FUNDACIÓN INVERCO

El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión

Fundación inverco

© Fundación Inverco. 2010

Príncipe de Vergara, 43. 28001 Madrid
Teléfono: 91 431 47 35
Correo electrónico: informacion@fundacioninverco.es
http://www.fundacioninverco.es

Depósito Legal: M-26475-2010

Diseño, maquetación e impresión:
Print A Porter, Comunicación.
Salvador Alonso, 12. 28019 Madrid

Imprenta Modelo. Madrid

El IMPACTO DE LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA INVERSIÓN COLECTIVA Y EN EL AHORRO-PREVISIÓN

La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) agrupa a más de 7.500 entidades (Sociedades, Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones), con un volumen de activos del orden de 310.000 millones de euros y más de 15 millones de partícipes.

A nivel internacional, las *Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)* son el instrumento de ahorro más generalizado. Las cifras que se muestran a continuación así lo reflejan:

- El volumen de patrimonio de las IIC, en el ámbito de la Unión Europea, superaba en 2009 los 5,2 billones de euros, con unos 36.000 Fondos.
- A nivel mundial, el volumen de patrimonio de las IIC, superó en 2009 los 16 billones de euros, con más de 66.000 Instituciones.

También a nivel internacional, los *Planes y Fondos de Pensiones* constituyen, en este momento, la fórmula más generalizada de ahorro-previsión y de prestaciones de pensiones. Así, en 2009, el volumen de activos de los Fondos de Pensiones alcanzó los 13 billones de euros.

La suma de activos de estas Instituciones era de 29 millones de euros, equivalente a la capitalización bursátil de todas las empresas cotizadas en Bolsa a nivel mundial.

La Asociación ha desarrollado una intensa labor desde su constitución para impulsar el ahorro colectivo, a través de las Instituciones de Inversión Colectiva, y el ahorro-previsión, especialmente, los Planes de Pensiones, tanto individuales como colectivos.

INVERCO forma parte de cinco Federaciones:

- La Federación Europea de Fondos y Gestión de Activos (European Fund and Asset Management Association - EFAMA), que está integrada por veintidós Asociaciones de los países de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Rumanía y Suecia), más Liechtenstein, Noruega, Suiza y Turquía. Adicionalmente se ha incorporado más de cuarenta y cuatro entidades en calidad de miembros corporativos.

- La Federación Europea de Fondos de Pensiones (European Federation for Retirement Provisión - EFRP), que está integrada por dieciséis Asociaciones de los países de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Polonia, Portugal, Reino Unido y Suecia), más Croacia, Guernsey, Islandia, Noruega y Suiza. En total, veintiún miembros.
- La Federación Internacional de las Asociaciones nacionales de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), que está integrada por las dieciocho Asociaciones nacionales de Antillas Holandeses, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, España, Honduras, México, Panamá, Perú, Polonia, República Dominicana, Rumanía, Ucrania y Uruguay. Adicionalmente, se han incorporado siete Entidades, en calidad de miembros corporativos.
- La Federación Internacional de Fondos de Inversión (IIFA), integrada por cincuenta y seis Asociaciones nacionales de Alemania, Argentina, Australia, Austria, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Dinamarca, Ecuador, El Salvador, Eslovaquia, España, Estados Unidos, Federación Rusa, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Malasia, Marruecos, México, Noruega, Nueva Zelanda, Pakistán, Paraguay, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Coreana, Rumanía, Singapur, Sri Lanka, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Taiwan ROC, Trinidad y Tobago, Turquía y Venezuela.
- La Federación Iberoamericana de Fondos Mutuos (FIAFIN), constituida en 2006, que está integrada por las Asociaciones nacionales de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Méjico, Perú, Portugal, República Dominicana y Venezuela. En total catorce miembros.

INVERCO ocupó, durante el período 1994-1997, la Vicepresidencia y posteriormente la Presidencia de la Federación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA), de cuyo Consejo de Administración y Comités de Trabajo forma parte.

Asimismo, desde 2001 viene ostentando una Vicepresidencia de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP) y desde 2007 ocupa la Presidencia de la Federación Europea de Planes y Fondos de Pensiones (EFRP).

La Fundación INVERCO tiene como fines el desarrollo de la investigación, la formación, la creación de opinión y divulgación sobre sistemas de ahorro colectivo, previsión social y gestión patrimonial. La Fundación INVERCO ha considerado conveniente hacer un análisis de la reciente crisis económica y financiera y de su

impacto sobre el ahorro colectivo y el ahorro previsión, en particular sobre las Instituciones de Inversión Colectiva y los Planes y Fondos de Pensiones, y ha confiado la realización de este estudio a Analistas Financieros Internacionales (AFI), que ha sido coordinado por José Antonio Herce y David Cano y en el que han trabajado Francisco José Valero, Sebastián Larraza, David Fernández, Luis Hernanz, Alberto Vázquez, María Sara Baliña, Miguel Arregui, María Reyes Maroto y Unai de Juan.

La Fundación INVERCO ha respetado, en todo momento, el contenido de la publicación y las opiniones de los autores del estudio, que reflejan, por tanto, su propio criterio y no el de la Institución.

El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión

La crisis financiera iniciada en julio de 2007 contiene factores singulares tanto en su génesis como en su desarrollo, resolución e implicaciones. Su estudio aportará, pues, valiosos elementos de análisis para tratar de anticipar futuros episodios de turbulencias. Pero, además, la experiencia adquirida en estos tres años será útil para minimizar el impacto, tanto en duración como en magnitud, de crisis venideras.

Los acontecimientos sufridos, muy vinculados a los mercados financieros, han afectado a la inversión colectiva y a los fondos de pensiones a nivel mundial. Y no sólo por las pérdidas que se han podido producir en el valor de las inversiones, sino también por el deterioro que, en algunos casos y para algunos productos, ha sufrido su reputación.

Se hace necesario, por consiguiente, estudiar las principales características de la crisis financiera y económica y su impacto sobre las instituciones de inversión colectiva (IIC) y los fondos de pensiones. Porque el análisis no sólo interesa a los agentes más involucrados por motivos profesionales (gestores, reguladores y supervisores).

La inversión colectiva tiene un papel clave en la economía y en el sistema financiero, por cuanto supone una de las principales vías de canalización del ahorro hacia los activos financieros, pero con importantes virtudes para el inversor.

En primer lugar, las sociedades, los fondos de inversión y los fondos de pensiones permiten el acceso a cualquier activo y mercado financiero independientemente del importe del capital, en una suerte de democratización de las inversiones. Pero, además, la inversión colectiva supone una vía directa a la gestión profesional y facilita la siempre recomendable diversificación, mediante unos vehículos con claras ventajas fiscales y, salvo contadas excepciones, con muy elevada liquidez.

Este estudio aborda las distintas crisis que ha sufrido la inversión colectiva a lo largo de los dos últimos siglos y detalla cómo en todos los casos, gracias a su capacidad de adaptación, ha sabido, no sólo sobrevivir, sino superar en todos los casos los máximos de patrimonio bajo gestión anteriores.

En el momento de escribir estas líneas nos tenemos que conformar con señalar que los momentos de máxima tensión de la crisis financiera y económica han podido

quedar atrás y, con ellos, los que han afectado a la inversión colectiva y a los fondos de pensiones.

A nivel mundial se ha producido una recuperación progresiva del patrimonio bajo gestión y los inversores en activos con riesgo han recuperado gran parte de lo perdido entre el verano de 2007 y la primavera de 2009.

Los que invirtieron en activos más conservadores, han tenido rentabilidades positivas y en el caso de los Fondos de Inversión Mobiliaria, han gozado de una total liquidez, en una etapa en que los mercados, especialmente de renta fija, prácticamente estuvieran cerrados.

Pero, en todo caso, estamos convencidos de que la inversión colectiva y los fondos de pensiones no sólo conseguirán superar esta crisis, sino que saldrán reforzados. Y, lo que es más importante, habremos aprendido lecciones para el futuro. La intención de este estudio es, precisamente, identificar alguna de ellas.

