversión colectiva.

Pero es más, tanto en el marco normativo anterior, como en su desarrollo reglamentario, es donde se fragua la evolución hacia la modernización del sector, tal y

como el mismo ha llegado a nuestros días. Efectivamente, en los primeros años noventa se introdujeron un conjunto de modificaciones en el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva que marcaron una pauta dinamizadora de las mismas, y, muy en particular, en el marco de las relaciones jurídicas con los inversores, así como de las políticas de las inversiones, que dotaron al sector de una mayor articulación. Todo ello se vio complementado con una trascendental reforma en materia tributaria, que impulsó la tributación del ahorro a través de la fórmula de la inversión colectiva. Y, a mayor abundamiento, el entorno del momento, en lo que se refiere al contexto económico y la política de tipos de interés en unos tiempos de incremento del déficit público por razones de índole diversa, derivaron en un escenario idóneo para el desarrollo del sector.

En el escenario descrito, la financiación del déficit público jugó una baza clave en el impulso de la inversión colectiva. Debido a la ingente necesidad de financiar el déficit de las Administraciones Públicas, tanto estatal como autonómicas, y de la presión de los tipos al alza, así como por la necesidad de mantener la cotización de la divisa española en los mercados internacionales, surgió un mecanismo o instrumento de inversión colectiva auspiciado y fomentado por las autoridades económicas como fueron los “Fondtesoros”.

Dicho instrumento tenía como característica primigenia la de invertir la casi totalidad del activo en renta fija pública emitida por el Estado o por el Tesoro, gozando, a tal fin, con el apoyo de la Administración en materia de publicidad y comercialización del producto, mediante la correspondiente suscripción de un convenio regulador de la relación con el Tesoro.

A este mismo fin contribuyeron también los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (“FIAMM”), que en el período comprendido entre los ejercicios 1990 a 1996 representaron más de la mitad del patrimonio total de los fondos de inversión y en cuyas carteras se encontraba asimismo más de la mitad de la deuda pública emitida.

El gran crecimiento de estos productos permitió compensar las fuertes deinversiones realizadas por inversores no residentes en la primera mitad de los noventa, derivadas de las subidas de tipos de interés en Estados Unidos y de sus efectos en la devaluación de la moneda doméstica.

En dicho momento, la acogida que tuvieron estas nuevas tipologías de fondos representó, sin duda alguna, un estímulo importante para dotar de estabilidad, por una parte, al mercado de deuda pública española, y, de otra, para fomentar la inversión colectiva como instrumento de comercialización de la deuda pública y a la postre como elemento dinamizador de la misma.

Aunque lo analicemos con la distancia del tiempo, la evolución del sector y su incremento en el volumen de inversión, y, especialmente, la universalización del producto a gran escala, estuvo impulsada, en un primer instante, por las gestoras no vinculadas a grupos financieros, las cuales encontraron en las instituciones de

inversión colectiva su canal de penetración en el mercado. No obstante, en la actualidad más del noventa por ciento de la distribución de los fondos de inversión españoles se realiza a través de bancos y cajas.

En el fondo del fenómeno, lo que se evidenciaba era el cambio que estaba viviendo nuestro sistema financiero y el empuje del proceso de desintermediación, por cuanto frente al esquema clásico de ahorro vía producto bancario, emergió con fuerza una alternativa más eficiente para el inversor y que aprovechaba el escenario de mercado en un entorno alcista de tipos de forma más competitiva para las expectativas de rentabilidad de los inversores. Este episodio que, en un primer momento, se circunscribió a nivel estatal, con el paso del tiempo se adoptó también por diversas Comunidades Autónomas, especialmente por aquellas que tenían un nivel de endeudamiento más elevado. Todo ello, evidenció una vez más la afirmación de que estos instrumentos financieros cumplía la esencial función de canalizar el ahorro hacia la financiación del déficit, ayudando a la postre a dotar de una mayor eficiencia al mercado de Deuda Pública, ya que las Administraciones y el mercado, en general, apreciaban las posibilidades de gestionar su endeudamiento ante la demanda de productos de renta fija en el mercado reclamados por los inversores institucionales.

Desde un punto de vista estructural, al fenómeno anterior también contribuyó el hecho de que la propia regulación de la organización de los mercados facilitaba el acceso directo a los mismos, en tanto miembros de los mercados, o, para ser más precisos, como titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones de Deuda, a las instituciones de inversión colectiva, previsión contemplada que evidenciaba el interés por fomentar la presencia en el mercado de estos grandes inversores.

Hay que ser conscientes que en los momentos que comentamos, se estaban empezando a desarrollar otros mercados, como el de renta fija privada y los de derivados, que también desplazaron su atención hacia la inversión colectiva como potencial destinatario de los valores que se negociaban en ellos. Y, en este mismo camino, los mercados tradicionales, como eran los bursátiles, tampoco dejaban de prestar atención al fenómeno que se venía evidenciando de incremento de cuota de la inversión colectiva, y, por consiguiente, a su mayor presencia y participación en los mercados.

También en dichos momentos se fue comprobando de una manera nítida el desarrollo del mercado de renta variable, y especialmente los grandes procesos de privatización a través de ofertas públicas de venta, donde los inversores institucionales jugaron también un papel trascendental. Piénsese, como dato ya apuntado, que si en el comienzo de los años noventa las cifras de patrimonio gestionado por instituciones de inversión colectiva estaban en un entorno de seis mil millones de euros, el crecimiento que va experimentando hace que empiece a advertirse el papel tan sumamente importante que iban a tener en un futuro inmediato.

Tampoco puede escaparse, como también se apuntó, que las reformas fiscales que sucesivamente se iban produciendo en el tiempo supusieron un acicate para el despegue definitivo de la inversión colectiva. Evidentemente, y se pone de manifiesto en el capítulo 4 de la presente obra, sin las oportunas y sucesivas reformas en la tributación del ahorro y de las instituciones de inversión colectiva que se producen en los años noventa, difícilmente el atractivo para el ahorrador hubiese sido el mismo. Lo que es evidente es que la conjugación de reformas financieras y reformas fiscales supuso el asentamiento de un marco que impulsó y desarrolló la inversión colectiva en España, situándola al nivel de lo que estaba sucediendo en los países de nuestro entorno europeo.

Otro fenómeno que no se puede dejar pasar inadvertido es el relativo al impulso normativo que se estaba produciendo en esos tiempos en el marco comunitario. Lo que se ponía de manifiesto era la necesidad de fomentar el sector de inversión colectiva como una pieza clave en la dinamización de los mercados financieros europeos. Este particular, ha sido una constante en la política financiera que podemos denominar comunitaria, por cuanto se ha considerado desde siempre que en el contexto internacional, uno de los déficits que tenían los mercados europeos frente a su máximo competidor, que eran los estadounidenses, es su menor eficiencia y vertebración, dado los esquemas de organización institucional que han caracterizado a unos y otros.

La industria estadounidense de fondos ha sido una de las referencias en el gran desarrollo de los mercados financieros norteamericanos. Por tal circunstancia, las autoridades comunitarias ya desde los años ochenta, y hasta la reciente promulgación de las directivas comunitarias de gestoras y productos, han impulsado medidas normativas de armonización del sector en aras de conseguir una industria desarrollada que contribuyera a cristalizar la realidad de un mercado financiero único. A tal fin, uno de los pilares fundamentales, entre otros, era la concurrencia de un sector de inversión colectiva sólido y vertebrado que sirviera de canalizador de la oferta y demanda de valores de todo tipo en los mercados, y, asimismo, como un elemento institucional que dotase de estabilidad y solidez y que sirviera de medio profesional de acceso del ahorrador individual hacia el mercado. Esta idea tuvo su reflejo en el Plan de Acción de los Servicios Financieros de finales de los noventa, donde ya se hacía referencia a la necesidad de completar el proceso de armonización de la regulación de las instituciones de inversión colectiva dentro del proceso de consolidación de los mercados financieros europeos, en un marco global de potenciación y desarrollo de los mismos.

En el panorama español de aquellos momentos, la visión que se tenía de las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador de la inversión privada hacia los mercados financieros, tuvo un complemento representado por la regulación de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, en el marco de la política de vivienda que se estaba impulsando y que perseguía fomentar el ahorro hacia viviendas orientadas al alquiler, como sentida necesidad social que reclamaba la implicación del sistema financiero.

Con este objetivo, y siguiendo la experiencia de otros países del entorno comunitario, la regulación de las IIC inmobiliarias establecía un coeficiente mínimo de inversión en viviendas destinadas a su arrendamiento. No obstante, una mirada al derecho comparado pone de manifiesto que los reguladores europeos han ido flexibilizando las políticas de inversión de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, reduciendo o incluso suprimiendo estos coeficientes mínimos de inversión en vivienda para su alquiler, tendencia que debería reproducirse en el caso español, en aras de mejorar la competitividad de nuestras instituciones.

Aquí, una vez más, se muestra cómo el fenómeno español seguía los cánones que ya se habían presentado en otros sistemas financieros, en lo que concierne a la evolución institucional de las instituciones de inversión colectiva. Esto es, lo normal es que primero se desarrollasen las figuras de corte más financiero, para con posterioridad ir surgiendo instrumentos caracterizados por invertir en productos no financieros y con un esquema de gestión diferente, al concurrir o completarse con productos o inversiones no financieras.

Lo interesante, a nivel de análisis de fenómeno, era la comprobación del valor añadido que tienen las fórmulas de inversión colectiva y la solidez del sector para responder a inversiones que iban más allá de los productos financieros.

Después del proceso de consolidación del sector en la segunda mitad de los años ochenta, el despegue fue considerable durante la siguiente década, en la que confluyen varias circunstancias.

Una primera es la entrada de los grandes bancos y cajas en el impulso de la industria. Sin este elemento, difícilmente se puede entender la evolución de la inversión colectiva durante dicho período. El cambio en la mentalidad de desarrollo del esquema bancario de comercialización de estos productos, y su consideración como uno de los instrumentos de crecimiento de los grandes grupos bancarios, determinó una importante aceleración de la industria durante dichos años. Si bien, lo que es cierto es que los buenos resultados obtenidos por las gestoras no vinculadas a grupos financieros, especialmente sobre la pauta de instrumentos de renta fija, y, más en concreto, de renta fija pública, pues el mercado de renta privada todavía tenía unas dimensiones no muy importantes, sirvió de efecto emulador de los grandes bancos para entrar en la competencia por el mercado de la industria de fondos de inversión especialmente, pues las sociedades de inversión todavía no tenían un desarrollo equiparable.

