

Cuarenta años de fondos de inversión en España

Marco legislativo y novedades del mercado

Luis Ferruz Agudo*
Cristina Ortiz Lázaro*

El presente trabajo ofrece una amplia perspectiva de cómo la legislación vigente en España ha debido adaptarse tanto a los cambios del entorno como a las directrices marcadas desde la Unión Europea. Esta evolución refleja la consolidación y madurez del sector de la inversión colectiva en España. La legislación vigente (Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva) ofrece una perspectiva de especialización del sector con la aparición de nuevas figuras de inversión destinadas a cubrir necesidades específicas de los partícipes, como la creación de fondos de inversión libre, fondos cotizados o fondos por compartimentos. Además los inversores particulares, cada vez más concienciados con la realidad social, pueden destinar sus ahorros a fondos de inversión socialmente responsable.

Palabras clave: instituciones de inversión colectiva, fondos de inversión, legislación, productos financieros, España.

Clasificación JEL: F21, G31.



1. Introducción

El mercado de los fondos de inversión ha entrado ya en una fase de madurez, tras 40 años de andadura en los mercados financieros. En 1966 se lanzó *Nuovofondo*, el primer fondo de inversión comercializado en España y, desde entonces, han sido numerosos los cambios registrados tanto a nivel legislativo como en la propia evolu-

ción del mercado. Este trabajo aborda esas dos perspectivas del desarrollo de la industria de la inversión colectiva, por un lado describe la evolución del marco legislativo y, por otro, un análisis del mercado con especial énfasis en las figuras de inversión más novedosas.

Durante las últimas cuatro décadas, muchas han sido las estrategias legislativas para la promoción y desarrollo de la industria. Algunas de estas estrategias se han centrado en garantizar un alto grado de protección para el inversor particular. La cultura financiera de estos inversores particulares aumenta paulatinamente lo que unido a la mayor familiarización con los productos de inversión colectiva les ha

* Universidad de Zaragoza

Los autores quieren agradecer la financiación del Ministerio de Educación y Ciencia por el proyecto de investigación SEJ 2006-04208 con fondos FEDER y a la Universidad de Zaragoza por el proyecto 268-147. Cualquier posible error incluido en este trabajo es responsabilidad exclusiva de los autores.

impulsado a la compra de participaciones de fondos de inversión. El marco legal debe, por tanto, protegerlos frente a los posibles comportamientos abusivos de las gestoras.

Algunas cifras ilustrativas de este crecimiento son los datos de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco, www.inverco.es), que cifran en 5.285,8 millones de euros el patrimonio invertido en fondos de inversión en diciembre de 1989 frente a los 254.306,4 millones de euros alcanzados en diciembre de 2006. La industria ha cambiado por completo, tanto desde el punto de vista de la oferta, ya que en la actualidad se comercializan 2747 fondos, frente a los 166 existentes en 1989; como desde el punto de vista de la demanda, puesto que las familias están cada vez más habituadas a este producto y dedican una parte importante de su ahorro.

Además del crecimiento de la industria también es destacable la especialización de los instrumentos comercializados, como por ejemplo, la reciente aprobación de comercialización de Fondos de Inversión Libre, equivalente a la terminología anglosajona de *'hedge fund'*. Otro tipo de instrumentos específicos son los fondos con criterios éticos de selección de carteras, denominados fondos éticos o de inversión socialmente responsable. El primer fondo ético se creó en 1997 y, según datos de diciembre de 2006 de la CNMV, estos fondos gestionan 1.090 millones de euros. Aunque habitualmente coinciden, no deben confundirse los fondos de inversión socialmente responsable con fondos solidarios, que son aquéllos que dedican una parte de sus comisiones a acciones solidarias, fundamentalmente están destinadas a organizaciones no gubernamentales. El patrimonio de estos fondos es de 31,18 millones de euros.

A continuación, se hace un recorrido

por los principales hitos legislativos sobre la industria de inversión colectiva. La tercera sección examina la legislación vigente. Posteriormente, se analizan algunas magnitudes características del mercado de fondos de inversión. La quinta sección profundiza en los fondos de inversión libre y a continuación se describen otras figuras de inversión colectiva. Para concluir, se plantean algunas reflexiones finales.

2. Fases en el desarrollo de la industria de inversión colectiva

Las cuatro décadas de industria de inversión colectiva en España nos permiten tener una amplia perspectiva de la evolución de la misma, que puede clasificarse en cuatro fases coincidiendo con momentos importantes, según el Gráfico 1. Clasificaciones similares pueden encontrarse en Torrecilla (2001) y Ferruz y Vicente (2004).