Emilio Ontiveros Baeza

Presidente de Analistas Financieros Internacionales

Índice

Bloque I **Orígenes y primeras crisis de la inversión colectiva**

Capítulo 1. Evolución histórica de la inversión colectiva. Desde los orígenes al Crack del 29 15

Capítulo 2. Los orígenes de la inversión colectiva en España 25

Capítulo 3. Crisis y procesos de recuperación de la inversión colectiva en España hasta 1990. La crisis de los ochenta y el Crack del 87 . . 37

Capítulo 4. Las crisis de finales del siglo XX e inicios del siglo XXI. La renta fija no es fija, el estallido de la burbuja "punto com" y el crecimiento de los fondos de inversión en España hasta 2006 51

Bloque II **La crisis financiera subprime y su impacto en las IIC**

Capítulo 5. La crisis de liquidez como elemento diferencial de la crisis financiera subprime 77

Capítulo 6. El impacto de la crisis de liquidez sobre los fondos de inversión conservadores. El papel jugado por los depósitos en el caso español 85

Capítulo 7. La crisis de los fondos monetarios en EEUU o la percepción de su carácter sistémico 99

Capítulo 8. La reacción del regulador español en la crisis financiera 109

Capítulo 9. La regulación de la inversión colectiva en la Unión Europea y España 123

Capítulo 10. Impacto de la crisis financiera en los fondos de inversión 145

Capítulo 11. Evolución e impacto de la crisis en las IIC extranjeras 165

Capítulo 12. Impacto en las sociedades gestoras de IIC y Fondos de Pensiones 175

Capítulo 13. Peso económico del sector de las IIC 187

Capítulo 14. Panorámica internacional de la gestión colectiva 193

Capítulo 15. El ahorro y la inversión de los hogares españoles y su reacción ante la crisis. 203

Capítulo 16. Impacto de la crisis financiera y económica sobre la financiación de los Estados y de las empresas. El papel de las IIC y de los Fondos de Pensiones 219

Bloque III El ahorro-previsión

Capítulo 17. Las pensiones públicas y el fondo de reserva de la Seguridad Social 233

Capítulo 18. Planes de pensiones: impacto de la crisis y evolución internacional comparada 249

Bloque IV Los Hedge Funds y la crisis financiera

Capítulo 19. Orígenes de la industria de Hedge Funds e impacto de la crisis financiera subprime 271

Capítulo 20. La quiebra de Lehman Brothers y el fraude Madoff 285

Capítulo 21. El comportamiento de los Hedge Funds en crisis anteriores 293

Capítulo 22. La industria de Hedge Funds en España 311

Capítulo 23. Análisis del riesgo de los Hedge Funds 321

Capítulo 24. Perspectivas para los Hedge Funds 333

Bloque I

Orígenes y primeras crisis de la inversión colectiva

Capítulo 1

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

Introducción

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

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

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

Los inicios de la inversión colectiva

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La crisis de Baring o el primer caso de riesgo sistémico

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El Crack de 1929: la primera gran crisis financiera global

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

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

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

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

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

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

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

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

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

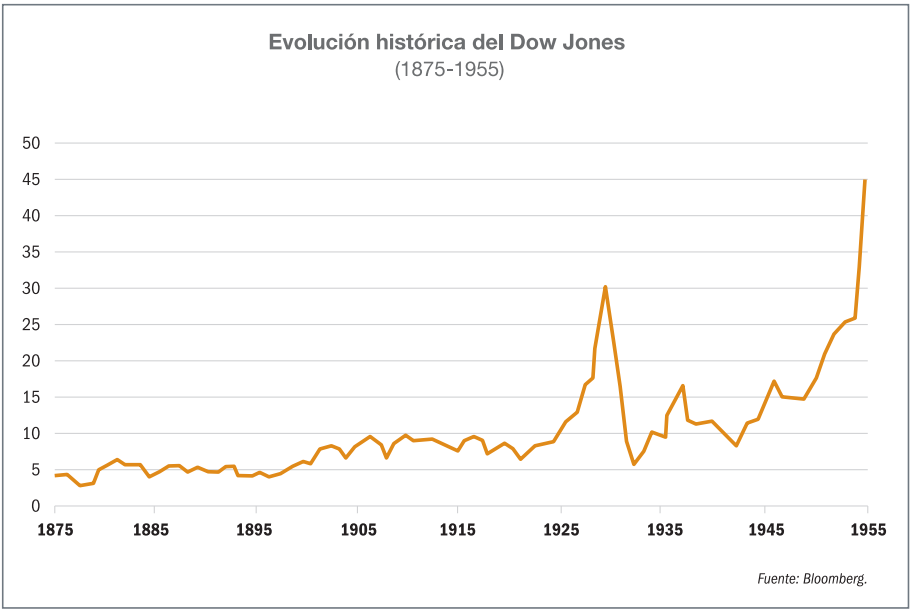
La implantación de los fix trust cumplió satisfactoriamente con su cometido. La aceptación por parte del público estadounidense fue generalizada, lo que llevó al desarrollo de 150 *fix trust* en tan sólo dos años, de 1929 a 1931, con una captación superior a los 400 millones de USD. El nacimiento de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

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

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

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

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



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

Conclusiones

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

Capítulo 2

LOS ORÍGENES DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

Introducción

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. **Restricción al apalancamiento:** El activo de las sociedades no podía superar en más de un 50% el patrimonio social (que se componía del capital desembolsado, más reservas, más los fondos de regulación de dividendos y de fluctuación de valores).

2. **Coeficientes mínimos de inversión y de diversificación:** El activo debía estar invertido al menos en un 90% en valores mobiliarios de renta fija o de renta variable admitidos a cotización oficial en alguna de las bolsas. Además, se exigía que los valores adquiridos hubiesen sido emitidos por entidades que contaran, al menos, con tres años de existencia y que tuviesen el balance y la cuentas de pérdidas y ganancias debidamente aprobadas en la fecha de adquisición. Asimismo, un tercio de ese 90% mencionado podía mantenerse en efectivo, de forma circunstancial y temporal, por un periodo no superior a los 6 meses. No podían invertir más de un 10% del activo en valores emitidos por una misma entidad o empresa. Tampoco podían participar en el 10% en cada uno de los capitales propios de las sociedades en que estuviesen interesadas, ni poseer obligaciones por un importe que, sumando el valor nominal de las acciones, provocara exceder el total de las inversiones en la misma entidad del 10% de su capital. Las sociedades que se acogían a la Ley no podían realizar más de un tercio de sus inversiones en empresas que, aún siendo distintas e independientes, ejercieran una actividad industrial idéntica o de evidente homogeneidad.

3. **Depósito y custodia:** Los fondos públicos, acciones u obligaciones constitutivas de las carteras eran depositados en los establecimientos de crédito autorizados para ello.

4. **Valoración y distribución de los beneficios:** Los beneficios que se obtenían por la enajenación de valores que integraban la cartera o de derechos de suscripción, se destinaban, al menos en un 50%, a un fondo de fluctuación de valores, en un 25% a la formación de reservas, en tanto éstas no representaban el 50% del capital social, y el 25% restante al reparto de

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. La exigibilidad impuesta a los fondos de inversión mobiliaria de la cotización de los títulos adquiridos por los mismos.