En segundo lugar, y como consecuencia del escenario de mercado, y, muy en particular, la oscilación a la baja de los tipos de interés, surge una filosofía inversora caracterizada por perseguir una mayor rentabilidad ante la disminución de la ofrecida tanto por la renta fija como por los tradicionales depósitos. Sin todavía imperar la vocación de inversión en renta variable, si bien se empezaba a apuntar como una lógica alternativa, la reducción de los tipos de interés y la consiguiente menor rentabilidad de algunos tipos de instituciones llevan a buscar alternativas en las

políticas de inversión, y al surgimiento de la cultura de la protección de riesgos acudiendo a los mercados de derivados.

Este segundo aspecto del fenómeno es ciertamente relevante, pues evidencia una profundización en la mentalización de la estrategia y conducta inversora de muchos inversores que habían optado por experimentar una alternativa inversora distinta a la tradicional. Además de afrontar esta nueva demanda, las sucesivas subidas en los tipos de interés plantearon el reto de evitar la huida de inversores que veían caer la rentabilidad de sus fondos. En respuesta a esta situación, del sector surge la alternativa de los fondos garantizados, mediante el diseño de unos productos con una rentabilidad garantizada, que, incluso en un primer momento, tenían una garantía explícita de rentabilidad por parte del comercializador. Con posterioridad, se fue modificando y sofisticando el planteamiento, y ya haciendo uso de derivados no negociados en mercados organizados (*“over the counter”*) se estructuraron unas garantías internas, si bien ya con diferentes perfiles de cobertura. En suma, esta situación pone de manifiesto como un sector en maduración, pero con unos fuertes cimientos, articuló una respuesta ante el cambio en el mercado a efectos de dar mayor seguridad y confort al inversor.

En tercer lugar, la evolución de nuestros mercados seguía su curso, y ya no sólo la de los mercados de renta fija pública, sino también los de renta fija privada, jugando un papel importante el dinamismo de la AIAF. Relacionadas con este fenómeno son algunas normas sobre valores de elevada liquidez, donde se pretende dar juego en la política inversora ya no sólo a la renta fija pública sino también a la privada. Tampoco puede dejarse de mencionar la cada vez mayor presencia inversora en los mercados de derivados por parte de las instituciones de inversión colectiva, cuestión que también dio lugar a la regulación de este aspecto, a efectos de dotar de una cobertura normativa a este planteamiento inversor. En este marco de desarrollo de los mercados, la importancia que fue adquiriendo la renta variable como consecuencia tanto de los procesos de privatizaciones como con la entrada en el mercado de numerosas compañías, no cabe la menor duda que supuso también un espaldarazo para la implicación de la inversión colectiva en este dinamismo del mercado de renta variable. Empezó a aparecer ya una conducta en los gestores y en los inversores de entrar en una política de inversiones con un mayor riesgo y buscando una mayor profundización en la dinámica de diversificación.

En el nuevo siglo, con la entrada del euro, así como con el desarrollo de nuevas modalidades de instituciones de inversión colectiva gracias a las reformas de la Ley del Mercado de Valores de 1988, la inversión institucional completa una importante senda de expansión, caracterizada ya por una sofisticación, diversificación y mayor especialización de la gestión, pautas todas ellas que hacen caminar al sector hacia una homologación a escala internacional, evidenciándose también una mayor penetración de la industria extranjera de gestión colectiva y una mayor comercialización de instituciones de inversión colectiva desde la Unión Europea.

La consolidación de los mercados, la estabilidad y mejora del marco regulatorio y la solidez y madurez de nuestro sistema financiero, hace evolucionar a la inversión colectiva hacia unos derroteros de sólida consolidación y expansión continua. Todos los factores y elementos descritos con anterioridad se han acelerado en los últimos cinco años, favorecidos de igual modo por el desarrollo de la industria a nivel internacional, así como por la bonanza económica vivida por nuestro país en los últimos años. Estos factores han supuesto un espaldarazo completo al sector para su evolución, participando de la realidad que se desarrolla en los entornos económicos de los mercados financieros a nivel internacional.

El episodio final desde una perspectiva del análisis de la contribución de las instituciones de inversión colectiva al desarrollo de los mercados viene dado por el espectacular crecimiento que evidencia y augura el sector al amparo de las reformas auspiciadas por la Ley del año 2003 y sus posteriores desarrollos normativos. Por fin se acoge una premisa regulatoria que se iba germinando, en el sentido de que el desarrollo del sector y de la industria, en consonancia con la evolución y la integración de los mercados, reclamaba un marco normativo más dinámico, donde se flexibilizara la política inversora en la gestión de los fondos, si bien completada con unos esquemas de suma transparencia, solvencia en la gestión, profesionalización de los administradores y comercializadores, reducción de los conflictos de interés, y, muy en particular, con una supervisión acorde a los nuevos esquemas de productos y comercialización.

Al amparo de esta reforma, que a día de hoy todavía está en curso, surgen unas expectativas de futuro notablemente esperanzadoras. Se evidencia una madurez y consolidación del sector español de inversión colectiva con un parangón similar al de los sistemas financieros de nuestro entorno, y con una gran capacidad de asimilación de la innovación que se introduce en los esquemas inversores.

Y es en el aspecto anterior donde se manifiesta una pauta que pone también al descubierto los notables retos a los que se enfrenta la aplicación de dicho marco legal a la hora de focalizar la gestión de los productos presentes en función de la naturaleza o tipo de inversor. La madurez y evolución de los diferentes productos comercializados se ven completados con un esquema de comercialización que diferencia entre inversores más especializados y otros con menor capacidad de identificación de los riesgos de los diversos productos.

Es en este último aspecto donde está uno de los retos más importantes del futuro del sector, de manera similar a lo que acaece en las inversiones financieras directas en mercados. Del resultado de dicha evolución va a depender en alguna medida el futuro y la mayor evolución de esta parte del sector financiero.

Para concluir este breve recorrido histórico, lo que se puede destacar es que la evolución del sector de inversión colectiva ha tenido una estrecha relación con el dinamismo y la reforma y modernización del marco normativo, si bien, hay que destacar que no sólo del aspecto financiero, sino también y de modo muy importante del fiscal. La conjunción de ambos, empujada por una política financiera de desa-

rollo de los mercados, así como por la evolución económica y la importante generación de ahorro, como exponente del crecimiento económico, son los factores que han permitido alcanzar el grado de madurez y consolidación que el sector tiene y tendrá en el marco de nuestro sistema financiero.

### **2.1.3 Función económica y social de las IIC**

Una vez desarrollado en el epígrafe anterior un análisis de la reciente evolución histórica de las instituciones de inversión colectiva en España, acompasado con el camino normativo recorrido, entramos ya a destacar las funciones económicas y sociales que son predicables de estos inversores institucionales, a luz de la realidad tanto histórica como de nuestros días, así como de su proyección futura.

*Un canal de inversión de alta profesionalización y dotado de supervisión; categorización de clientes.*

A este fin, no podemos dejar de traer a colación algunas reflexiones efectuadas por el legislador en el Preámbulo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de las Instituciones de Inversión Colectiva. En dicha sede, encontramos unas previsiones muy ilustrativas para la reflexión presente. Es indicativo que el legislador resalta que la inversión colectiva es *“el canal natural para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales”*, llamando así la atención sobre su carácter instrumental de acceso a los mercados de capitales por parte de la economía familiar básica, si bien, no empece para un abanico más amplio de posibilidades, atendiendo a las distintas categorías o cualidades de inversores que se advierten en nuestro mercado al igual que en la mayoría de los mercados internacionales.

A continuación, pone el énfasis nuestro legislador en la doble vertiente o cariz que presentan dichas entidades, en tanto *“fórmula de financiación desintermediada”*.

Esto es, como ya habíamos apuntado, en primer lugar las instituciones de inversión colectiva participan de la realidad de los mercados evolucionados donde se desbancariza en buena parte la financiación de todo tipo de economías, facilitando el acceso directo a los particulares a los mercados. En segundo lugar, destaca el legislador que es un *“instrumento de aborro privilegiado de los inversores minoristas”*; o, lo que es lo mismo, se considera a las instituciones de inversión colectiva como una pieza para que gracias a economías de gestión los ahorradores de corte medio y pequeño puedan acceder en igualdad de condiciones a los de cariz más desarrollado, profesional o sofisticado, si bien con los cauces de salvaguardia de una supervisión adecuada y una gestión profesionalizada.

Y es tan importante la doble vertiente referida, que se constituye en uno de los objetivos esenciales de nuestra política financiera, por cuanto del buen funcionamiento de la inversión colectiva dependen dos elementos básicos, financieramente hablando, cual es la eficiencia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión y en la gestión de riesgos, y la protección a los inversores menos informados.

Estas pautas introductorias que señalamos son una buena semblanza de la función económica y social que cumplen las instituciones de inversión colectiva en una perspectiva histórica. En la evolución advertida de estas figuras se advierte su función de vertebración del ahorro, y, muy en especial, del proveniente del pequeño o mediano inversor. En este sentido, la evolución tiende a una segmentación y especialización que va a atender cada vez más a la diferenciación del inversor en función de su perfil de riesgo.

Además de ser una de las variables que ya viene presidiendo, y que cada vez marcará más el sector, la diferente apreciación y aproximación al riesgo determina una categorización de los inversores entre inversores institucionales, profesionales y minoristas, que redundará en una madurez del sector, por cuanto la confluencia de estrategias inversoras y de intereses representará una mayor identificación de la base personal con el perfil de riesgo y de inversión.

Esto también enlaza con las nuevas tendencias regulatorias en materia de protección de los inversores, como principio que inspira la presente legislación financiera. La diferente protección que reclaman los diferentes tipos de inversores redundará en una mayor especialización también de los gestores y comercializadores a la hora de dirigir sus productos hacia los inversores, según su mayor profesionalización. Por otro lado, toda esta tendencia reclama una mayor atención a la estructura de gestión y de comercialización para adecuar el perfil de riesgo al inversor, y potenciar la profesionalización de los gestores y comercializadores y sus estructuras de control interno y de proyección de negocio.

Todo lo anterior, si se cumplen los objetivos básicos, redundará en una mayor confianza y acercamiento de los inversores hacia estas figuras de canalización de ahorro, por cuanto el riesgo asumido, con el necesario complemento de información y transparencia, redundará en un mayor conocimiento y aproximación a la realidad financiera e inversora; pero como decíamos, tienen que jugar un papel fundamental los gestores, y, de igual modo, el supervisor en la preservación de la especialización y categorización de los inversores en función del riesgo. Conforme a lo expuesto, en relación a este aspecto, podemos concluir que la inversión colectiva supone un elemento dinamizador y favorecedor de la especialización en la gestión financiera, y un acicate de la evolución y madurez de las entidades financieras presentes en el sector.