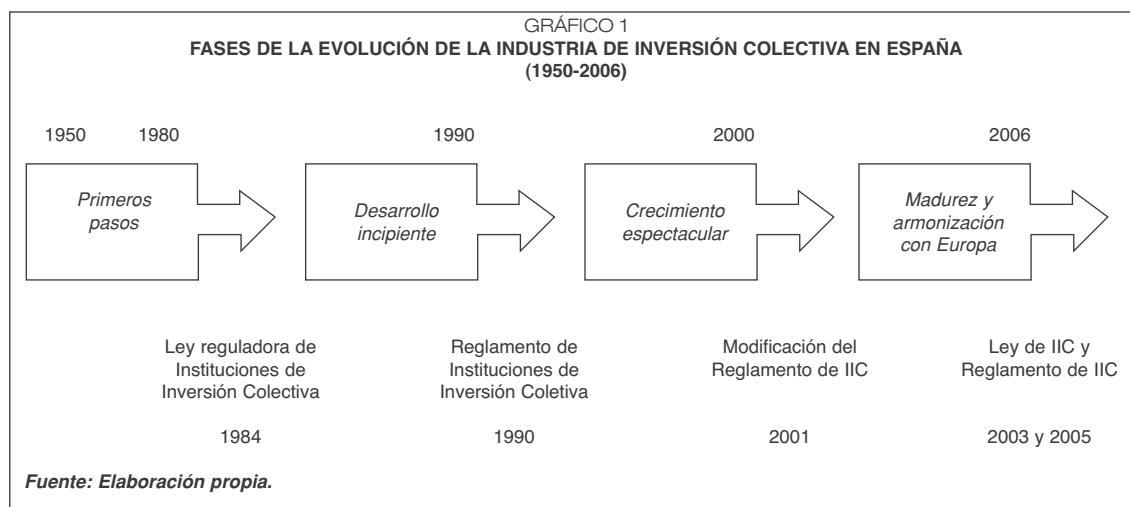
Primeros pasos:

A pesar de que en los años cincuenta y sesenta ya se comercializaban fondos de inversión en Estados Unidos o Reino Unido, en España todavía no existía gran interés por este tipo de inversiones. Es habitual, citar como primera referencia a la inversión colectiva la Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria (1). Esta ley introduce las sociedades de inversión con el ánimo de imitar las *«Investment Trusts»* de otros países europeos, popularizando así las grandes inversiones industriales tal y como recoge en su introducción. Además la ley dota a estas sociedades de beneficios fiscales.

(1) Otros trabajos que han usado esta referencia son, por ejemplo, Fernández-Rañada (1984) o Roda (1991).



COLABORACIONES



El texto de la misma fue modificado en la Ley de 26 de diciembre de 1958.

El reconocimiento legal específico de los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) como entidades de Inversión Colectiva no llegaría hasta la aprobación del Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio. El ánimo fundamental de aquel momento es la captación de los ahorros del pequeño ahorrador para diversificar sus inversiones. Los objetivos básicos, por tanto, de la inversión colectiva han permanecido presentes desde sus momentos más iniciales. El Decreto-Ley de 1964 permitió que la gestora Gesfondo del Banco Urquijo lanzara en 1966 el primer fondo de inversión, *Nuvofondo* y, de este modo, finalizar un período básico de la industria de inversión colectiva en España.

Desarrollo incipiente:

La existencia de vehículos de inversión no supuso, sin embargo, un aumento del interés de los inversores hacia los nuevos productos financieros debido, en gran parte, al desconocimiento existente por el gran público. La siguiente fase comenzaría a partir de la aprobación de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de Ins-

tituciones de Inversión Colectiva. Esta ley y sus posteriores modificaciones han supuesto un gran incentivo para el desarrollo de la industria. El marco normativo se completa con la aprobación del Reglamento en el Real Decreto 1393/ 1990, de 2 de noviembre. La aceptación de un producto viene indudablemente ligada también al tratamiento fiscal del mismo, por tanto la reforma del sistema fiscal de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas perfecciona el marco de actuación más adecuado para estimular el crecimiento de la industria de la inversión colectiva en España.

Crecimiento espectacular:

Ante la situación descrita en la fase anterior, la década de los noventa se presenta como un escenario perfecto para el definitivo impulso de la inversión colectiva. La proliferación de fondos y el crecimiento de los activos gestionados son espectaculares en estos años. Esta etapa podría extenderse hasta la aprobación del Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, que modifica parcialmente el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva en vigor hasta ese momento (R.D. 1393/ 1990). En este caso y, contrariamente a lo



COLABORACIONES

sucedido en los años 60, las modificaciones legislativas vienen requeridas por el dinamismo y la sofisticación que alcanzaba la industria de fondos de inversión. El patrimonio gestionado por la industria de fondos de inversión se multiplica por ocho durante los 10 años de esta etapa.

La Unión Europea no se ha mantenido al margen de la situación existente tanto en España como en otros países europeos y aprueba la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). En dicha Directiva se define, por primera vez, el concepto de OICVM y señala la existencia de legislaciones nacionales que pueden diferir notablemente entre un Estado miembro u otro y, por tanto, la necesidad de coordinación para crear un mercado europeo de capitales.

La aprobación del R.D. 91/2001 completa las deficiencias existentes en la regulación de los fondos de inversión como consecuencia del desarrollo espectacular vivido en los años 90. Según la introducción del nuevo Reglamento, se promueven dos objetivos principales. Por un lado, flexibilizar la creación y operativa de las instituciones de inversión colectiva para hacerlas más competitivas. Para ello, se relajan los límites establecidos para porcentajes máximos de inversión en un solo activo, regulando además la figura de Fondos índice, que permiten a las gestoras tomar como referencia índices bursátiles o de renta fija. Anteriormente, ajustar la cartera de inversión al índice bursátil de referencia no era posible puesto que el peso en el Ibex-35 de acciones como Telefónica, BBVA o SCH superan ampliamente el máximo 10 por 100 de inversión permitido por tipo de acción. En segundo lugar, abrir el mercado a nuevas figuras

de inversión colectiva presentes en el entorno económico actual y que denomina instituciones de inversión colectiva especializadas.

Madurez y armonización con Europa:

La entrada progresiva en una fase de madurez supone que los siguientes pasos sean la armonización de la legislación nacional con la legislación europea y la adaptación a nuevas situaciones del mercado.