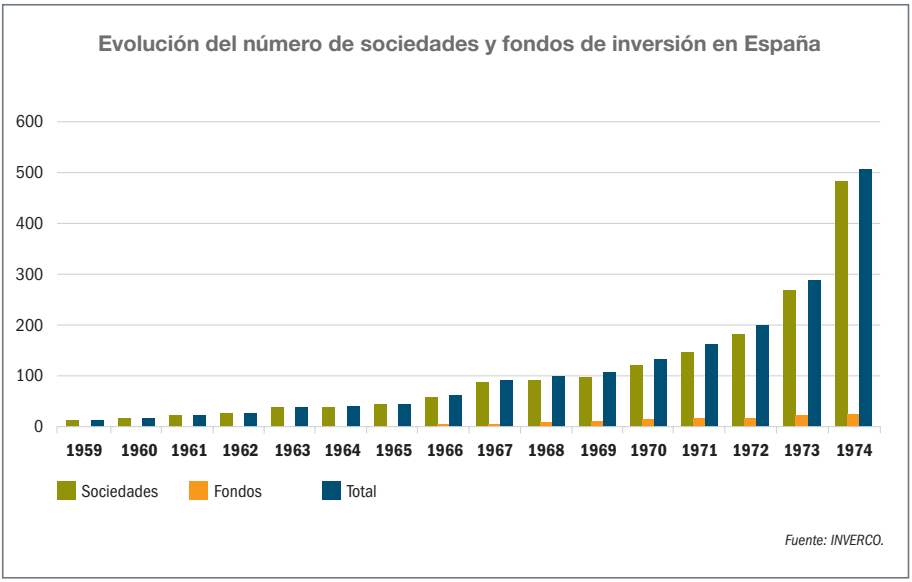
2. Los fondos (así como las sociedades) que estuviesen formalizadas al amparo de dicha Ley debían inscribirse en el Ministerio de Hacienda, que comunicaría de oficio su inscripción a las Juntas Sindicales de las Bolsas oficiales de Comercio. Serían estas últimas quienes procedían a admitir a cotización oficial sus certificados de participación (o acciones).

3. Estas medidas vendrían acompañadas de numerosas propuestas de ampliaciones fiscales que, previa aprobación del Ministerio de Hacienda, comprenderían, entre otras, la exención del Impuesto sobre Sociedades, de las Rentas del Capital, de la Contribución General sobre la Renta y de los Impuestos de Derechos Reales y Timbre por los actos, contratos y documentos necesarios para la formalización de la constitución, disolución y modificaciones de capital que se efectúen. Fue en ese mismo año, con la Ley 41/1964, de 11 de junio, de Reforma del Sistema Tributario, cuando buena parte de los cambios fiscales recogidos en el Real Decreto entraron en vigor.

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

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

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



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

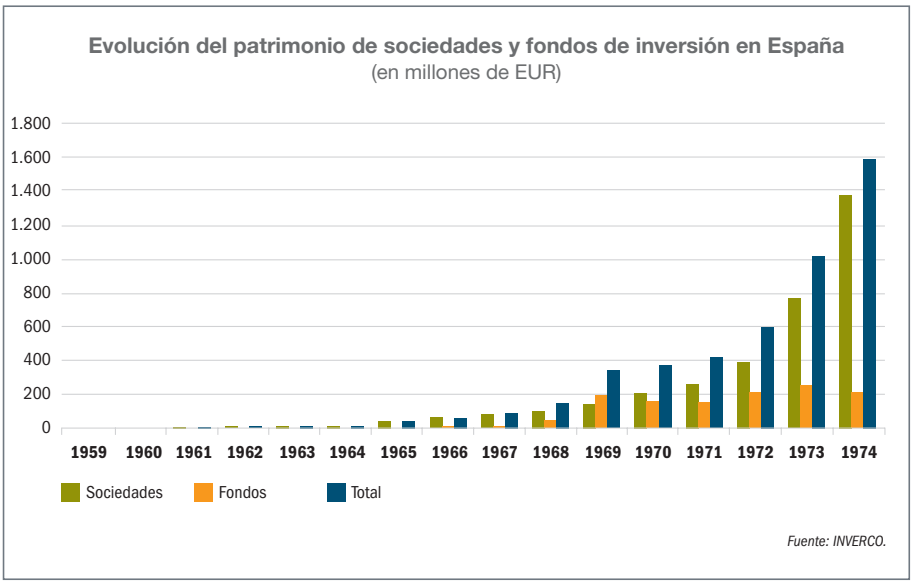
En la actividad de registro, gestión y depósito de la época, fueron dos las entidades pioneras: Gesfondo, S.A., como entidad gestora, y Banco Urquijo, como entidad depositaria. Ambas constituyeron en 1966 el primero fondo de inversión mobiliario (FIM) español, Nuvofondo. Banco Urquijo destacó de forma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

PRIMEROS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA (1966-1967)

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

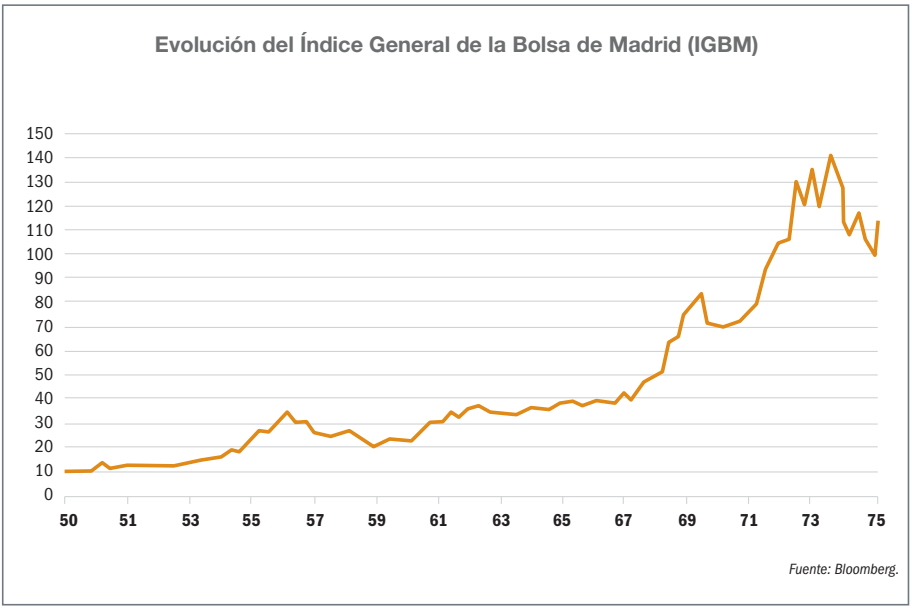
Fuente: "Tradición y modernidad en los fondos de inversión en España (1966-2009)". Rafael Hurtado Coll. Observatorio INVERCO.

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



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

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



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

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

Conclusiones

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

Capítulo 3

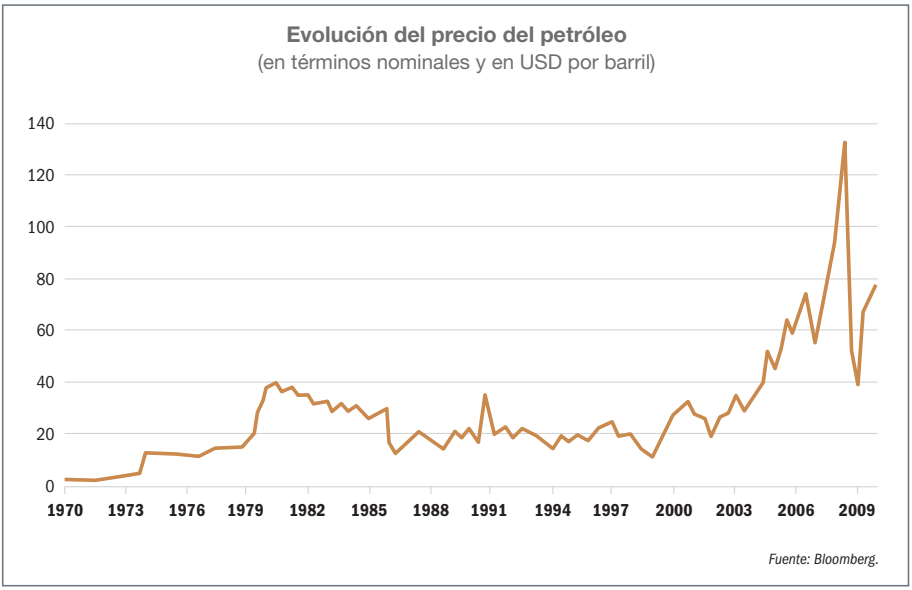
CRISIS Y PROCESOS DE RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA HASTA 1990. LA CRISIS DE LOS OCHENTA Y EL CRACK DEL 87