Como un apartado de lo anterior, la inversión colectiva juega un papel en el desarrollo de la denominada “gestión de banca privada”, en tanto en cuanto la sofisticación de los productos y la subjetivización de los perfiles de inversión y de riesgo para cierto tipo de inversores o grandes patrimonios representan una tendencia a dar respuesta a un segmento importante de ahorro con grandes potenciales para derivar recursos a los mercados de capitales, y, en definitiva a la inversión productiva. Estamos hablando, en definitiva, de productos a la medida, o cerrados, o con acceso limitado, que pueden redundar en una estructura de gestión de inversión con más riesgo y con menos necesidades de protección y control, al trasladarse al

inversor la evaluación y seguimiento de la inversión, lo que, a la postre, deriva en mayores exigencias a la entidad gestora en lo que a diligencia y gestión se refiere. Como se viene poniendo de manifiesto, el sector da cobijo a los grandes patrimonios y, por ende, cumple también una función de canalizador de la inversión hacia los mercados con un menor coste supervisor.

### *Un instrumento de desarrollo de la cultura del ahorro*

Un importante elemento de corte social es el consecuente con la cultura financiera que a través del presente tipo de inversión se va favoreciendo. La universalización de las figuras como alternativa difundida de inversión en los mercados de capitales por parte de los pequeños y medianos inversores significa un elemento muy importante para favorecer la cultura de inversión a una escala general. La aproximación a los mercados, la transparencia en la relación cliente-entidad financiera, la garantía que ofrece la supervisión o control por un órgano regulador que vela por el cumplimiento y la disciplina en el seguimiento de todo lo concerniente a normas de información y transparencia, supone en su conjunto un cauce pedagógico y eficiente para asimilar y desarrollar la cultura de ahorro y de apelar a las instituciones de inversión colectiva, que redundará en favorecer el cumplimiento de los objetivos de política financiera que se establecen respecto a este tipo de inversores en los sistemas financieros del entorno internacional. A este fin, se pone a su servicio un número importante de medidas normativas de transparencia, información y control, a efectos de garantizar un derecho a la información y al conocimiento de la estrategia inversora que queda preservada sobremanera y adaptado al perfil del tipo de inversor, como venimos predicando.

Fruto de todas las anteriores realidades y pautas, las instituciones de inversión colectiva profundizan en el fenómeno de la desintermediación, al ser una alternativa cada vez mayor a los productos bancarios, si bien, en este ámbito, no cabe la menor duda de que el binomio resultado de la inversión - escenario de rentabilidad de los mercados, determina una orientación y complementariedad de las opciones inversoras que en algunos momentos ha ralentizado la evolución patrimonial de la inversión colectiva. En este apartado, se advierte también un dilema de tendencias, por cuanto las redes comercializadoras más potentes corresponden a grupos financieros. Esto es, con independencia de la mayor o menor importancia en la historia de los gestores no vinculados a grupos financieros, la base tan sólida de banca comercial que ha caracterizado a nuestro sistema financiero, incluso por delante de la mayor parte de los países de nuestro entorno económico, ha determinado una conjugación, en muchos momentos, de planteamientos comerciales más o menos favorecedores de la inversión colectiva, y, especialmente, en los momentos de escenarios de tipos de interés más bajos. Como se ha podido comprobar, esta dialéctica también ha jugado un papel muy importante en la cultura financiera de nuestros inversores, por cuanto los canales de comercialización de entidades financieras, unido a la mayor difusión por los medios de comunicación social de las diversas modalidades de fondos y sociedades de inversión, han generado una mayor visión de la alternativa inversora para los particulares.

En el razonamiento anterior, y si repasamos la eclosión vivida en lo que se refiere a información sobre rentabilidades y clasificaciones de fondos en diferentes medios de comunicación, e incluso en las propias estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, comprobaremos como este factor ha generado una mayor universalización de la información a favor de los inversores, para que fueran desgranando los diversos tipos de política de inversiones y de riesgos, suponiendo así un elemento incentivador de la mayor transparencia y conocimiento de la realidad de esta figura de inversión. Fruto de dicha evolución se superaron momentos críticos, especialmente cuando la curva de tipos descendía dramáticamente en los años 90 e incluso se vivieron rentabilidades negativas para algunas figuras. Dicho hecho determinó numerosas quejas de los inversores y una cierta evidencia de las carencias en la información de la comercialización de estas instituciones. Con el tiempo, los inversores han ido aprendiendo la realidad de la incidencia de los tipos de interés y de los precios de los valores en el mercado, o, lo que es lo mismo, los criterios de valoración de los diversos tipos de valores, a efectos de generar los valores liquidativos determinantes del valor real de la inversión y su sensibilidad a la evolución de los mercados y de los riesgos de corte financiero que se viven en los mismos.

### *Un factor que aporta eficiencia al mercado financiero*

Siguiendo en la senda del análisis de las funciones económicas, la más básica, tal y como se ha demostrado en la evolución histórica, ha sido la de la eficiencia que introduce en la oferta y demanda de los mercados la existencia de estos inversores institucionales. Sin duda alguna, y sin menoscabo de que conviva la intermediación y financiación bancaria con la que ofrecen los mercados de capitales, es en las economías más desarrolladas, y, especialmente, la estadounidense, donde se ha asentado una de las más importantes bases de desarrollo, posible gracias a la fortaleza y dinamismo de sus mercados de capitales, y, dentro de los mismos, de las instituciones de inversión colectiva como figura de máxima eficiencia para acceder a los mercados, jugando, en consecuencia, un papel básico para el funcionamiento correcto de los mercados.

Basta chequear la realidad de las cifras ofrecidas en términos de mercado y cohenstarlas con el volumen del patrimonio de las instituciones y su política de inversiones. Con estos datos presentes, se comprueba claramente que para los mercados, donde se desarrolla por esencia el juego de los mecanismos de oferta y demanda de capitales, el contar con un instrumento permanente activador de este esquema es una de las bazas fundamentales para jugar su función económica dentro del sistema financiero. Y este fenómeno es evidenciable, tanto en los mercados de renta fija, como en los de renta variable o derivados. Como ya tuvimos ocasión de apuntar, no nos cabe la menor duda de que un factor determinante en el crecimiento de los mercados financieros españoles ha sido la presencia de estas figuras de inversión, que han dotado del suficiente volumen de recursos para posibilitar tanto la financiación pública como la privada en sus diversas dimensiones. Al margen de fenómenos de capitalismo popular, o, por decirlo de una manera más pre-

cisa, de acceso directo de los inversores a los mercados, la modernización de los mismos, su sofisticación, la interrelación internacional, y, lo más importante, la eficiencia que comporta la gestión colectiva, han generado una confianza por parte de los inversores en cuanto a utilizarlos como el instrumento básico en la gestión del ahorro en sus diversas escalas.

A mayor confianza, mayor estabilidad, lo que permite hacer llegar más recursos a los mercados de capitales; estabilidad que redundó en beneficio de las expectativas de que los mercados faciliten la obtención de recursos para la inversión productiva o para la financiación de las entidades públicas y privadas. Muchos procesos de privatizaciones, el desarrollo de la renta fija privada, y, en especial, la estabilidad que reportó la inversión colectiva al Mercado de Deuda Pública para financiar el déficit público en los difíciles momentos de los noventa, no se hubiesen hecho realidad sin la concurrencia o la existencia de un sistema de inversión colectiva eficiente y con abundantes recursos. Lo que se ha comprobado es que la interrelación entre mercados eficientes y modernos y un sistema de inversión colectiva fortalecido, ha redundado en un resultado eminentemente positivo para nuestra economía por el dinamismo que ha comportado para nuestro sistema financiero.

Ahora bien, esa interrelación está notablemente unida y tiene una tensión o sensibilidad considerable, pues con la apertura a mercados exteriores, también representa un elemento que pone en examen permanente a los mercados nacionales a la hora de atraer los capitales que provienen de la inversión colectiva, ante la orientación de la política inversora de los gestores, en ánimo de una diversificación y búsqueda de una mayor rentabilidad en mercados internacionales.

En definitiva, tanto mirando atrás, como intentando hacer una proyección a futuro, no se entiende parte de la evolución de nuestros mercados sin el componente estabilizador de las instituciones de inversión colectiva, y no cabe la menor duda de que el crecimiento del sector y su mayor madurez redundarán en un factor de dinamismo permanente de nuestros mercados financieros.

### *Una fórmula de financiación para las empresas*

En los términos expuestos, otra función económica que puede que lleguen a cumplir las instituciones de inversión colectiva, si bien por el momento tiene una importancia reducida, es la posibilidad de favorecer ciertos esquemas de financiación empresarial para aquellas empresas que no pueden acceder a los mercados de capitales. Antes veíamos la incidencia de las figuras de inversión colectiva sobre las compañías y entidades cuyos valores se negocian en los mercados de valores organizados. Ahora bien, la realidad empresarial tiene un componente vital fuera de los mercados financieros, y aquí, surge la valoración de la posible incidencia de las instituciones de inversión colectiva en la financiación empresarial extra-mercados.

Un primer dato o realidad a traer a colación es que el propio sistema bancario, que en este segmento empresarial juega una importante baza, nutre sus recursos de financiación de los mercados, y, por ende, de los que aportan en los mismos las

instituciones de inversión colectiva, con lo cual de un modo indirecto se allegan recursos al sector productivo empresarial que no accede a los mercados. Pero hay datos regulatorios que evidencian como también de modo directo se ha estimulado la contribución de las instituciones de inversión colectiva al desarrollo de las empresas no cotizadas.

Así, la normativa aplicable tanto a fondos como a sociedades de inversión mobiliaria permite la inversión de hasta un diez por ciento de su patrimonio en valores no cotizados.

Del mismo modo, la política de inversión de ciertos tipos de fondos de inversión, como por ejemplo los "*fondtesoros*", permite que puedan, habida cuenta de la menor necesidad de financiación del déficit público, derivar parte de sus recursos, por ejemplo a la inversión en fondos de titulización cuyos activos son préstamos cedidos por entidades de crédito, si bien dichos préstamos tienen que tener como prestatarios a pequeñas y medianas empresas. Y ello por no citar ejemplos que todavía no vemos por el momento en nuestro sistema financiero, como puede ser la inversión en bonos de titulización de activos de estructuras abiertas o cerradas como elementos de demanda que en última instancia redundarían en beneficio de la financiación empresarial.

Otra posibilidad que queda abierta, y está regulada desde hace bastantes años, es la relativa a derivar por parte de las instituciones de inversión colectiva recursos a las entidades de capital riesgo, tanto nacionales como internacionales. Esta alternativa jugaría un notable papel dinamizador de la gestión profesionalizada, y, en alguna medida, supervisada de aquél tipo de instituciones, con una presencia cada vez más destacable en nuestros mercados y en el sistema financiero. Por qué no, igual que surgen estructuras de máximo riesgo en los mercados, y, quizás para cierto tipo de inversores más cualificados, la posibilidad presente pudiera suponer una alternativa de canalizar recursos hacia una realidad empresarial que no puede acudir de modo directo a los mercados, pero que está necesitada de recursos que en muchos casos no pueden llegar por los mecanismos de financiación ordinarios.