En 2002 entran en vigor dos modificaciones a la Directiva 85/611/CEE, la Directiva 2001/107/CE y la Directiva 2001/108/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM); la primera, con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados; y la segunda, en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. El objetivo primordial de estas nuevas Directivas es llevar a cabo una armonización básica de las legislaciones nacionales para garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización y de los sistemas de supervisión cautelar, haciendo posible la concesión de una única autorización válida en toda la Unión Europea y la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen. Este permiso de comercialización y publicidad en otro Estado miembro diferente al de origen se conoce como *pasaporte europeo*.

Un aspecto básico referente a la armonización en Europa es la adecuación de la tributación en los diferentes Estados miembros. Esta perspectiva ha sido analizada, por ejemplo, en Ferruz, Ortiz y Vicente (2006) que comparan el tratamiento fiscal de las ganancias patrimonia-



COLABORACIONES

les obtenidas por inversores particulares en diferentes países de la Unión Europea. Por otro lado, Cruz (2000) analiza la repercusión de una propuesta de Directiva concerniente a la tributación de las plusvalías provenientes de Instituciones de Inversión Colectiva.

En este nuevo marco internacional, la legislación española debe adaptarse y el 5 de noviembre de 2003 se publica en el Boletín Oficial del Estado la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva que deroga la Ley 46/1984 y sus posteriores modificaciones. Según el ordenamiento jurídico español, las leyes son declaraciones de objetivos y principios, pero necesitan una regulación detallada que permita la aplicación específica de la Ley. Tras una larga demanda por parte del sector, el 9 de noviembre de 2005 entra en vigor, dos años después de la aprobación de la ley, el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003.

3. Especial referencia a la legislación vigente

Es notable la descripción que del mercado se hace en la exposición de motivos de la Ley 35/2003, destacando la madurez del sector caracterizado por la existencia de una demanda diversificada, exigente en calidad y precio y una competencia creciente entre los prestadores de servicios de gestión en el marco europeo y global. La ley se basa en tres principios básicos:

— Liberalización de la política de inversión. Se reduce la multitud de categorías legales de IIC introduciendo así, más flexibilidad y libertad para definir las políticas de inversión.

— Refuerzo de la protección de los inversores mediante el fortalecimiento de

las obligaciones de transparencia y de las normas de conducta frente a la anterior política de limitaciones a la actuación financiera de las IIC.

— Perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa. Se agiliza el procedimiento administrativo y la seguridad jurídica para los administrados para mejorar la calidad de la regulación.

Estos objetivos se han plasmado en el Real Decreto 1309/2005. El aspecto más esperado en el desarrollo del Reglamento es el artículo 43 que describe la instrumentación de las IIC de inversión libre, más conocidas por su terminología anglosajona *hedge funds*, que hasta ese momento no eran entidades legales reconocidas en España. La sección 5 incluye una descripción detallada de sus características

Otras novedades importantes del Reglamento son:

- La creación de *fondos de inversión cotizados*.
- La introducción de *compartimentos*.
- En lo que respecta a la *protección del inversor particular*, se adoptan diversas medidas como el establecimiento de límites máximos en las comisiones de los fondos. También se constituyen sistemas de imputación para las comisiones de gestión calculadas en función de los resultados de los fondos, para que el partícipe sólo satisfaga la comisión en función de los resultados realmente conseguidos. Se desarrolla, además, el ejercicio del derecho de separación de los partícipes de los fondos que permite que éstos soliciten el reembolso de sus participaciones, sin comisión ni gasto asociado, cuando se den determinados supuestos (cambio de política de inversión, sustitución de la sociedad gestora, etcétera). Las sociedades gestoras, depositarios, comercializadores y sociedades de inversión están sometidos al cumplimiento de normas de con-



COLABORACIONES

ducta con el objetivo de prevenir los conflictos de interés. Asimismo, la CNMV deberá autorizar la comercialización de fondos de inversión extranjeros en España.

4. Descripción de la evolución del mercado

El creciente interés de los inversores particulares hacia una mayor especialización de sus carteras descrito en la introducción queda también demostrado en la Cuadro 1. Las familias han experimentado una aportación cada vez mayor a los productos financieros en detrimento de sus activos financieros dedicados a depósitos y liquidez; lo que confirma la mayor cultura financiera existente en la actualidad.

A pesar de que la clasificación entre fondos de inversión mobiliaria (FIM) y fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) ha quedado oficialmente obsoleta a partir de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y su posterior Reglamento, ésta ha sido utilizada hasta la actualidad. Por ejemplo,

Inverco mantuvo dicha clasificación hasta principios de 2007 para presentar sus estadísticas mensuales. De la evolución histórica de la información proporcionada se pueden extraer interesantes conclusiones. En el Gráfico 2 se presenta la evolución del patrimonio y del número de partícipes de los fondos de inversión hasta junio de 2006. En ellos se aprecia el despunte de la industria durante la segunda mitad de la década de los noventa y cómo los fondos de inversión mobiliaria han mostrado una creciente importancia relativa respecto a los FIAMM. En junio de 2006 los FIM representan un 86,26 por 100 y un 85,69 por 100 en cuanto a patrimonio y partícipes, respectivamente de las cifras totales de fondos de inversión.