Introducción

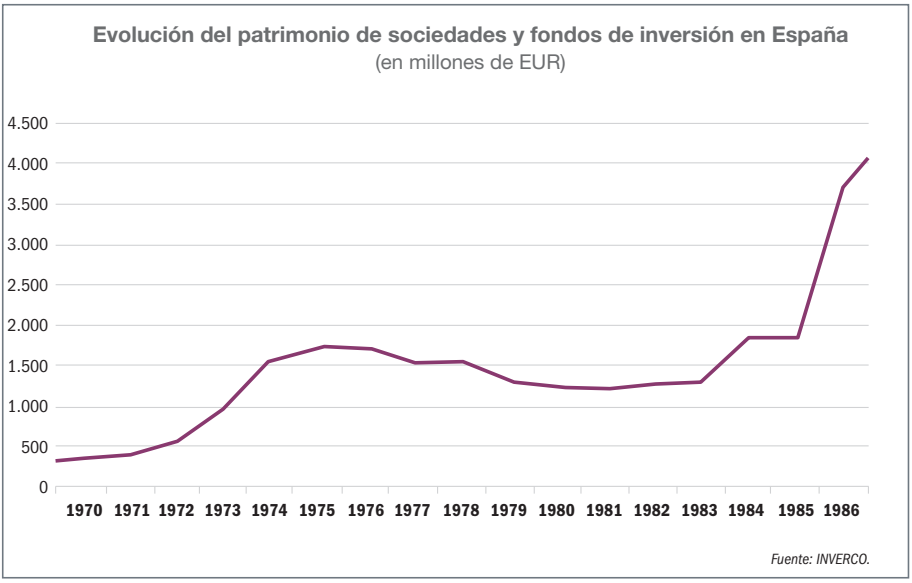
Si en los dos capítulos anteriores se han expuesto los orígenes de la inversión colectiva tanto a nivel mundial como español, a continuación se estudia la etapa que podríamos denominar de desarrollo. En ésta, al igual que sucedió con las primeras fases, se tuvieron que sortear diversas crisis económicas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

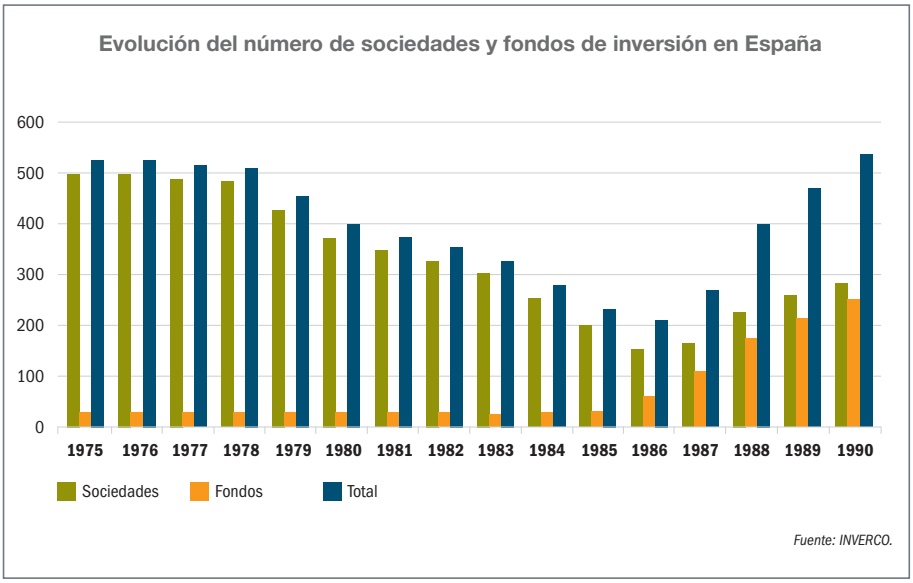
La crisis del petróleo y la crisis bancaria de los años 80

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

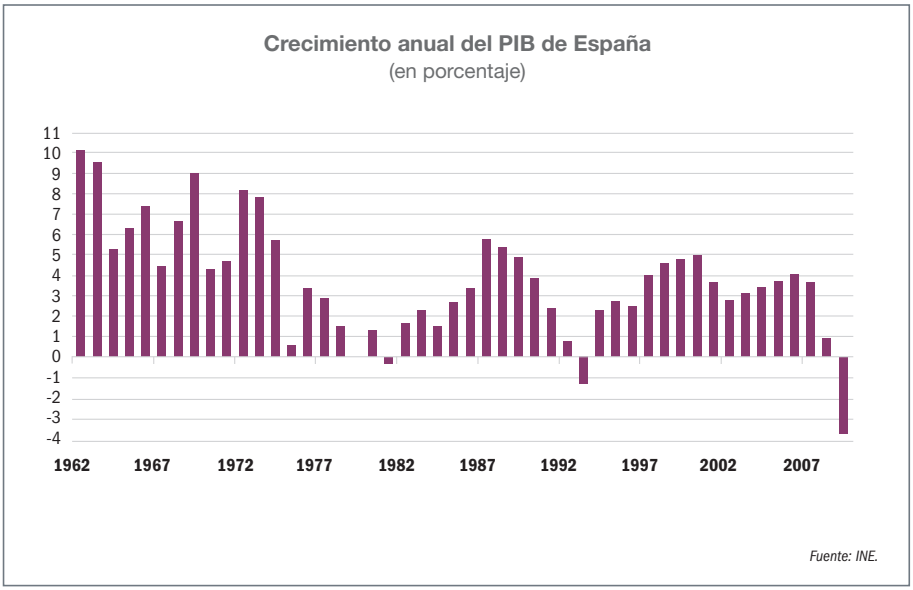


La concurrencia de la crisis del petróleo (1973 y 1978), de la transición política (1975) y de la reforma fiscal (1978), desencadenó un largo período bajista tanto en los mercados financieros domésticos como en el patrimonio gestionado por las instituciones de inversión colectiva. En concreto, se cuantifica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

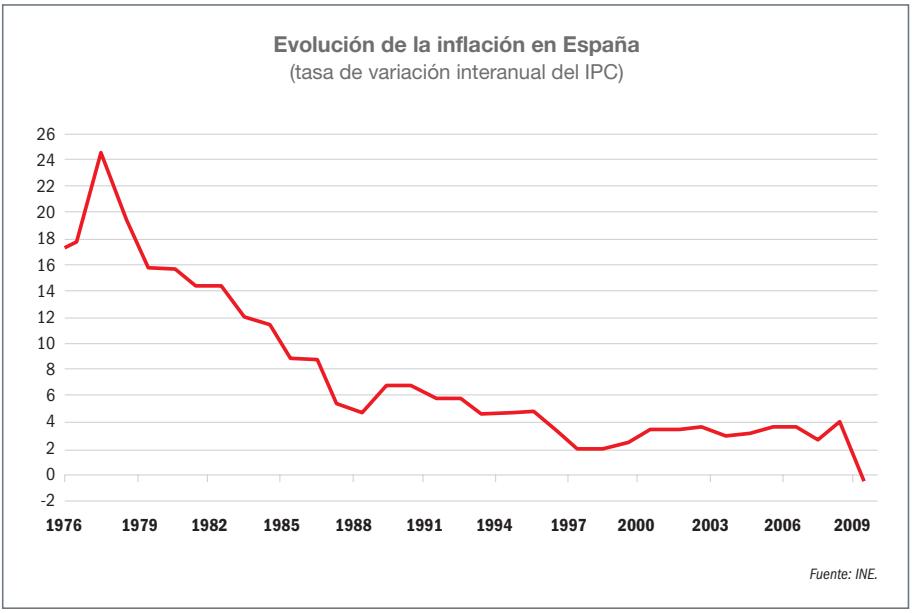




Y es que fue en 1975 cuando la economía española, y por ende, las instituciones de inversión colectiva, comenzaron a notar los primeros efectos de la crisis global, así como los desequilibrios en los que se había cimentado el espectacular desarrollo económico de la década previa, cuyas consecuencias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