Por último, la reciente aprobación del Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se introduce en el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre la flexibilidad necesaria para adecuar estos vehículos a la realidad de los mercados internacionales, también puede contribuir a la financiación de empresas no cotizadas, al no verse sometida la composición de sus carteras a los límites exigidos a las instituciones de inversión colectiva tradicionales, entre otros, el relativo a los valores no cotizados.

Las ideas anteriores no representan un escenario de política financiera de ficción, sino evidencias de evolución y maduración de una parte de nuestro sistema financiero, que busca nuevas alternativas y que puede ofrecer respuestas a diversas necesidades de financiación empresarial. Y en ese sentido, es muy importante destacar como los mecanismos de transformación de riesgos o de gestión de riesgos de grandes carteras de préstamos de entidades financieras o de estructuras complejas

de financiación empresarial, están presentes en los mercados internacionales, mediante emisiones de renta fija por vehículos utilizados a estos fines, y que en muchos casos entran en el elenco de los denominados derivados de crédito. Todas estas posibilidades serán una de las futuras alternativas de inversión a las que estarán abiertas las políticas de inversión de las instituciones de inversión colectiva, ofreciendo de este modo nuevas posibilidades y nuevas respuestas a los retos que los mercados financieros introducen.

### *Evolución de las estructuras de supervisión*

Como venimos analizando, el dinamismo permanente que caracteriza al sector de inversión colectiva, también ha jugado una pieza clave en la evolución de las estructuras de supervisión. No parece una afirmación excesiva la de destacar que la evolución institucional de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sus funciones de supervisión ha jugado una baza excepcional en la mejora y desarrollo del sector, y, que de un modo recíproco, la realidad de la dinámica evolutiva del sector ha conllevado. La labor permanente de supervisión y seguimiento de las instituciones en todas sus facetas, ha supuesto una canalización de la actividad del sector hacia los objetivos de política financiera que se comentaron con anterioridad. La aproximación y regulación de las mismas para promover su desarrollo ha supuesto una pauta determinante de la madurez del sector, por cuanto se han ido graduando las posibilidades inversoras y las figuras de canalización del ahorro, garantizando ante todo la transparencia y la protección del inversor, y fortaleciendo la solvencia de las entidades gestoras y comercializadoras.

El fenómeno indicado daría lugar a un análisis más detallado y pormenorizado, pero si hiciésemos una sincronización de la evolución del sector, por un lado, de la regulación por otro, y de la supervisión, finalmente, se apreciaría, como se indica en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva vigente, que hemos alcanzado una madurez, y ello permite una mayor diversidad y apertura en el sector. Esto demuestra la típica tendencia de graduación de la evolución de un sector, pues normalmente los gestores y comercializadores siempre intentan acompasar el ritmo de una figura financiera a los lógicos intereses empresariales, mientras que los reguladores y supervisores tienen que medir dichas innovaciones con la base inversora y la realidad del sector, de tal modo que a veces juegan una baza amortiguadora de la evolución hasta que no se entienden cumplidos los principios de asimilación, transparencia y protección del inversor necesarios para dar pasos hacia delante en muchos sentidos. De la buena conjugación de todos los factores reseñados, depende en gran medida los pasos firmes que se van dando en un ámbito tan trascendental de nuestro sistema financiero.

Ahora bien, dentro de las funciones económicas y sociales que venimos destacando, quizás otra realidad o conclusión que puede apuntarse sobre el particular es la tensión regulatoria vivida para mantener la estabilidad de la regulación fiscal de los productos. Como ya hemos adelantado en el presente epígrafe, difícilmente el sector se hubiera desarrollado si no hubiese existido una evolución normativa fiscal

con un trato coherente con esta fórmula de ahorro, si bien han sido factores de política financiera y de la necesidad de favorecer el ahorro a través de esta vía los que con el paso del tiempo se han ido imponiendo a visiones de regulación fiscal meramente determinadas por un contexto recaudatorio limitador de los notables beneficios de orden financiero que comporta un sector evolucionado como el presente.

El punto de llegada responde a una labor muy trabajada de convencimiento del legislador tributario respecto a la visión que debía de imprimir a los planteamientos fiscales y por ello de la necesidad de dotarles de una mayor sensibilidad respecto a los efectos positivos que comporta el sector para la economía en general y para el buen funcionamiento de los mercados en concreto.

### *Favorecimiento de la competencia en la industria financiera*

Por último, nos gustaría concluir este epígrafe haciendo mención al factor dinamizador que ha operado la inversión colectiva para favorecer la competencia y la eficiencia en el sector financiero. Las posibilidades empresariales de negocio financiero que comporta el sector han conllevado la introducción de unas dosis de competencia y transparencia que han jugado una baza importantísima en la evolución de las entidades financieras que gestionan y comercializan este tipo de productos. Ello representó, por un lado, una adaptación de los esquemas de negocio, pero por otro el descubrimiento no sólo de las posibilidades de obtener rentabilidad, sino de fomentar una cultura del ahorro más dinámica que en última instancia redundaba en un mayor efecto positivo tanto sobre el sistema bancario como sobre el común del sistema financiero.

Con el paso del tiempo se pudo comprobar que la comercialización y gestión de las instituciones de inversión colectiva reportaban más beneficios que la situación anterior de postergación dentro del negocio bancario que las había caracterizado. En este escenario, no puede desconocerse que en paralelo se estaba operando una evolución de los mercados financieros y por otro un crecimiento económico apreciable, todo ello en un entorno de moneda única y mercados interrelacionados. Todos estos factores juegan a favor de una combinación de elementos determinantes de la importancia de la inversión colectiva, favorecedores de una cultura de inversión mucho más aleccionada y capaz de desgranar oportunidades alternativas. En estos términos, la mayor transparencia e información determinan una mayor apreciación, por una parte, de los inversores, y, de otra, una mayor segmentación de dicha base subjetiva.

Aparece una clara división entre la apreciación del negocio con una visión de clientela comercial, frente a una más sofisticada de banca privada o de gestión de grandes patrimonios, y, en definitiva, de una diferenciación entre el pequeño inversor y el inversor profesional o cualificado. Esta diferenciación tiene también sus manifestaciones en el resultado inversor entre sociedades y fondos, y, especialmente, respecto a las primeras la tendencia a derivar estructuras de grandes patrimonios o de gestión de banca privada. Pero curiosamente, también la com-

petencia en el sector ha venido incentivada por la cada vez mayor presencia de los grandes actores a nivel internacional en materia de gestión de inversores colectivos y la libertad a nivel comunitario de gestión de carteras, lo cual ha redundado en un elemento dinamizador del sector y estimulante de la competencia, donde la rentabilidad y costes hacia el inversor juegan una baza importante para decidir la opción inversora.

A la vista de todo lo relacionado, no cabe la menor duda de la gran función económica y social que han supuesto las instituciones de inversión colectiva, y especialmente, del factor de dinamización y madurez de nuestro sistema financiero, cumpliendo, como decíamos al principio, una gran baza histórica para la economía española, que también cuenta con grandes perspectivas de futuro.

### **2.1.4 Conclusiones**

Después de todo lo expuesto, no falta sino intentar resumir y concluir con un conjunto de reflexiones hacia futuro de lo que pueden ser la evolución y funciones económicas y sociales del sector de la inversión colectiva.

En estos términos, y dado que nos encontramos en un momento de ejecución y aplicación del marco regulatorio de 2003, como último e importantísimo hito en la evolución y proyección del sector a futuro, sí que se puede afirmar que la salud y perspectivas del sector son tremendamente positivas y esperanzadoras.

Se puede afirmar asimismo que el objetivo de modernizar y conseguir un sector competitivo para las instituciones de inversión colectiva en España se ha logrado. Esto no significa que no existan retos a futuro, todo lo contrario, pues las posibilidades y las metas a conseguir son importantes y numerosas.

La filosofía de libertad de inversión con transparencia y control, asentada, entre otros pilares, en la diferente apreciación o categorización de los inversores, ya distinguiendo abiertamente entre institucionales, profesionales y minoristas, supone un paso decidido para adaptar la realidad institucional a la realidad inversora, y supondrá una vertebración y estructuración del sector con efectos muy positivos para el mismo y para el conjunto del sistema financiero.

Si a ello añadimos la perspectiva regulatoria de control y supervisión en aras de la mayor protección del inversor y de la transparencia y solvencia de los gestores, todos estos factores ponen de manifiesto una estructura del sector y de supervisión que augura un evidente y notable porvenir.

Por todo ello, del buen resultado que se logre en dichos planteamientos, y, especialmente de la buena y eficiente aplicación que se efectúe de la reforma legal todavía inconclusa depende, en buena medida, la evolución del sector, con los consiguientes efectos positivos sobre el conjunto del sistema de nuestros mercados financieros.

Con todo ello, los mimbres históricos y las realidades sobre las que se asienta el esquema institucional de la inversión colectiva en España auguran un futuro con unas inmejorables perspectivas, con el consiguiente efecto positivo para nuestros mercados, nuestro sistema financiero, y, en definitiva, para nuestra economía.

## **2.2 PERSPECTIVAS DE LAS IIC**

Con la finalidad de abordar las perspectivas y el futuro de la inversión colectiva, el presente apartado comienza examinando las conclusiones alcanzadas por la Comisión Europea en el *Libro Verde* y el *Libro Blanco sobre fondos de inversión*<sup>1</sup>, toda vez que sendos documentos constituyen la mejor síntesis de la situación actual de los organismos de inversión colectiva en la Unión Europea (UE), al tiempo que identifican algunas de las dificultades a los que los mismos se enfrenta en la actualidad.

En segundo término, haremos referencia a los trabajos que el *Committee of European Securities Regulators* (CESR) está llevando a cabo en la materia, puesto que, a nuestro juicio, este organismo está jugando un papel esencial en la correcta interpretación de la normativa comunitaria y, hasta la fecha, sus trabajos han conseguido acercar la normativa europea a las necesidades reales de la industria.

El siguiente y tercer tema que este capítulo aborda, es el de la relación entre las llamadas Directivas UCITS (*undertakings for collective investment in transferable securities*) y la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID), un tema novedoso, sin duda, habida cuenta de la próxima entrada en vigor de esta última el 1 de noviembre del año 2007.

Finalmente, el capítulo concluye con unas reflexiones sobre aspectos que consideramos constituyen retos de la inversión colectiva, bien a nivel de la UE o bien con un carácter más doméstico.

### **2.2.1 Libro Verde - Libro Blanco de la Comisión Europea**

La norma que podríamos calificar como marco fundamental de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), es la Directiva 611/1985, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados OICVM (en adelante, Directiva 611/1985).