5. Fondos de inversión libre

Sería complicado facilitar una única definición de los comúnmente conocidos como *hedge funds*, ya que su principal característica es la flexibilidad en la formación de carteras. Por este motivo, suelen estar cla-

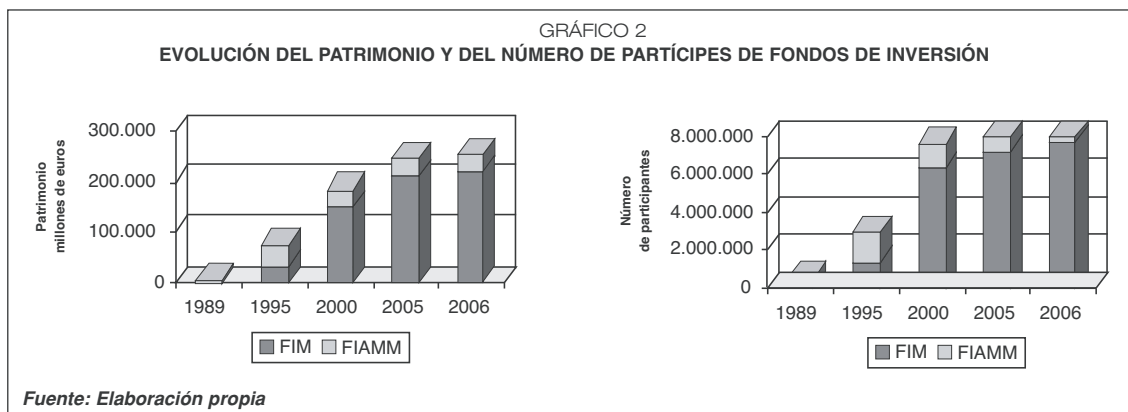


COLABORACIONES

CUADRO 1
Cuentas financieras de los hogares e instituciones sin ánimo de lucro por instrumento financiero

Miles de millones de euros	1995	2000	2003	2004	2005	2006 (Trim.3)
Efectivo y depósitos.....	321,00	416,83	498,78	541,25	595,75	647,80
(Porcentaje)	(50,7)	(39,7)	(40,1)	38,7)	(38,1)	(38,3)
Inversión directa	153,88	305,94	354,05	423,56	489,36	537,33
(Porcentaje)	(24,3)	(29,2)	(28,5)	(30,2)	(31,3)	(31,8)
Renta fija	22,52	26,65	37,75	40,94	52,03	50,19
(Porcentaje)	(3,6)	(2,5)	(3,0)	(2,9)	(3,3)	(3,0)
Renta variable y otros	131,36	279,29	316,30	382,62	437,33	487,14
(Porcentaje)	(20,8)	(26,6)	(25,4)	(27,3)	(29,9)	(28,8)
Participaciones de fondos de inversión	63,93	143,78	155,98	172,65	196,39	205,52
(Porcentaje)	(10,1)	(13,8)	(15,4)	(14,8)	(14,5)	(12,2)
Acciones emitidas por las sociedades de inversión (porcentaje)	-	-	-	6,40	6,92	7,93
Reservas técnicas de seguro	63,45	145,02	190,83	207,70	226,16	234,49
(Porcentaje)	(10,0)	(13,8)	(15,4)	(14,8)	(14,5)	(13,9)
Otros	30,31	37,64	43,48	48,80	50,36	55,41
Porcentaje)	(4,8)	(3,6)	(3,5)	(3,5)	(3,2)	(3,3)
Total	632,57	1.049,21	1.243,12	1.400,36	1.564,93	1.691,49
Pasivos	185,35	340,44	500,31	591,12	701,38	796,42
Activos financieros netos.....	447,22	708,77	742,81	809,24	863,54	895,07

Fuente: Cuentas financieras cuatrimestrales del Banco de España. (Actualización 2006-III de 19 de enero de 2007).



sificados como productos de inversión alternativa. Tradicionalmente han estado muy poco regulados y en Estados Unidos, contrariamente a los fondos de inversión, no se registran en la Securities Exchange Commission (SEC). Los *hedge funds*, en general, se establecen como sociedades donde el socio principal actúa también como responsable de la gestión. Del mismo modo que otros productos de inversión alternativa, los *hedge funds* tratan de proporcionar rentabilidades no correlacionadas con las inversiones tradicionales.

El origen de los *hedge funds* data de 1949 cuando Alfred Winslow Jones forma un fondo de inversión como una sociedad que llama 'hedge fund'. Jones confiaba en nuevos estilos de gestión y desarrolla una estrategia de mercado neutra compensando posiciones largas con ventas en corto y usando el apalancamiento para incrementar la exposición al mercado y las rentabilidades potenciales. Se hace una apuesta sobre el diferencial de precios y aunque las rentabilidades de las posiciones largas podrían ser mayores, también se protege así de las grandes pérdidas. Otra característica de este tipo de inversión es la introducción de una comisión sobre el beneficio que se obtiene.

A pesar del término empleado, los '*hedge funds*' no siempre presentan una situación de cobertura (traducción literaria de '*hedge*'); pueden invertir en un gran

abanico de activos, tomar posiciones no diversificadas, vender en corto, usar derivados, y apalancar sus carteras. Estas características hacen de los *hedge funds* un vehículo de inversión dirigido fundamentalmente a inversores institucionales o inversores sofisticados con gran capacidad inversora. Los *hedge funds* persiguen un determinado objetivo de rentabilidad o rentabilidad absoluta, independientemente del momento de los mercados financieros y, por tanto, no están evaluados respecto a un *benchmark*.