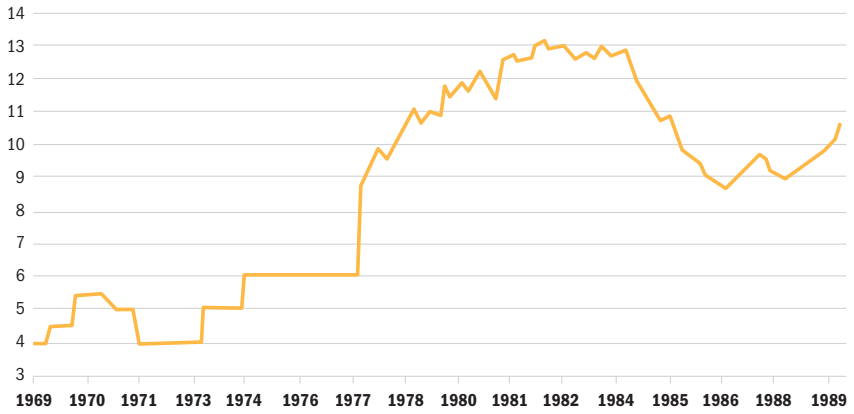


A esta maltrecha posición de la economía española hay que sumarle la no menos importante inestabilidad política y económica asociada al período de transición política (1975-1978) y al estallido de la segunda crisis del petróleo (1979-1980). El nuevo encarecimiento del barril de crudo ahondó, más si cabe,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



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

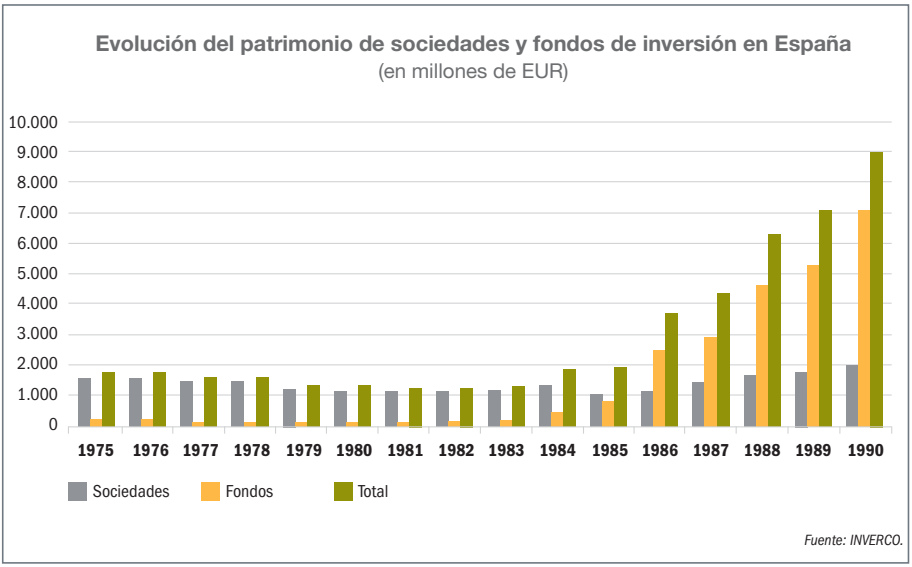
Evolución de los tipos de interés de los depósitos bancarios



Fuente: Banco de España.

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

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



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

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

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

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

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

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

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

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

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

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

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

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

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

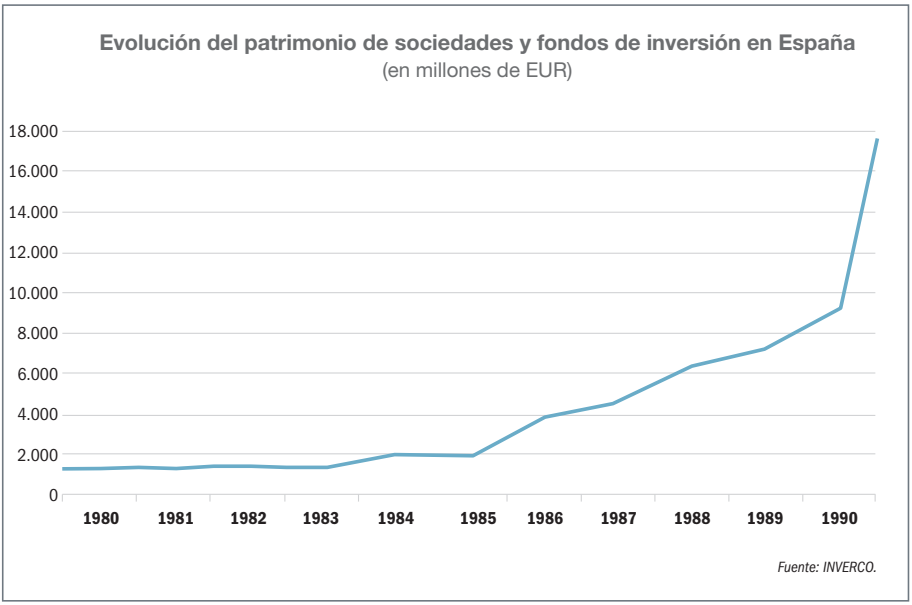
En este entorno, la industria de inversión colectiva no sólo sería capaz de recuperar en menos de dos años el patrimonio cedido durante toda la crisis del período (1975-1983), sino que entre 1985 y 1990 se anotó un crecimiento del patrimonio gestionado superior al 382% (al pasar de 1.881 millones de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

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

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y DEL NÚMERO DE PARTÍCIPES Y ACCIONISTAS DE FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN (EN MILLONES DE EUR)

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

Fuente: INVERCO.



El Crack bursátil de 1987

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

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

Entre estas hipótesis explicativas destacan:

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

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

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

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

- Mitchell, Pedersen. y Pluvino (2007), analizaron lo costoso que podía resultar un desajuste en los precios de arbitraje y cómo los cambios en los impuestos causaron presiones de venta en las estrategias de arbitraje entre los días 14 y 16 de octubre, y que se aceleraron el día 19 de octubre de 1987.

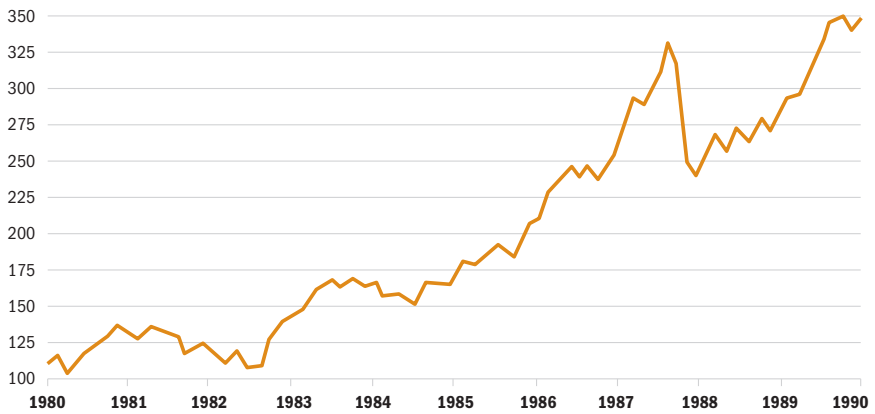
- Grossman (1988) señaló la importancia que pudo tener en el Crack y en los días previos la existencia de un alto nivel de coberturas dinámicas en las carteras que tuvieron que reajustarse continuamente presionando adicionalmente sobre los precios e incrementando su volatilidad. Es decir, la disciplina operativa, con técnicas de minoración de las pérdidas pudieron provocar una sobrerreacción en las cotizaciones. Como también parece que la evolución de los mercados estuvo condicionada por técnicas de program trading, que en los días críticos generan enormes órdenes de venta de acciones. Este lanzamiento de órdenes, junto con las coberturas dinámicas de las carteras pudieron incidir en la magnitud de la caída.