Esta Directiva, una veterana a sus ya 22 años de vida, inició la armonización de las legislaciones de los Estados Miembros de determinadas categorías de OICVM<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup>A estos efectos, el término "Fondos de Inversión" debe entenderse en sentido amplio, comprendiendo tanto los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios que adopten la forma de fondo de inversión como los que se constituyan como sociedad.

<sup>2</sup>No se hallan dentro del ámbito de la Directiva los OICVM del tipo cerrado, ni los que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones o cuya venta de las participaciones no tenga un objetivo comercial.

teniendo como objetivo aproximar las condiciones de comercialización de los OICVM y el ejercicio de las actividades de las sociedades de gestión. Por consiguiente, la Directiva pretendía facilitar la comercialización de los OICVM en Estados Miembros distintos al del otorgamiento de la autorización inicial, garantizando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores.

Sin embargo, el desarrollo alcanzado por la inversión colectiva y el dinamismo que caracteriza a estos productos de inversión, determina que la Directiva haya quedado desfasada. Por falta de precisión y de flexibilidad, la Directiva 611/1985 no sigue satisfactoriamente la evolución de los organismos de inversión colectiva.

Por ello y para dar respuesta a las nuevas necesidades de la industria, en el año 2001 se acometió su reforma a través de las Directivas 107/2001 y 108/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifican la Directiva 611/1985, en materia de i) la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados y ii) en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Estas Directivas se conocen en la industria con el nombre de Directivas UCITS III.

Pese a las modificaciones acometidas por las Directivas UCITS III, en el año 2005, dos documentos publicados por la Comisión Europea identifican el sector de los organismos de inversión colectiva como uno de los aspectos susceptibles de mejora en cuanto a la regulación del mercado financiero europeo.

En efecto, por un lado el Libro Blanco de Política Financiera UE (2005-2010)<sup>3</sup>, al ocuparse de la necesidad de simplificar, aclarar y codificar la normativa europea, expresamente dispone que *“la inseguridad jurídica derivada de multiplicidad de normas e interpretaciones en los países de la Unión es especialmente “aguda” en el ámbito de la inversión colectiva. En la institución colectiva se aplican tanto normas sectoriales como transversales, en paralelo con normas locales residuales como en materia de publicidad. Según la información transmitida por el sector, esta situación está obstaculizando la comercialización transfronteriza efectiva de los fondos de inversión. Asimismo, genera incertidumbre sobre la responsabilidad del promotor o distribuidor del fondo al vender o prestar servicios a los inversores. Con el fin de clarificar algunas de estas cuestiones, la Comisión publicará una normativa/recomendación en el curso del año 2006”*.

En segundo lugar, el Libro Verde de la Comisión sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión<sup>4</sup>, de 12 de julio de 2005, identifica numerosas barreras en el ámbito de la inversión colectiva que lastran la comercialización transfronteriza de los OICVM. Según el Libro Verde, los esfuerzos para salvar las barreras actuales han de ir dirigidos a:

- simplificar el procedimiento de notificación de los fondos con pasaporte;
- fomentar la aplicación de las recomendaciones de la Comisión sobre la utilización de instrumentos derivados y sobre el folleto simplificado;

<sup>3</sup> Disponible en la página web de la Comisión Europea.

<sup>4</sup> Disponible en la página web de la Comisión Europea.

- aclarar la definición de los activos que pueden ser adquiridos por los OICVM.

*El Libro Blanco de Política Financiera UE (2005-2010)* anunciaba, para el segundo semestre del año 2006, la publicación, por parte de la Comisión, de un Libro Blanco en materia de fondos de inversión. Dicho anuncio se ha cumplido y, en noviembre del año 2006, la Comisión publicó el *Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión*, en adelante, el Libro Blanco.

En dicho Libro Blanco, la Comisión Europea ofrece su visión para la modernización del mercado comunitario de los fondos de inversión. Dicha visión pasa, en unos casos, por acometer medidas de carácter legislativo, en concreto, por modificar la Directiva 611/1985, y en otros se traduce en propuestas de mejora de eficiencia que no exigen modificar la Directiva (por ejemplo, animando a las autoridades nacionales a acelerar las autorizaciones de OICVM, para evitar que la tramitación administrativa se convierta en una desventaja competitiva frente a otros productos).

La finalidad principal de la reforma de la veterana Directiva sería lograr que la norma garantice que los inversores reciban información útil sobre costes y rendimientos al seleccionar los fondos de inversión, y facilitar que el sector pueda ahorrar costes y beneficiarse de la especialización en todo el mercado único. Igualmente, el Libro Blanco identifica como modificaciones relevantes a incluir en la Directiva los siguientes aspectos:

- simplificar el procedimiento de notificación,
- crear un marco para las fusiones transfronterizas de fondos de inversión y para la agrupación (*pooling*) de activos,
- permitir a los gestores administrar fondos domiciliados en otros Estados Miembros,
- mejorar la calidad y pertinencia de los documentos de información más importantes que se facilitan al inversor final y,
- fortalecer la cooperación en la supervisión a fin de controlar y reducir el riesgo de abuso del inversor en las transacciones transfronterizas.

Por último, el Libro Blanco considera que es el momento idóneo para estudiar las opciones posibles para establecer un régimen que regule la colocación privada (*private placements*) de fondos de inversión, aumentando y facilitando las oportunidades de inversión de los inversores cualificados o profesionales.

La Comisión tiene previsto proponer estos cambios normativos en otoño del año 2007, en forma, como decíamos, de modificaciones de la actual Directiva.

El Libro Blanco ha gozado de una cálida acogida en el sector si bien, algunos de los aspectos sobre los que se anuncian medidas legislativas vía la modificación de la Directiva 611/1985, ya habían sido abordados por trabajos del CESR, el cual por mecanismos no legislativos ha tratado de flexibilizar y mejorar ciertos aspectos de

la normativa actual como tendremos ocasión de examinar en el siguiente apartado de este capítulo. En cualquier caso, parece claro que en breve la Directiva sufrirá una importante puesta al día en los aspectos antes mencionados.

### **2.2.2 Trabajos de CESR en el ámbito de la inversión colectiva**

Examinada brevemente la vigente regulación europea, pasamos a estudiar cómo el *Committee of European Securities Regulators* (el CESR) está, en la actualidad, intentando suavizar las barreras e ineficiencias que esa legislación ha puesto de manifiesto hasta la fecha.

Hacer más eficaz la legislación relativa a los OICVM se basa, a nuestro juicio, en tres pilares básicos:

1. La aplicación uniforme y eficiente del procedimiento de notificación del pasaporte de producto en los Estados Miembros;
2. La aclaración de la normativa vigente en materia de activos aptos y,
3. La coordinación de las disposiciones de esta Directiva con las de la Directiva MIFID, en particular en lo que a distribución se refiere, para permitir conciliar la protección a los inversores con el desarrollo de los OICVM, en un entorno de competencia sujeto a requerimientos regulatorios similares a los exigidos a otras alternativas de inversión.

A continuación abordaremos, brevemente, cada uno de los apartados señalados.

El papel del CESR está siendo de capital importancia en el ámbito de los OICVM, sin embargo, debe recordarse que su actuación ha de enmarcarse en el ámbito de las Directivas vigentes, toda vez que las habilitaciones recibidas por el CESR por parte de la Comisión han de moverse, en todo caso, dentro de los límites impuestos por la normativa vigente.

Desde la perspectiva de intentar mejorar la situación de los OICVM partiendo de la legislación actualmente vigente, el CESR creó un grupo de expertos en la materia, el denominado *Expert Group on Investment Management*<sup>5</sup>.

En línea con los tres pilares antes mencionados, el Grupo de Expertos de CESR ha centrado sus esfuerzos en dos áreas que son objeto de estudio por el presente trabajo, a saber, la necesidad de dotar de una mayor claridad a la definición de los activos aptos ofrecida por la Directiva y la mejora del procedimiento de notificación para hacer efectivo el denominado pasaporte de producto. Este último esfuerzo, se refiere también a la necesidad de dar una mayor transparencia a las normas locales de publicidad, en aras a incrementar la seguridad jurídica de los participantes del mercado.

---

<sup>5</sup> Grupo presidido actualmente por Lamberto Cardia, Presidente de la CONSOB italiana. El grupo de expertos ha constituido a su vez dos subgrupos y está asistido por un grupo de trabajo consultivo compuesto por participantes del mercado y representantes de los usuarios de servicios financieros.

Para ello, el CESR ha realizado, y se encuentra en la actualidad desarrollando, trabajos que se enmarcan tanto en el Nivel II del denominado procedimiento *Lamfalussy*<sup>6</sup>, como en el Nivel III de dicho procedimiento. En el Nivel II, el CESR ha prestado su asesoramiento a la Comisión en materia de activos aptos, ejerciendo una importante labor de consulta a los participantes del mercado, inversores y demás entidades afectadas, para facilitar la adopción por parte de la Comisión de medidas de carácter técnico que deban ser objeto de impulso. En el Nivel III, el CESR ha publicado unas pautas que constituyen un compromiso por parte de los supervisores miembros de dicho Comité para agilizar y hacer más sencillo el procedimiento de reconocimiento del pasaporte comunitario de fondos de inversión<sup>7</sup>.

### 2.2.2.1 El pasaporte europeo de producto

La Directiva 611/1985, introduce el concepto del pasaporte europeo para los OICVM armonizados (lo que hemos venido denominando pasaporte de producto). Dicho pasaporte se fundamenta en el principio del reconocimiento mutuo entre Estados Miembros. De esta forma, la Directiva 611/1985 establece que los OICVM de un Estado Miembro pueden ser comercializados en otro Estado Miembro, estando sujeta dicha comercialización al procedimiento de notificación establecido por la Directiva en su artículo 46.

En virtud de dicho precepto, una vez hecha la notificación, el OICVM podrá iniciar la comercialización de sus participaciones en este otro Estado Miembro dos meses después de la misma, a menos que las autoridades del Estado Miembro interesado hagan constar mediante decisión motivada adoptada antes de la expiración de dicho plazo, que las modalidades previstas para la comercialización de participaciones no son conformes con las disposiciones a que se refieren el apartado 1 del artículo 44 y el artículo 45.

En definitiva, el procedimiento consiste en una mera comunicación, en el sentido de que el Estado de acogida o Estado notificado, no debe llevar a cabo una verificación de si la documentación recibida cumple o no con la Directiva, ya que es el Estado de origen que expide el certificado o “pasaporte” el competente para realizar esa comprobación. Sin embargo, los Estados de acogida conservan competencias residuales sobre publicidad de las instituciones de inversión colectiva que, en ocasiones, son utilizadas para evitar la comercialización de ciertos productos. En concreto, esas disposiciones locales han sido utilizadas por los Estados Miembros para impedir que se comercialicen, dentro de su territorio, OICVM que invierten en

<sup>6</sup>De acuerdo con el proceso normativo de *Lamfalussy*, el Nivel I contiene los principios marco, el Nivel II son las medidas de ejecución y el Nivel III se refiere a la cooperación reforzada entre los reguladores nacionales para asegurar una transposición de la legislación de los niveles I y II, que sea consistente y equivalente en todos los Estados Miembros, mediante la determinación de unos principios comunes y uniformes.