También es común encontrar *hedge funds* domiciliados en paraísos fiscales tales como las Islas Vírgenes Británicas, las Bahamas, Bermuda, las islas Caimán o Luxemburgo, denominándose *offshore hedge funds*. Los inversores en estos fondos no están sujetos a tributación en esos países y los beneficios están nada o ligeramente cargados en el país de origen. Sus características hacen complicada una recopilación completa de datos sobre los mismos, ya que esos datos son provistos de forma independiente por el gestor.

Las dificultades para conseguir una base de datos completa hacen complicado realizar un análisis de la evolución de la industria en los últimos años. Se estima que en 1990 había 300 fondos, superando los 8.000 en la actualidad.

A efectos comparativos, se presenta el esbozo de las principales regulaciones de



COLABORACIONES

Estados Unidos. La Investment Company Act de 1940 declara la libertad de los *hedge funds* y su exención de registro, sin embargo, exige un mínimo de 100 inversores. Además, las participaciones deben venderse únicamente a inversores *acreditados* que incluyen inversores particulares con un patrimonio superior al millón de dólares. Posteriormente, en 1996, se suprime el límite de inversores, pero se redefinen los inversores aptos para este tipo de inversiones. Sólo podrán invertir en *hedge funds* inversores *cualificados*, es decir, inversores patrimoniales con patrimonio superior a 5 millones de dólares e inversores institucionales con un capital mínimo de 25 millones de dólares. Cumpliendo estas características, se garantiza que los inversores asumen y son capaces de comprender el riesgo intrínseco de estas inversiones y que no es tan necesaria la protección de las leyes federales como para el resto de fondos de inversión.

Los *hedge funds* también se caracterizan porque la remuneración de los gestores está ligada a los incentivos de resultados. En la industria de fondos de inversión las comisiones de gestión están, por el contrario, relacionadas con el volumen de patrimonio gestionado. Es una práctica general la existencia de un bonus de incentivo, por la que los gestores reciben mayor importe a partir de un determinado nivel de rentabilidad, conocido como «marca de agua».

5.1. Los fondos de inversión libre en España

La regulación de los *hedge funds* ha sido introducida recientemente por varios Estados miembros de la Unión Europea. Los principales aspectos regulados son la forma estructural y los requisitos para comercializar fondos públicamente en el

resto de países. Según EFAMA (2005), en su estudio de comparación de la legislación de *hedge funds* en Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, España, Suecia y Suiza, existe «una armonización parcial en la legislación europea de *hedge funds*». Una característica común es la forma legal establecida, sin embargo, hay cierto vacío legislativo en cuanto a la inversión o número de partícipes mínimo en el fondo.

En España, se estructuran y regulan los *hedge funds* por primera vez en el R.D. 1309/2005, de 4 de noviembre bajo la denominación de instituciones de inversión colectiva de inversión libre. Esta regulación aparece mayoritariamente en el artículo 43 cuyos principales aspectos se recogen a continuación.

- La inversión mínima es un desembolso inicial de 50.000 euros y deberá dirigirse exclusivamente a inversores cualificados tal y como los define la directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de 2003 (2).
- El número mínimo de partícipes es 25 (para otros fondos de inversión esta cifra es 100).
- El valor liquidativo de las acciones y participaciones deberá calcularse, al me-

(2) La directiva 2003/71/CE define los inversores cualificados como: personas jurídicas autorizadas para operar en los mercados financieros (p.ej.: entidades de crédito, empresas de inversión, organismos de inversión colectiva, o fondo de pensiones); gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, instituciones internacionales y supranacionales; otras personas jurídicas que no cumplan dos de los tres criterios siguientes: un número medio de empleados inferior a 250 a lo largo del ejercicio, un balance total que no supere los 43 millones de euros y un volumen de negocios neto anual no superior a 50 millones de euros; personas físicas puede pedir el reconocimiento de inversores cualificados si cumplen al menos dos de los siguientes criterios: que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; que el volumen de la cartera de los valores del inversor sea superior a 500.000 euros, o que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos sobre la inversión de valores.



COLABORACIONES

nos, trimestralmente, pudiendo ser ampliado a una base semestral si así lo exigen la naturaleza de las inversiones previstas. Con dicha frecuencia se establecerán los momentos de suscripción y reembolso de fondos.

- No se aplican límites máximos de comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso previstos en el Reglamento.

- Pueden invertir en todo tipo de instrumentos financieros y derivados, independientemente de la naturaleza del subyacente.

- El límite de endeudamiento de estas instituciones de inversión colectiva (IIC) no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio y deberá indicarse en el folleto simplificado, que recogerá también los criterios de valoración de activos, la posible existencia de conflictos de interés, las comisiones y gastos aplicables y las condiciones de reembolso.

- Previamente a la suscripción o adquisición de participaciones o acciones, el inversor deberá expresar por escrito su conocimiento del riesgo inherente.

- Estas IIC se inscriben en un registro especial en la CNMV, que establece los requisitos específicos que han de tener las sociedades gestoras de este tipo de IIC.

Como se ha visto hasta el momento, las IIC de inversión libre están dirigidas a inversores con grandes patrimonios, pero existe una figura para acercar este producto a los inversores minoristas, las IIC de inversión libre con una mayor diversificación del riesgo. El Reglamento -art.44- establece los siguientes aspectos:

- Deben invertir al menos el 60 por 100 de su patrimonio en IIC de inversión libre.