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

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

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

Evolución del Dow Jones en la década de los ochenta



Fuente: Bloomberg.

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

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

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

El impacto en las IIC españolas

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

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

RENTABILIDAD DIARIA DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (%)

	IBEX 35	IGBM	SPX 500	DJ INDU	FTSE 100	EUROSTOXX 50
13/10/1987	-0,1	-0,8	1,7	1,5	0,5	0,3
14/10/1987	-1,7	-1,6	-3,0	-3,8	-1,2	-0,5
15/10/1987	-1,9	-1,9	-2,3	-2,4	-0,9	-1,7
16/10/1987	-0,9	0,0	-5,2	-4,6	0,0	-0,7
19/10/1987	-1,8	-2,5	-20,4	-22,6	-10,8	-7,4
20/10/1987	-0,5	0,0	5,3	5,9	-12,2	-4,1
21/10/1987	-7,8	-7,4	9,1	10,1	7,9	4,8

Fuente: Factset.

RENTABILIDAD DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (%)

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

Fuente: Factset.

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

Conclusiones

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

Capítulo 4

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

Introducción

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

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

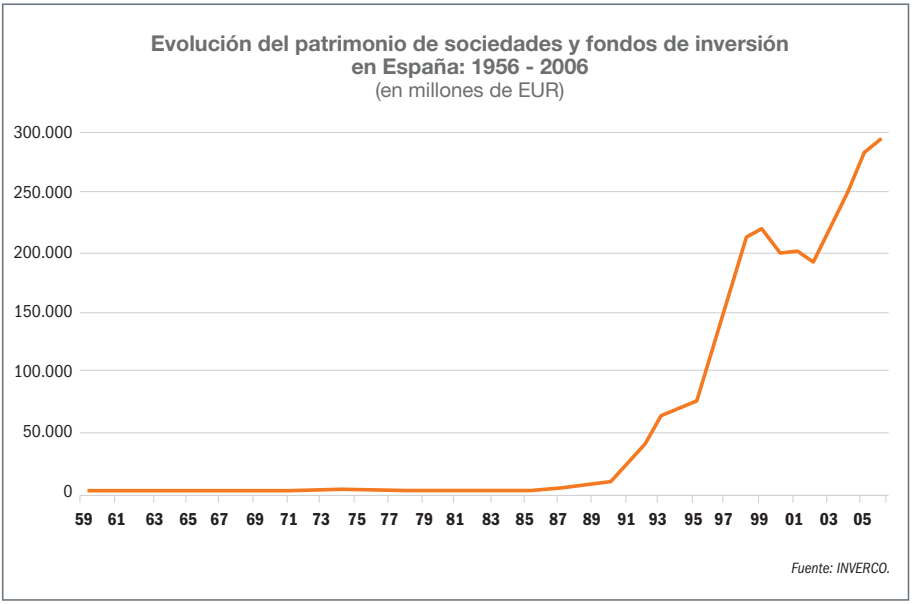
Ha quedado constancia en las páginas anteriores de esta obra cómo las iniciativas legislativas han dirigido el desarrollo de la inversión colectiva. En España, la Ley de 1952 marcó el punto de arranque de las IIC, que encontraron en el Real Decreto Ley 7/1964 el apoyo definitivo. El crecimiento de las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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Que los fondos de inversión iniciaran su aceptación entre los ciudadanos no impidió que la "cartera" media se caracterizara por su elevado sesgo defensivo, con una clara concentración en activos monetarios y deuda pública[1]. Es decir, en activos sin riesgo de crédito que no, en algunos casos, sin riesgo de mercado. La toma de posiciones de los fondos en bonos a medio y largo plazo provocó la correspondiente crisis en la que denominamos "etapa de consolidación" de la inversión colectiva en España.

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

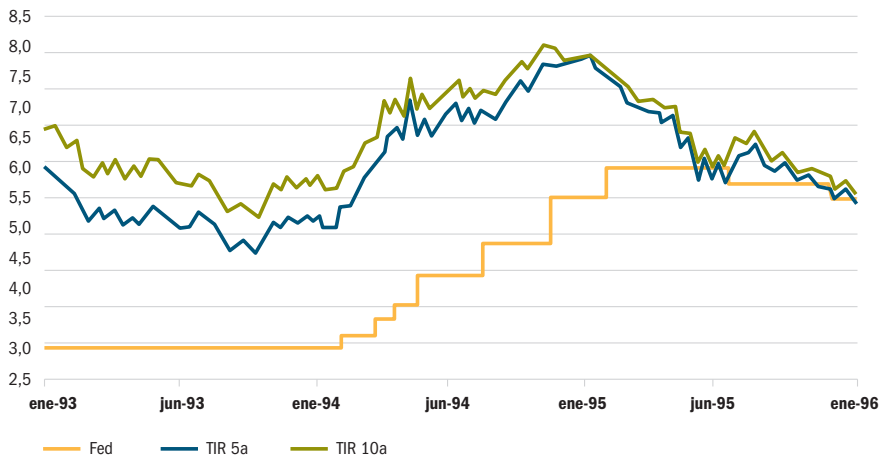
FECHA	ETAPA
1952 - 1975	Nacimiento
1975 - 1985	Década perdida
1985 - 1990	Desarrollo
1990 - 1995	Consolidación
1995 - 1999	Expansión
1999 - 2002	Crisis "punto.com"
2002 - 2006	Nueva expansión
2007 - 2010	Crisis financiera

Fuente: Elaboración propia.

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

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

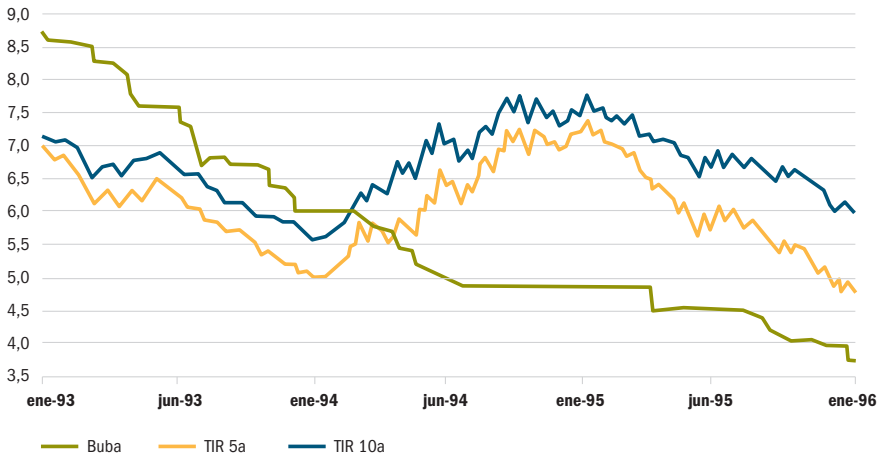
Evolución del tipo de intervención de la Fed y de la TIR a 5 y 10 años



Fuente: Bloomberg.