<sup>7</sup>“CESR'S guidelines to simplify the notification procedure of UCITS”, documento publicado el 29 de junio de 2006. Asimismo, es de destacar el trabajo acometido por el CESR en febrero de 2005, (CESR's guidelines for supervisors regarding the transitional provisions of the amending UCITS Directives) donde se formulaban recomendaciones para lograr la convergencia de las diferentes prácticas administrativas de los Estados Miembros como consecuencia de las ambigüedades de las Directivas UCITS III. Ambos documentos están disponibles para su consulta en la página web de CESR <http://www.cesr-eu.org>.

activos que nos son considerados por el Estado de acogida como aptos. Esto se debe, como más adelante se explorará, al tratar de la cuestión de los activos aptos, a la falta de definición, por parte de la Directiva, de dichos activos, lo que ha provocado distintas interpretaciones por parte de los Estados Miembros.

Del aludido procedimiento de notificación destaca el plazo de dos meses. Este plazo ha sido objeto de especial atención en los trabajos de CESR, siendo uno de los objetivos de las pautas dictadas proceder, en la medida de lo posible y dentro de la normativa vigente, a acortarlo al máximo.

El plazo de dos meses es un plazo máximo, teniendo el silencio carácter positivo, por lo que transcurrido dicho período sin recibirse comunicación por parte de la autoridad competente, la institución de inversión colectiva podrá comenzar a comercializar sus participaciones o acciones, según sea el caso. En la práctica, las autoridades de los países en los que la institución se comercializará dictan resolución expresa de registro, si bien también es frecuente recibir comunicaciones indicando que falta algún documento poco antes de que expire el plazo de dos meses, lo que provoca una interrupción del mismo y una prolongación de la tramitación del expediente, que puede llegar a extenderse hasta cuatro meses –toda vez que el cómputo del plazo de dos meses no comienza a correr sino desde que la documentación está completa–.

El citado plazo de dos meses contrasta con los plazos establecidos para el reconocimiento de pasaportes de otros productos financieros. Así, por ejemplo, el pasaporte de valores negociables regulado en Directiva 71/2003, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, (en adelante, Directiva de Folletos). El principio que subyace en la Directiva 611/1985 y en la Directiva de Folletos es el mismo, esto es, el reconocimiento mutuo del folleto verificado por uno de los Estados Miembros de la Unión.

Siendo el principio de ambos pasaportes idéntico, la Directiva de Folletos establece un procedimiento para hacer efectivo el pasaporte notablemente más eficaz y, sobre todo, introduce una celeridad máxima. En efecto, los valores pueden comenzar a comercializarse transcurridos tres días después de que la autoridad del Estado de origen haya hecho a la autoridad del Estado de acogida la comunicación de la solicitud del reconocimiento por parte del emisor de los valores. Esta circunstancia, unida a que en la actualidad se están comercializando en España a través del procedimiento de pasaporte europeo certificados, notas y otros productos estructurados con subyacentes no admitidos como activos aptos para los fondos armonizados, determina que se esté colocando a los fondos de inversión en una posición competitivamente desventajosa.

La distinción entre el plazo de dos meses y el de tres días es evidente. Pero esta no es la única diferencia entre ambos pasaportes sino que, además, el procedimiento recogido en la Directiva de Folletos es mucho más eficaz porque se realiza entre supervisores y, su coste más reducido para los emisores, ya que sólo se exige la tra-

ducción a la lengua del Estado de acogida o lengua habitual en las finanzas de un resumen del folleto completo.

La forma en la que el CESR propone recortar este plazo es solicitando que los supervisores comuniquen dentro del plazo máximo de un mes si la documentación de la comunicación para solicitar el pasaporte se encuentra completa, lo que determina que en aquellos casos en que ésta lo sea se ha de proceder inmediatamente al reconocimiento de pasaporte, ya que el procedimiento sólo ha de verificar la existencia de la documentación requerida. De acuerdo con esta propuesta, para aquellos expedientes que se presenten completos ante el regulador, el plazo quedaría reducido a un mes.

### **2.2.2.2 Los activos aptos**

La constante evolución de los mercados financieros hace que los activos que se consideraban como aptos para la inversión de los OICVM en el año 1985, hayan quedado superados por nuevos productos y formas de inversión en la época actual. Por ello, la Directiva 108/2001/CE, ha ampliado la gama de los activos que pueden incluirse en las carteras de los OICVM.

Pese a esta puesta al día, varias dudas han surgido a la hora de dilucidar si ciertos instrumentos financieros deben ser considerados como activos aptos por parte de los OICVM.

Es fundamental conseguir la armonización en la interpretación de los activos aptos en los distintos Estados Miembros mediante su adecuada definición. En efecto, al transponer a los derechos locales la Directiva 108/2001, algunos Estados han interpretado la Directiva permitiendo una amplia flexibilidad de elección en materia de activos aptos, mientras que otros, han seguido criterios más conservadores, apelando a la necesidad de protección del inversor. Resulta necesario proceder a armonizar estas normativas nacionales ya que, en caso contrario, se fomentaría el arbitraje regulatorio de manera que los OICVM buscarían las jurisdicciones más flexibles para el registro de sus productos de inversión y, desde esos Estados, podrían hacer uso del pasaporte comunitario de producto para comercializar dichos productos en los restantes países de la Unión.

En concreto, se han planteado dudas sobre la interpretación de valores negociables, derivados, instrumentos del mercado monetario e índices financieros –en concreto si los índices sobre *hedge funds* han de ser considerados como índices financieros–.

Ante la necesidad de ofrecer más claridad y seguridad jurídica sobre los activos aptos, el 19 de marzo de 2007 se aprobó la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones de ciertos activos aptos<sup>8</sup>. En

---

<sup>8</sup>En la preparación de esta Directiva, la Comisión solicitó el asesoramiento técnico de CESR. Dicho asesoramiento técnico se concretó en el documento de CESR, de 29 de enero de 2006, titulado “CESR’s advice to the European Commission on clarification of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS”, que en buena parte, ha sido seguido por la Directiva.

esta misma fecha, CESR publicó sus nuevas pautas sobre activos aptos, en las que se concretan algunos aspectos sobre los requisitos que deben reunir determinados instrumentos para ser incluidos en las carteras de los OICVM<sup>9</sup>.

Por último, en materia de activos aptos, debe de hacerse una breve referencia al reciente documento puesto a consulta por el CESR en materia de índices de *hedge funds* titulado *“Clarification of the definitions concerning eligible assets for investment by UCITS: can hedge fund indices be classified as financial indices for the purpose of UCITS?”*. Dicho documento sigue el criterio de considerar que los índices de *hedge funds* que cumplan los requisitos de diversificación, representatividad y publicidad previstos en la Directiva pueden ser considerados como índices financieros.

### 2.2.3 Interrelación entre la Directiva UCITS y la Directiva MIFID

La Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MIFID) supone la transformación más profunda jamás operada en los mercados de valores de la Unión Europea. La MIFID es una Directiva de alcance global que afecta a todos los intermediarios financieros que presten servicios de inversión y a los propios mercados donde se realizan las transacciones. Supone, por lo tanto, una transformación total de los mercados de valores tal y como los conocemos en la actualidad.

El nuevo marco que la Directiva dibuja no es sólo un nuevo régimen jurídico de obligado cumplimiento para las empresas de inversión, sino que debe ser considerado como una importante cuestión empresarial vinculada a aspectos capitales del funcionamiento de todos los participantes en los mercados financieros, incluidas las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).

La MIFID es la segunda directiva, después de la Directiva de abuso de mercado, que ha sido adoptada siguiendo el denominado procedimiento *Lamfalussy*. Por ello, la misma ha sido objeto de desarrollo por dos normas de Nivel II, en concreto, la Directiva 2006/73/CE y el Reglamento CE 1287/2006, ambos de 10 de agosto de 2006. Asimismo, el CESR se encuentra en la actualidad trabajando en el denominado Nivel III del procedimiento *Lamfalussy*. Dentro de estos trabajos, destaca el tratamiento propuesto por CESR en materia de incentivos<sup>10</sup>, al que nos referiremos más adelante.

En el presente capítulo, exploraremos la interrelación que existe entre la MIFID como norma de alcance general en los mercados de valores y las Directivas UCITS (por Directivas UCITS nos referimos a la Directiva 611/1985 y las Directivas 107 y

<sup>9</sup> “CESR’s guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS”, publicado el 19 de marzo de 2007 y disponible en <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>10</sup> El primer documento en materia de incentivos fue publicado por el CESR el 22 de diciembre de 2006, bajo el título “CESR Consultation Paper on Inducements under MIFID”. La reacción de la industria a las propuestas de CESR fue bastante crítica, motivo por el cual CESR rectificó algunos de sus planteamientos iniciales, publicando el 13 de abril de 2007 un segundo documento de consulta, y el 29 de mayo sus recomendaciones finales.

108/2001 de modificación de la anterior). Para ello, comenzaremos estudiando en qué medida la Directiva MIFID resulta de aplicación directa a las SGIIC, para después considerar aquellos aspectos derivados de la aplicación de la Directiva a las empresas de inversión en materia de distribución de productos financieros, donde la MIFID impacta de forma especialmente relevante en lo que a la distribución de fondos de inversión respecta.

Antes de dar comienzo a este estudio, conviene advertir que al no estar aún transpuesta la Directiva en España y, al encontrarse aspectos muy relevantes en fase de consulta en sede del CESR, en el momento de preparación del presente trabajo, algunas de las conclusiones que aquí se presentan no han de entenderse como definitivas.

### **2.2.3.1 Aplicación de la MIFID a los organismos de inversión colectiva**

En materia de ámbito subjetivo de aplicación, la MIFID utiliza una técnica legislativa que podríamos calificar como compleja. La Directiva excluye de su ámbito de aplicación a los organismos de inversión colectiva. En efecto, por una parte el artículo 4 h) de la MIFID establece que la Directiva no se aplicará: *“a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén o no coordinados a nivel comunitario, ni a los depositarios y gestores de dichos organismos”*. Por lo tanto, de la lectura de este precepto resulta claro que los organismos de inversión colectiva no son sujetos pasivos de la MIFID. Recordemos que los sujetos obligados de la MIFID son, exclusivamente, las empresas de inversión y los mercados regulados, según el artículo 1.1 de la misma.