- No podrán invertir más del 10 por 100 de su patrimonio en una única IIC.

- Presentan características similares a las IIC de inversión libre en cuanto a cálculo de valor liquidativo, comisiones, inscripción en el registro de la CNMV, información al inversor y requisitos de las sociedades gestoras.

- El folleto y toda publicidad de promoción deberán indicar claramente los riesgos de la inversión, el objetivo y política de inversión, las comisiones y gastos soportados y los requisitos de reembolso.

La CNMV aprobó la Circular 1/2006, de 3 de mayo, sobre Instituciones de Inversión Libre, donde se detalla de forma más exhaustiva la regulación de los nuevos productos. Sin embargo, el despegue de estos productos todavía es lento, en noviembre de 2006 se constituye el primer fondo de inversión libre, denominado BBVA Codespa Microfinanzas. Hasta abril de 2007 se han registrado otros seis fondos de inversión libre en la CNMV como se detalla en el Cuadro 2.

Dadas las particularidades de estos productos, se hace necesaria la elaboración de medidas específicas. Por ello, se aprueba el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005. Las modificaciones que aquí se recogen se centran fundamentalmente en las instituciones de inversión colectiva de inversión libre para potenciar su desarrollo en el mercado y ajustarse a la normativa aplicable en los países de su entorno. El aspecto básico es la flexibilización de los reembolsos por parte de la gestora que no tendrá que garantizar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo. También les posibilita la creación de períodos mínimos de permanencia o establecer un límite máximo de reembolso tras prorratear por las solicitudes existentes. No obstante, todas estas características deberán figurar explícita y detalladamente en el folleto. De nuevo se hace



COLABORACIONES

CUADRO 2
FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE REGISTRADOS EN LA CNMV

Denominación	Entidad Gestora	Fecha de registro	Objetivo de inversión
BBVA Codespa microfinanzas, FIL	BBVA gestión, S.A., SGIIC	8/11/2006	Inversión en cualesquiera valores no cotizados emitidos por Instituciones Microfinancieras o instrumentos emitidos con la finalidad de financiar la actividad de tales instituciones, consistente en promover el desarrollo sostenible de países en vías de desarrollo (fundamentalmente de América Latina)
BBVA & partners retorno absoluto, FIL	BBVA gestión, S.A. SGIIC	4/12/2006	Utilización de estrategias de gestión alternativa (principalmente, «Long-Short Equity» — con mayor atención a valores del sector financiero — y global macro)
Fondo Adamantium, FIL (antes Amadeus, FIL)	Santander gestión de activos, S.A., SGIIC	4/12/2006	Estrategia principal «Long-Short» en activos del mercado de divisas, renta fija, renta variable y materias primas. Residualmente estrategias de gestión alternativa como arbitraje estadístico y <i>event-driven</i>
Fondo kaizen, FIL	Santander gestión de activos, S.A., SGIIC	4/12/2006	Gestión alternativa para el arbitraje de divisas, principalmente, yen, euro, dólar americano, dólar canadiense, dólar australiano y libra esterlina. Residualmente estrategias de gestión alternativa como arbitraje estadístico y <i>event-driven</i>
Cygnus long short utilities paneuropeas, FIL	Álgebra partners, SGIIC, S.A.	4/12/2006	Long-short, enfocado en el universo de empresas de servicios públicos (<i>“utilities”</i>) paneuropeas con especial énfasis en gas, electricidad y agua
Siitnedif Tordesillas, FIL	Siitnedif, SGIIC, S.A.	13/02/2007	Long-short, enfocado en el universo de empresas españolas y portuguesas
March cartera activa, FIL	March gestión de fondos, SGIIC, S.A.	2/04/2007	Política de inversiones ágil, con inversiones en valores de renta variable, en concreto, en empresas con sólidos fundamentales, cotizadas en las principales Bolsas mundiales

Fuente: CNMV



COLABORACIONES

hincapié en el carácter especializado de este tipo de inversión ya que se prohíbe la comercialización y publicidad de fondos de inversión libre a inversores minoristas.

6. Abanico de posibilidades de inversión colectiva

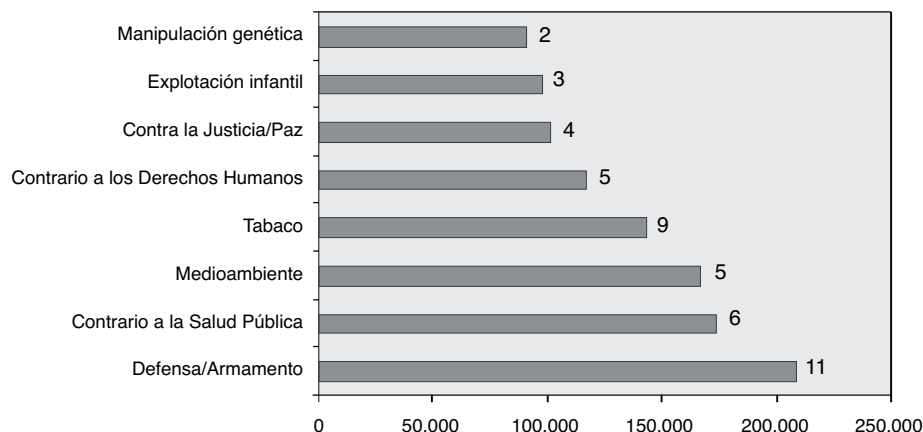
6.1. Fondos de inversión socialmente responsable

En la actualidad existe una demanda creciente a las empresas de información relativa a la gestión social y medioambiental que realizan. Del mismo modo, los

inversores financieros aspiran a que sus activos estén gestionados acorde con ciertos patrones que cumplan sus idearios éticos y sociales. En este contexto surge el concepto de inversión socialmente responsable. Ferruz y Marco (2006) ofrecen una amplia panorámica del concepto y evolución de la inversión socialmente responsable tanto en España como desde una perspectiva europea.