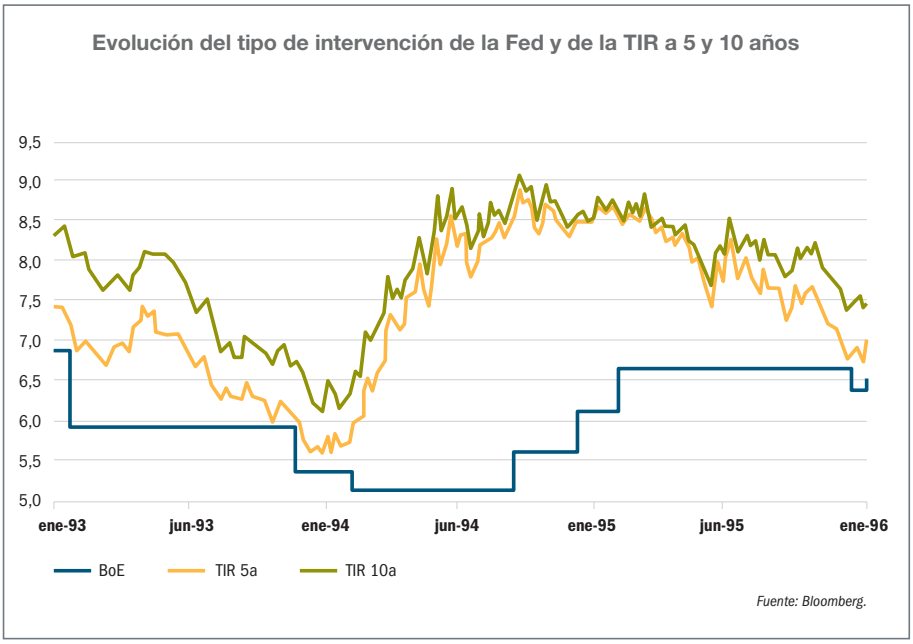
La caída en precio de las referencias de renta fija no fue única en España sino que se trató de una crisis en los mercados internacionales. En febrero de 1994, la Reserva Federal de EEUU subió los tipos de interés por sorpresa e inició una tendencia alcista que culminó en febrero de 1995, después de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

Evolución del tipo de intervención del Bundesbank y de la TIR alemana a 5 y 10 años



Fuente: Bloomberg.

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

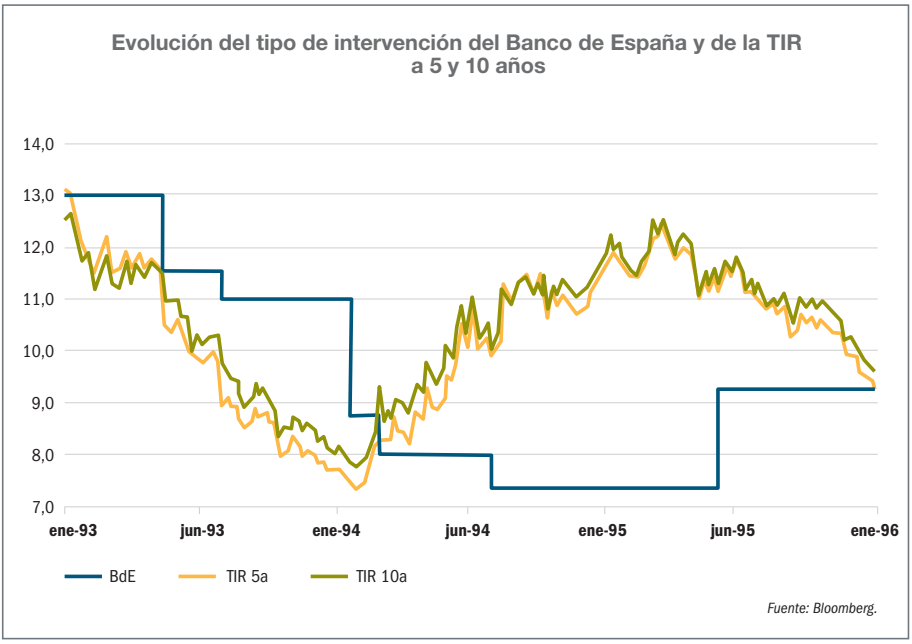


En el caso español, de forma "paradójica", el precio oficial del dinero fijado por el Banco de España sufrió tres recortes en el período inicial de la crisis de la deuda (desde enero hasta agosto de 1994), mientras que la TIR de los Bonos y Obligaciones no hacía más que aumentar, lo que se tradujo en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

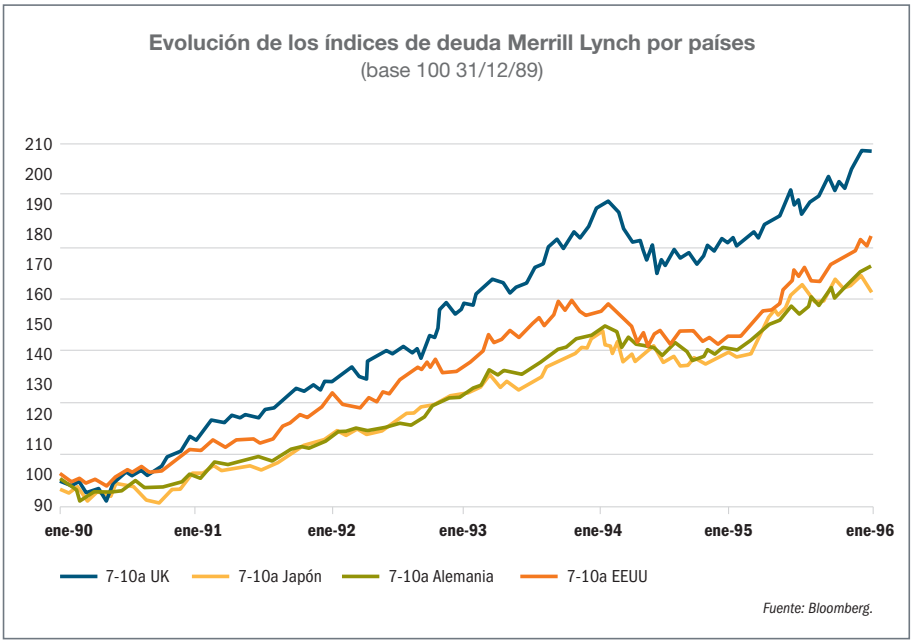
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

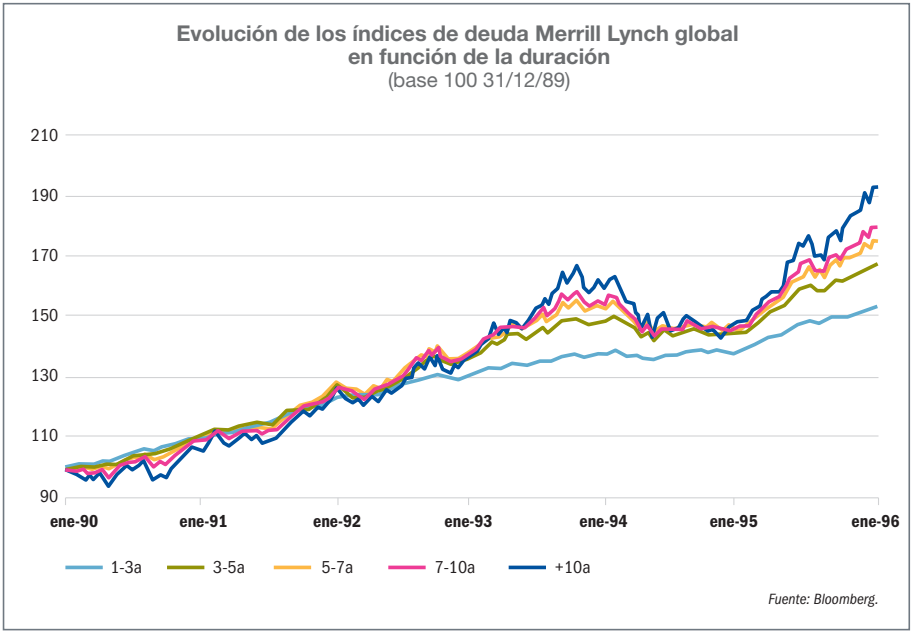
Fuente: Banco de España.