Sin embargo, en los mercados financieros actuales otros actores relevantes prestan servicios de inversión. Este es el caso de las entidades de crédito y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). Recordemos que la Directiva 107/2001, procedió a ampliar la gama de actividades y servicios que las SGIIC pueden desarrollar y, a efectos de su transposición, la LIIC española establece, en su artículo 40, que las SGIIC pueden además de su objeto social propio, realizar las siguientes actividades: (i) gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones, en virtud de un mandato otorgado por los inversores o persona legalmente autorizada, siempre que tales carteras incluyan uno o varios de los instrumentos previstos en el apartado 4 del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, (ii) asesoramiento sobre inversiones en uno o varios de los instrumentos previstos en el apartado 4 del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, (iii) custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.

Tomando en consideración el hecho de que desde la Directiva citada del año 2001 las sociedades gestoras de IIC pueden prestar los servicios de inversión señalados, el artículo 66 de la MIFID modifica el apartado 4, del artículo 5 de la Directiva 85/611, para establecer que ciertos preceptos de la MIFID (en concreto, el aparta-

do 2 del artículo 2 y los artículos 12, 13 y 19), se aplicarán a la prestación de tales servicios de inversión por parte de las sociedades gestoras.

Por lo tanto, en nuestro país, aquellas SGIIC que hayan procedido a ampliar su programa de actividades, o lo hagan en el futuro para incluir alguno de los referidos servicios de inversión, caerán bajo el ámbito de aplicación de la MIFID.

El problema que se plantea es si las SGIIC que incorporen en su programa de actividades servicios de inversión, deben quedar sujetas a los artículos referidos de la MIFID sólo cuando presten servicios de inversión o si lo han de estar respecto de la totalidad de actividades que llevan a cabo. Parece razonable sostener que las SGIIC no se convierten en empresas de inversión sólo por el hecho de incorporar en su programa de actividades la prestación de algún servicio de inversión, sino que deben serles aplicables las mismas reglas de juego que a las empresas de inversión y a otros sujetos obligados como las entidades de crédito, exclusivamente en tanto en cuanto estén prestando este tipo de servicios. De lo anterior se desprende que los correspondientes artículos de la MIFID deberían aplicarse a las SGIIC sólo en la prestación de los servicios sujetos a su cumplimiento, pero no con motivo de la realización por la gestora de las actividades características que forman parte del concepto de gestión de organismos de inversión colectiva y que, de acuerdo con lo establecido en el Anexo II de la Directiva UCITS y en el artículo 64 del Reglamento de IIC, consisten en la gestión de las inversiones, la administración de las IIC y su comercialización.

Cuestión distinta es que aquellas SGIIC que presten simultáneamente servicios sujetos y no sujetos a MIFID, decidan voluntariamente acomodar su actividad íntegramente a los principios de la Directiva, por motivos de simplicidad y eficiencia, decisión que, en ningún caso, debería convertirse en una imposición normativa.

### **2.2.3.2 El impacto de la MIFID en la distribución de organismos de inversión colectiva**

En materia de distribución de organismos de inversión colectiva resultan de especial trascendencia los trabajos de CESR en materia de incentivos. En dichos trabajos<sup>11</sup> este organismo ofrece su interpretación sobre dos artículos de la MIFID y de la Directiva de Nivel II, respectivamente, que pueden tener un impacto muy relevante en la distribución de fondos de inversión. Nos referimos al artículo 19.1 de la MIFID y al artículo 26 de la Directiva de Nivel II.

El artículo 19, apartado 1 de la MIFID, exige que las empresas de inversión, en la prestación de servicios de inversión, actúen con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes. Dicho artículo 19 es desarrollado por el artículo 26, apartado 2, de la Directiva de Nivel II, en lo que respecta a la recepción o pago por la empresa de inversión de honorarios, comisiones u otros beneficios no monetarios.

---

<sup>11</sup> Ver nota 10

Este artículo recoge dos situaciones en las que un incentivo se considera no prohibido: (i) que sea recibido o entregado por el cliente o por una persona que actúe por su cuenta (artículo 26, letra a) o (ii) que se trate de un pago u honorario apropiado (*proper fee*), por permitir o ser necesario para la prestación del servicio (artículo 26, letra c).

Fuera de estos casos, sólo se podrán considerar no prohibidos aquellos incentivos que cumplan dos requisitos (artículo 26, letra b): (i) que, con carácter previo a la prestación del servicio y de forma clara, completa, exacta y comprensible, se revele al cliente su existencia, naturaleza y cuantía o método de cálculo; (ii) que esté diseñado para mejorar la calidad del servicio y no menoscabar el cumplimiento del deber de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente.

Evidentemente, este precepto, de no ser convenientemente interpretado y uniformemente aplicado, puede poner en peligro la actual red de distribución de fondos de inversión. Debe recordarse que la posibilidad de que las SGIIC comercialicen las acciones o participaciones de las IIC no fue contemplada hasta la modificación de la Directiva 85/611 operada por la Directiva 107/2001; por este motivo, tradicionalmente la comercialización de OICVM ha sido posible gracias a las redes comerciales de otras entidades financieras, en particular y para el caso español, de las entidades de crédito.

Generalmente, la retribución del servicio de distribución, imprescindible para poner los distintos OICVM a disposición del inversor final, se realiza mediante el establecimiento de una comisión de suscripción o reembolso en beneficio del comercializador, cuya exigencia representa, por tanto, un coste adicional para el inversor. No obstante, en el caso español se ha optado por otro modelo, el de las retrocesiones, en virtud del cual la gestora retrocede a favor del comercializador una fracción de su comisión de gestión: de este modo, el accionista o partícipe no afronta ningún gasto adicional, pues conoce desde el principio cuál es la comisión de gestión que va a soportar, no afectando a la rentabilidad de su inversión cómo se distribuya luego ésta entre la gestora y el comercializador.

La interpretación sostenida por el CESR no es favorable a la industria de los fondos de inversión, toda vez que parte de la presunción de que la retrocesión de una comisión en la distribución de fondos de inversión puede ser perjudicial para el inversor final, sin tomar en consideración que este esquema retributivo, constituye más una ventaja que un inconveniente para el inversor de fondos de inversión. En efecto, desde la perspectiva del inversor final la existencia de una red de distribución adecuada le garantiza el privilegio de poder elegir entre una gran diversidad de productos, a los que de otra forma no podría acceder, y la retribución de dicha red mediante retrocesiones no afecta a la rentabilidad de su inversión, pues no supone un coste adicional.

De este modo, el tratamiento de los incentivos propuesto por CESR puede poner en peligro el desarrollo de modelos de arquitectura abierta, cuyos beneficios para el inversor han sido reconocidos en el Libro Blanco de la Comisión Europea, y en

general la comercialización de OICVM, tanto doméstica como transfronteriza, ya que el pago de retrocesiones suele ser la forma más eficaz de acceder a nuevos mercados mediante la utilización de las redes de distribución de otras entidades.

## 2.2.4 Algunos retos de la inversión colectiva

En el presente apartado se abordan, por último, ciertas cuestiones que representan, a nuestro parecer, algunos de los retos más relevantes a los que se enfrenta, en la actualidad, la inversión colectiva, y ello tanto a nivel de la Unión Europea como desde una perspectiva más doméstica.

Dentro del primer grupo de cuestiones o cuestiones de carácter europeo, se encuentra la necesidad o no de regular a nivel de la UE ciertas formas de inversión alternativa de importancia creciente, como son los *hedge funds* o los fondos de *private equity*. Nos preguntamos, asimismo, sobre la necesidad de lograr una mayor armonización en materia de fondos inmobiliarios y por último, concluimos este capítulo fijándonos en un vehículo de inversión colectiva ya asentado en otros países de nuestro entorno pero novedoso en el nuestro. Nos referimos a los *Exchange Traded Funds* (ETF). Respecto de estos últimos y, dado que los mismos son objeto de estudio específico de la presente obra, nos limitaremos a examinar los retos concretos que afronta nuestro mercado local, motivados por la falta de regulación favorable de los ETF de carácter societario, circunstancia que junto con otras carencias que se recogen en el presente capítulo, podría colocar al mercado local emergente de ETF en una situación competitivamente desventajosa frente a otros mercados de la Unión.

### 2.2.4.1 ¿Es necesaria una regulación europea de los *hedge funds*?

La complejidad creciente de los productos de inversión, la diversificación cada vez mayor de los activos subyacentes y la aparición de estrategias de gestión alternativas hace conveniente plantearnos la posibilidad de armonizar, dentro de la Unión, estos vehículos que gozan de una acogida cada vez mayor entre los inversores.

En lo que respecta a los *hedge funds*, los mismos están presentes en los mercados financieros desde, por lo menos, hace 60 años, si bien sólo en un pasado mucho más próximo, su tamaño y número de inversores los ha transformado en pieza central de la actividad de inversión<sup>12</sup>. En julio de 2005, el subgrupo de trabajo que, en materia de inversión alternativa se ha creado en el seno de la UE y al que haremos referencia más adelante en el presente capítulo, estima que, a nivel mundial, los activos bajo gestión de este tipo de fondos alcanzan 1,2 trillones de dólares norteamericanos, 325 billones en la UE.

En efecto, el crecimiento de instrumentos de inversión alternativos más complejos constituye la respuesta a la demanda de inversores cada vez más sofisticados, pero

<sup>12</sup> En este sentido, ver el informe titulado "Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe", disponible en la página web de la Comisión Europea.

también podría suponer una fuente de riesgos. Una de las características que ha determinado el éxito de este producto es la base cada vez mayor de inversores que se acerca a los mismos, tales como fondos de pensiones, compañías aseguradoras y demás inversores institucionales, junto con un creciente apetito del colectivo minorista.

En la actualidad, la mayor parte de los Estados Miembros ha promulgado normativa regulando estos productos a nivel local. En España, por ejemplo, el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, recogió por primera vez estas figuras, aunque ha sido su reciente modificación, aprobada por Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, la que ha permitido acomodar la regulación de este producto a la realidad de los mercados internacionales.

Pese a que los desarrollos locales de los fondos de inversión alternativos han proliferado en los últimos años, no hay una norma comunitaria que sirva de punto de partida a las distintas legislaciones nacionales de los países miembros en esta materia. Lo anterior se entiende sin perjuicio del proceso de mimetismo que suele producirse en la regulación de los nuevos productos de inversión, porque los legisladores de los países que incorporan con más retraso un producto de inversión suelen tomar como punto de partida la normativa aprobada en otros países donde la figura ya existe. Este fenómeno determina que, en la práctica, encontremos similitudes en la aproximación que los distintos países hacen de estas figuras de inversión colectiva.

Sin embargo, tal y como mencionábamos, a nivel comunitario no existe una norma que aborde esta figura de inversión. La cuestión que se plantea es clara: ¿deben regularse a nivel europeo estas formas de gestión alternativa?