A pesar de que en el entorno mundial los primeros fondos de inversión éticos datan de los años sesenta, en España, no se comercializan hasta 1997 (Ahorro Arco Iris, FIM). Moneva y Royo (2003) es uno de los primeros trabajos que describen y

GRÁFICO 3
PATRIMONIO Y NÚMERO DE FONDOS DE INVERSIÓN ÉTICOS SEGÚN EL CRITERIO DE SELECCIÓN EXCLUYENTE
(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia

clasifican los fondos éticos existentes hasta 2001.

Este sector está autorregulado por una circular de la Comisión Ética de Inverco sobre la utilización por las instituciones de inversión colectiva de la denominación «ético», «ecológico» o cualquier otro que incida en aspectos de responsabilidad social publicada el 15 de noviembre de 1999. Los fondos calificados como éticos, son aquellos que gestionan sus carteras acorde con unos criterios establecidos por la Comisión Ética del fondo y accesibles públicamente a través del folleto informativo. Los criterios de selección suelen combinar criterios positivos (apoyan inversiones en empresas que se desarrollan según las convicciones del inversor pero no son determinantes para la inversión) y negativos (excluyen las empresas que actúan en contradicción con los ideales éticos del fondo).

El Gráfico 3 indica algunos de los criterios excluyentes más habituales en los fondos de inversión socialmente responsables domiciliados en España. En dicho gráfico se indica el patrimonio total gestionado con ese criterio excluyente, así como el número de fondos que lo aplican

(es habitual que un mismo fondo aplique más de un criterio de selección negativo).

En la Unión Europea, los fondos de inversión destinados a inversores particulares suponen en junio de 2006 un patrimonio de 34.000 millones de euros según el estudio de Avanzi SRI Research (2006) (3). Entre los países incluidos en el estudio destacan por el volumen de patrimonio gestionado Reino Unido, Francia y Bélgica, respectivamente. En España, existen 15 fondos de inversión y una sociedad de inversión socialmente responsables. Los fondos de inversión gestionan un patrimonio total en diciembre de 2006 de 1.094,19 millones de euros. Esta cifra supone un 0,43 por 100 respecto al total de la industria de inversión, porcentaje que se sitúa por debajo del existente en otros países como Estados Unidos (2,01 por 100) y de la Unión Europea (0,62 por 100).

Existe otra figura de inversión destinada a inversores con inquietudes y concienciación social que se denomina fon-

(3) Este informe recoge información de: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Noruega, Polonia, Reino Unido, Suecia y Suiza.



COLABORACIONES

dos de inversión solidarios. Estos fondos se caracterizan porque destinan parte las comisiones a ONGs o instituciones sin ánimo de lucro. Los fondos de inversión socialmente responsable suelen tener también esta característica, aunque en diciembre de 2006 existen cuatro fondos de inversión que son exclusivamente fondos solidarios.

6.2. Otras figuras de inversión colectiva

Gracias a la flexibilización en la composición de las carteras propuesta en la Ley 35/2003, el Real Decreto 1309/2005 como Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva puede plasmar figuras de inversión específicas y novedosas, por ejemplo, crea los fondos de inversión cotizados y permite establecer compartimentos en los fondos o sociedades de inversión.

La definición que ofrece la legislación para los fondos de inversión cotizados, según el artículo 49 del Reglamento, es aquellos fondos cuyas participaciones estén admitidas a cotización en bolsa de valores. Para dicha cotización se exige la autorización previa de la CNMV y fijar como objetivo de la política de inversión la reproducción o réplica de un determinado índice. El índice establecido debe pertenecer a un mercado de valores que cumpla las características similares a las exigidas para ser reconocido como mercado secundario oficial según la legislación española.

A finales de 2006, se comercializan en España cinco fondos de inversión cotizados, aunque sólo tres están domiciliados en España. Dos de ellos replican el Ibex-35, mientras que el otro reproduce el Eurostoxx 50. En diciembre de 2006 gestionan un total de 363,77 millones de euros y cuentan con 4.629 partícipes.

Los fondos por compartimentos crean diferentes clases de participaciones dentro de un mismo fondo de inversión que pueden tener diferentes políticas de inversión. Si el número mínimo de partícipes por fondo es de 100, cada compartimento deberá tener al menos 20. Por otro lado, el patrimonio mínimo de un compartimento es de 600.000 euros siempre que el fondo de inversión alcance los tres millones de euros.

En el reciente RD 362/2007 establece que las instituciones de inversión colectiva no podrán tener compartimentos con carácter de inversión libre si no tienen dicha naturaleza.

7. Reflexiones finales

El desarrollo de la industria de fondos de inversión ha sido espectacular, especialmente en la década de los noventa, lo que hace necesario un dinamismo constante a la hora de establecer las pautas legislativas. Especialmente en un país como España con gran tradición normativa.

La agilidad e innovación continua en los mercados financieros exige que los legisladores sigan su evolución de manera continua. De este modo se podrían evitar situaciones como el lapso de dos años entre la aprobación de la última Ley 35/2003 y su Reglamento correspondiente que no fue aprobado hasta noviembre de 2005.