Antes de entrar en el ámbito de la UE, debemos hacer una breve referencia al Informe sobre el entorno regulatorio de los *hedge funds*, publicado en noviembre de 2006 por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Dicho informe, que es continuación de un estudio llevado a cabo por el mismo organismo en el año 2003, recoge las conclusiones de un extenso cuestionario que fue preparado por el Comité Técnico del IOSCO. Fruto de este estudio se alcanzaron cuatro conclusiones:

1. No existe una definición legal uniforme de estos vehículos de inversión colectiva.
2. Al tratarse de una figura de inversión de reciente expansión no se dispone en la actualidad de datos históricos suficientes para abordar de forma sistemática todos los aspectos de riesgo que pueden derivarse de situaciones de fraude para los inversores.
3. El número de inversores minoristas que adquieren estos productos puede calificarse de muy bajo, si bien se detecta un cambio claro hacia un interés creciente de los mismos.

4. Son varias las jurisdicciones que están desarrollando normativa específica para la autorización y registro de los *hedge funds*. Además, aunque dicha regulación no exista, es frecuente que los distintos agentes que participan en la industria (gestores, promotores o asesores) estén sujetos a regulación, y que se les aplique la normativa relativa a información, publicidad o mantenimiento de registros. En la práctica totalidad de los países que han regulado localmente esta figura, existe la figura del gestor, promotor o comercializador asesor de inversiones del fondos de inversión alternativa.

A la vista de estas conclusiones y en espera de que los datos que se dispongan del sector permitan en el futuro obtener nuevas conclusiones, el IOSCO ha decidido continuar el estudio de estas figuras, centrándose en aspectos relativos al desglose de información, tarifas<sup>13</sup> y al aspecto fundamental de la valoración de activos.

Ya en el ámbito de la Unión Europea, después de la publicación del Libro Verde de fondos de inversión en diciembre del año 2005, que establecía las prioridades en materia de inversión colectiva, la Comisión Europea nombró dos grupos de expertos a los que les encomendó analizar las mejoras que deben acometerse en la normativa europea para incentivar el desarrollo de la inversión colectiva. Uno de estos grupos es el denominado *Expert Group on Alternative Investment Funds* que, en la actualidad, está analizando la organización del negocio de la inversión alternativa en Europa. En concreto, el encargo que este grupo ha recibido de la Comisión, es el de estudiar si los gestores de este tipo de activos encuentran barreras en el desenvolvimiento de sus actividades en el mercado europeo y si esas dificultades deben ser objeto de actuaciones por parte de las instituciones de la Unión Europea. A su vez, este grupo de expertos cuenta con dos subgrupos de trabajo: el subgrupo de *private equity funds* y el subgrupo de *hedge funds*.

Este último subgrupo de trabajo ha publicado en el mes de julio del año 2006, un documento de gran relevancia para el sector bajo el título "*Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*". En adelante, haremos referencia a este trabajo como el Informe.

La cuestión de la necesidad o no de contar con una norma comunitaria reguladora de los *hedge funds* no tiene una respuesta unitaria. Por una parte, en la mayor parte de las jurisdicciones comunitarias, los productos de inversión alternativa no están destinados al inversor minorista o *retail*<sup>14</sup>, sino a inversores institucionales, profesionales, cualificados o sofisticados. Se asume, por lo tanto, que este tipo de inversores tiene el suficiente conocimiento para afrontar el riesgo asociado con los productos de inversión alternativa. Por lo tanto, parece que, desde la perspectiva de la protección del inversor, la regulación a nivel europeo de los *hedge funds* no sería necesaria o, por lo menos, distaría de ser una materia prioritaria.

<sup>13</sup> En este sentido ver también el reciente documento elaborado por el IOSCO "Consultation Report on Soft Commissions" de noviembre de 2006 disponible en la web de IOSCO.

<sup>14</sup> En España, por el contrario, las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión libre (IIC de IIC de LL), pueden comercializarse también al inversor minorista sin limitación alguna.

Otro argumento en contra de una regulación europea de los *hedge funds*, es el hecho de que, de abordarse la codificación de la materia de forma poco flexible, se correría el peligro de limitar la innovación en el desarrollo de estos productos, caracterizados por su constante cambio y dinamismo, pudiendo lastrar el futuro desenvolvimiento del mercado europeo de gestión alternativa. Dicho argumento ha sido precisamente recogido por el subgrupo de trabajo, que en el Informe citado considera que la regulación de las estrategias de inversión alternativas sería la antítesis de la flexibilidad que inspira el funcionamiento de los *hedge funds* y probablemente lastraría la libertad y dinamismo que caracterizan a estas figuras.

El subgrupo de expertos considera que la industria de la inversión alternativa está madurando de una forma en la Unión que no hace necesaria su regulación a escala europea. Es más, el Informe del grupo de expertos es tajante en su posición de no regular la materia, hasta el punto de considerar que una regulación a nivel europeo, en caso de ser desafortunada, podría producir una migración del negocio hacia territorios *off shore*.

En cuanto a la comercialización transfronteriza de los productos de inversión alternativa dentro de la Unión, la opinión del subgrupo de expertos a este respecto es que sin duda hay aspectos que han de abordarse, pero no con instrumentos legislativos o normativos. Por ello, el Informe identifica ciertas cuestiones en las que mediante pasos no normativos se podría trabajar para conseguir un mejor mercado de *hedge funds* en Europa. En concreto, dos son las recomendaciones que a este respecto formula el subgrupo de expertos:

1. Eliminar barreras de entrada a estos productos a inversores de distintas jurisdicciones.
2. Remover las barreras para la libre prestación de servicios entre los Estados Miembros para la prestación de servicios tales como administración de fondos o servicios de *prime brokerage*.

Por lo tanto, las previsiones futuras no pasan por la promulgación de una Directiva que regule los *hedge funds* europeos, de forma que el sector continuará madurando sin una regulación específica.

#### **2.2.4.2 ¿Debe tenderse a la armonización de los fondos inmobiliarios y de capital riesgo?**

Otro aspecto que está siendo examinado por las instancias europeas es la conveniencia de armonizar la regulación de ciertos productos de inversión que están adquiriendo, en los últimos tiempos, una importancia muy notable en el mercado europeo de la inversión colectiva. Nos referimos a los fondos inmobiliarios y a los de capital riesgo<sup>15</sup> (*private equity*).

---

<sup>15</sup> Por su parte, el fomento de los fondos de capital riesgo podría fortalecer el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas europeas con buenos potenciales de crecimiento.

En lo que concierne a los fondos inmobiliarios, producto de inversión que al igual que los fondos de capital riesgo y los *hedge funds* goza de gran éxito en la actualidad, los mismos no están siendo específicamente estudiados por los subgrupos de trabajo antes mencionados. Únicamente la Comisión Europea indica en su Libro Blanco que, en octubre de 2007, estudiará si es necesario introducir normativa sobre ciertos tipos de fondos, especialmente los fondos de inversión inmobiliaria, que no están cubiertos por el actual marco comunitario.

La falta de una regulación armonizada de estas figuras provoca que su procedimiento de registro en los distintos países miembros para su comercialización transfronteriza sea excesivamente gravoso, impidiendo, de esta forma, la formación de un mercado europeo para estos productos que cuentan con un buen acogimiento por parte de los inversores. El subgrupo de trabajo específico en materia de fondos de capital riesgo a la fecha de preparación del presente trabajo, a diferencia de lo que ocurre con el subgrupo de *hedge funds*, aún no ha publicado las primeras conclusiones del mandato recibido, por lo que habrá que esperar para conocer su dictamen y recomendaciones iniciales. Sin perjuicio de ello, parece a primera vista, que las dos recomendaciones formuladas en materia de inversión libre podrían ser exportables para favorecer que este tipo de fondos ganaran tamaño dentro de las fronteras de la Unión.

#### 2.2.4.3 Los ETF en España

Los *Exchange Traded Funds* (“ETF”) o fondos de inversión cotizados fueron incorporados a nuestro ordenamiento jurídico por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva. Los primeros ETF españoles han comenzado a negociarse durante el mes de julio del año 2006. En el momento de la preparación del presente trabajo, cotizan en nuestras Bolsas cinco ETF, tres de ellos sobre el Ibex 35 y dos sobre el Eurostoxx 50.

Sin embargo, a nuestro parecer, un reto relevante al que se enfrenta este nuevo segmento de mercado en nuestro país lo constituye el hecho de que el artículo 49 RIIC que regula esta figura, ha quedado ya obsoleto, pocos meses después de su promulgación<sup>16</sup>. Lo anterior se debe a que, tanto desde el punto de vista de los subyacentes aptos como desde la perspectiva del tipo de ETF que pueden negociarse en nuestro mercado, el citado artículo encorseta innecesariamente el crecimiento de un mercado emergente y con buenas expectativas.

Los ETF han evolucionado en los últimos años desde productos basados en índices de renta variable hacia productos estructurados de cobertura o apalancamiento en torno a índices de renta variable, así como hacia productos basados en índices de renta fija o incluso de materias primas (los fondos conocidos como *Exchange*

<sup>16</sup> El proceso para conseguir la normativa fiscal y mercantil que permitiera dar cabida a los ETF en nuestro ordenamiento jurídico fue muy largo, comenzándose los trabajos por los mercados secundarios españoles ya en el año 2002.

*Traded Commodities*, o su acrónimo en inglés, ETC). Por todo ello, se hace necesario que estos desarrollos del producto tengan cabida en nuestra normativa de forma que nuestros ETF puedan competir en unas condiciones equivalentes a las de los países de nuestro entorno.

En España, los ETF se han regulado en sede de fondos de inversión colectiva de carácter financiero, en concreto, en el artículo 49 del RIIC (Sección 3ª, Capítulo I, Título III del RIIC). Lo anterior determina que una institución de inversión colectiva con forma societaria no podría ser considerada en nuestro ordenamiento como un ETF, ni por tanto puede acogerse a las especialidades previstas por la normativa, tanto en materia de inversiones como en lo relativo a su régimen fiscal.

Por último, otro de los inconvenientes del citado precepto lo constituye el hecho de que el mismo establece que *“deberán existir entidades que asuman el compromiso de ofrecer en firme posiciones compradoras o vendedoras de participaciones con un diferencial máximo de precios [...]”*. Al referirse el artículo en plural a entidades, la CNMV está exigiendo por lo menos dos especialistas por ETF. Si bien la figura del especialista resulta esencial para el correcto funcionamiento del ETF, el número de especialistas con los que cuente el producto dependerá en gran medida de la liquidez del activo subyacente. En el caso de que este número mínimo se limite a un solo especialista, que en todo caso cumplirá con las obligaciones establecidas por el mercado, la liquidez podría verse incrementada en la medida en que existan proveedores de liquidez.