La segunda parte de este artículo se centra en la descripción del mercado así como en la presentación detallada de figuras de inversión específicas del mercado. Esta especialización se deriva de la madurez alcanzada por el mercado tras el crecimiento explosivo de la década de los noventa. Así, en la actualidad, existen en España, los fondos de inversión libre, con una gran flexibilidad en la formación de



COLABORACIONES

las carteras y con un riesgo inherente mucho mayor.

De forma incipiente pero con fuerza se han establecido también fondos y sociedades de inversión socialmente responsables, para cubrir las necesidades de los inversores con fuertes convicciones sociales y medioambientales.

Las modificaciones de la regulación y, sobre todo, la evolución del mercado marcarán el desarrollo futuro de la industria de inversión colectiva en España. Sin duda, el sector avanza de un modo consolidado y serán los propios partícipes del mercado los que determinen qué productos siguen adelante o qué nuevas figuras de inversión son más adecuadas.

Bibliografía

- [1] CRUZ, I. (2000): «Las instituciones de inversión colectiva. Directivas comunitarias y situación en nuestro ordenamiento tributario», *Boletín Económico del ICE*, nº 2671, pp.17-25.
- [2] EFAMA (2005): «Hedge Fund Regulation in Europe. A comparative survey». European Fund and Asset Management Association, November 2005.
- [3] FERNÁNDEZ-RAÑADA, P. (1984): «Las instituciones de inversión colectiva», *Papeles de Economía Española*, 18, pp.371-383.
- [4] FERRUZ, L. y MARCO, I. (2006): «Algunas reflexiones sobre la inversión socialmente responsable», *Boletín Económico de ICE*, nº 2901, diciembre, pp.35-44.
- [5] FERRUZ, L., ORTIZ, C. y VICENTE, L. (2006): «Retos de la nueva Unión Europea: Convergencia fiscal en materia de fondos de inversión», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, 16, 1, pp.201-216.
- [6] FERRUZ, L. y VICENTE, L. (2004): *Fondos de Inversión. Gestión y otros aspectos fundamentales*, Madrid, Ed. AECA.
- [7] MONEVA, J.M. y ROYO, J.M. (2003): «La inversión socialmente responsable: especial referencia a los Fondos de Inversión Éticos», *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, mayo, pp.25-36.
- [8] RODA, F. (1991): «Las instituciones de inversión colectiva en España», *Papeles de Economía Española*, 49, pp.158-167.
- [9] TORRECILLA, A. (2001): «Las Instituciones de Inversión Colectiva», en «Curso de bolsa y Mercados Financieros» de Sánchez, J.L., Instituto Español de Analistas Financieros, Ed. Ariel.



COLABORACIONES

ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

☐ Solicito la suscripción que se detalla a continuación:

PUBLICACIONES PERIÓDICAS	ESPAÑA	EXTRANJERO
	1 año	1 año
☐ Boletín Económico de Información Comercial Española. (24 números/año, monográficos e índice anual)	☐ 81,10 € (1)	☐ 106,20 €
☐ Información Comercial Española. Revista de Economía (6 números/año e índice anual)	☐ 62,60 € (1)	☐ 74,90 €
☐ Cuadernos Económicos de Información Comercial Española. (Número suelto)	☐ 15,00 € (1)	
		Total

(1) Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.

DATOS

Nombre y apellidos
 Empresa
 Domicilio
 D.P. Población
 N.I.F.
 Teléf. Fax.
 Firma

FORMAS DE PAGO

- ☐ Transferencia a la cuenta del Centro de Publicaciones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
 BBVA. Pº de la Castellana, 148. 28046 MADRID (ESPAÑA)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE:
0182-9091-52-0200000597

ORDEN DE PEDIDO

Título	Importe
	Total

Ejemplar suelto:

Boletín Económico de Información Comercial Española:
 España 4,70 € + I.V.A. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.
 Extranjero 8,00 € + I.V.A. (Según zona geográfica) (más 5,00 € de gastos de envío)
Información Comercial Española. Revista de Economía:
 España 12,40 € + I.V.A. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.
 Extranjero 13,60 € + I.V.A. (Según zona geográfica) (más 5,00 € de gastos de envío)
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española.
 España 15,00 € + I.V.A. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.

DATOS

Nombre y apellidos
 Empresa
 Domicilio
 D.P. Población
 N.I.F.
 Teléf. Fax.

FORMAS DE PAGO

- ☐ Transferencia a la cuenta del Centro de Publicaciones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
 BBVA. Pº de la Castellana, 148. 28046 MADRID (ESPAÑA)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE:
0182-9091-52-0200000597



MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO
SUBSECRETARÍA
 DIVISIÓN DE INFORMACIÓN, DOCUMENTACIÓN Y PUBLICACIONES
 CENTRO DE PUBLICACIONES

Información y venta directa:

Paseo de la Castellana, 160. Vestíbulo. 28071 Madrid. Teléfono 91-349 49 68
 Paseo de la Castellana, 162. Vestíbulo. 28071 Madrid. Teléfono 91-349 36 47

Suscripciones y ventas por correspondencia:

Paseo de la Castellana, 160. Planta 0. 28071 Madrid. Teléfono 91-349 51 29 Fax 91-349 44 85

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio:

<http://www.revistasice.com/RevistasICE/Suscripciones/pagFormulario.htm>