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

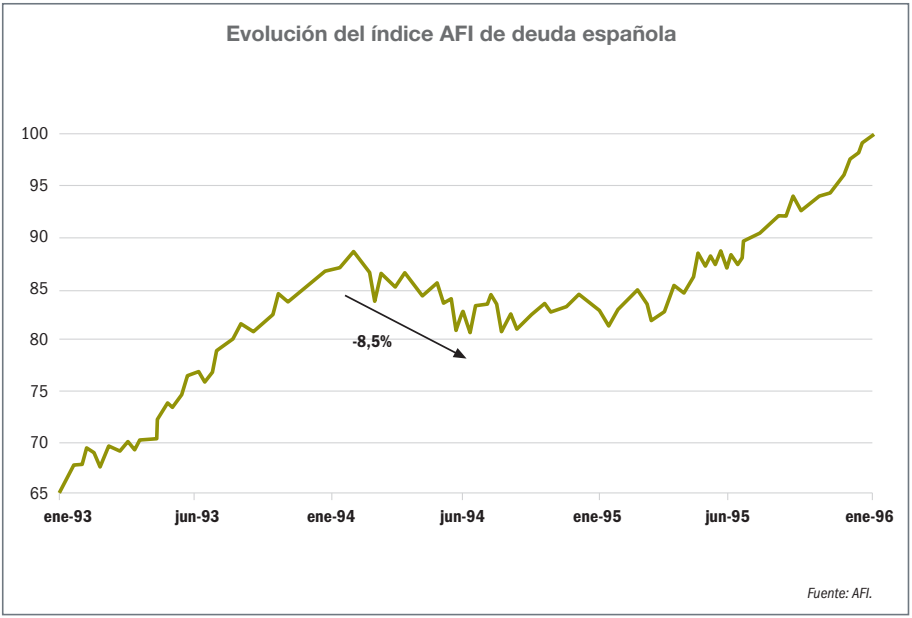


Como es sabido, el impacto en precio de una elevación de los tipos de interés está en función de la duración, de tal forma que las pérdidas fueron más acusadas para las referencias con mayor vencimiento.



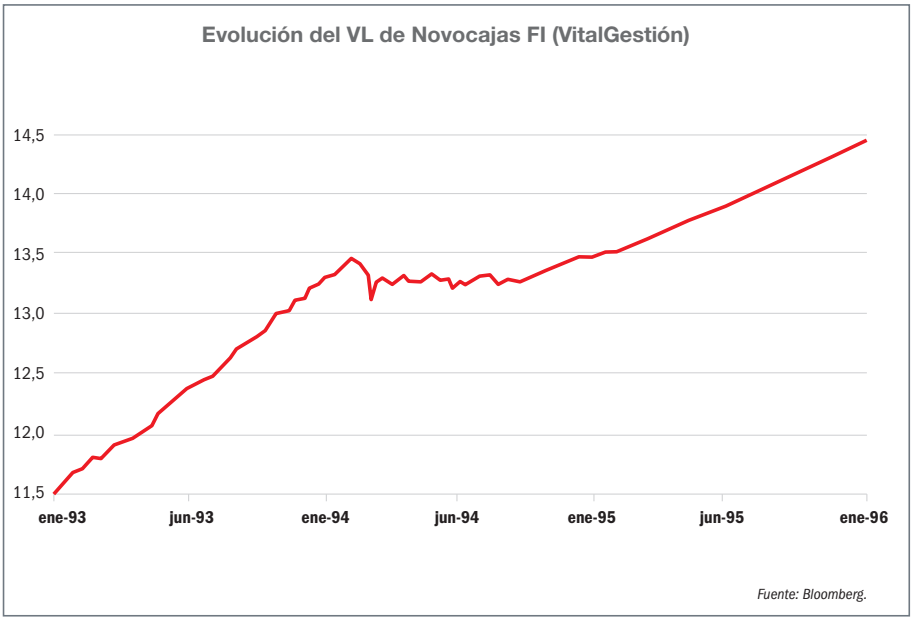
En España, a los factores "exógenos" se le sumaron los factores "endógenos" en la evolución de los niveles de rentabilidad de la deuda pública, como la escalada de la inflación, los importantes déficit públicos (por encima del 6% del PIB en 1993, 1994 y 1995) y las continuas devaluaciones de la peseta.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

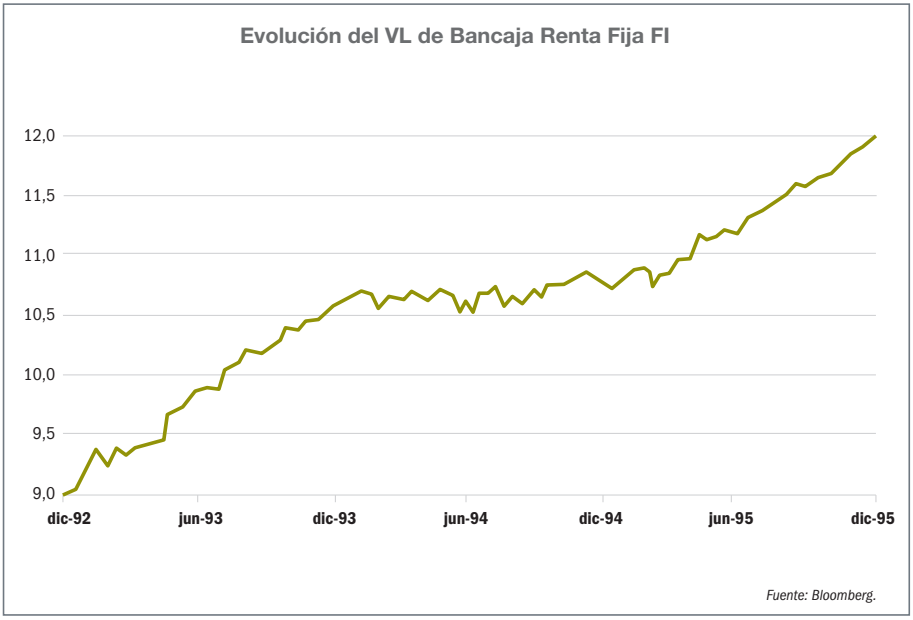
Como ejemplo de ello, basta con observar la evolución del índice AFI de deuda. Éste tiene una duración superior a cuatro años, es decir, más alta que la registrada en conjunto de la industria de fondos de inversión y de pensiones, lo cual no impide contar con una idea de lo experimentado en el valor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

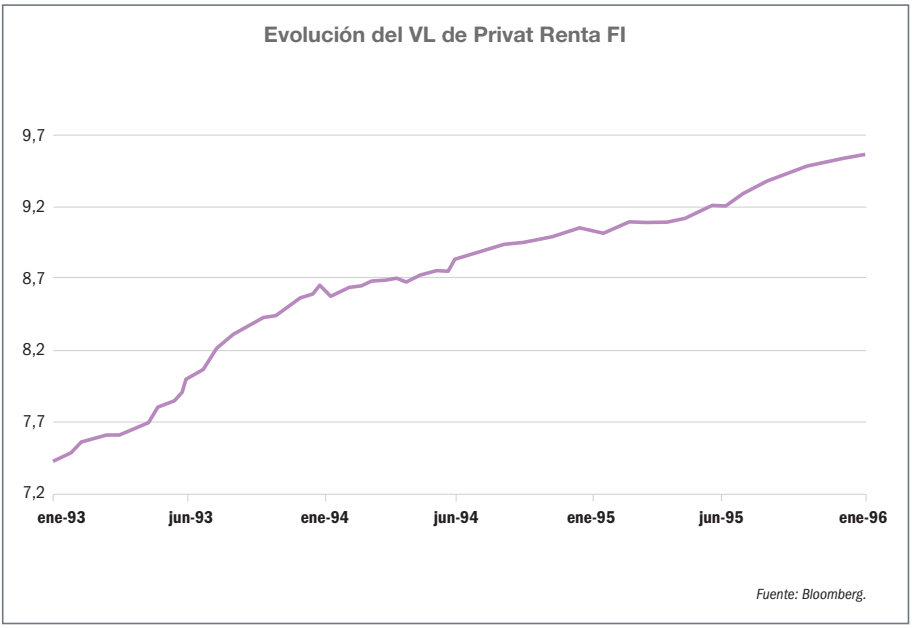


Más allá de lo que puede expresar un índice promedio de renta fija (con una duración superior a lo habitual en las IIC españolas), una imagen más cercana a la situación que vivieron los partícipes de los fondos de inversión de renta fija es la evolución de los valores liquidativos (VL) de algunos de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

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







El nacimiento de los fondos garantizados (1995/1996)

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

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

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

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

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

FONDOS DE RENTA FIJA GARANTIZADOS LANZADOS EN 1995

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

Fuente: Elaboración propia.

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

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

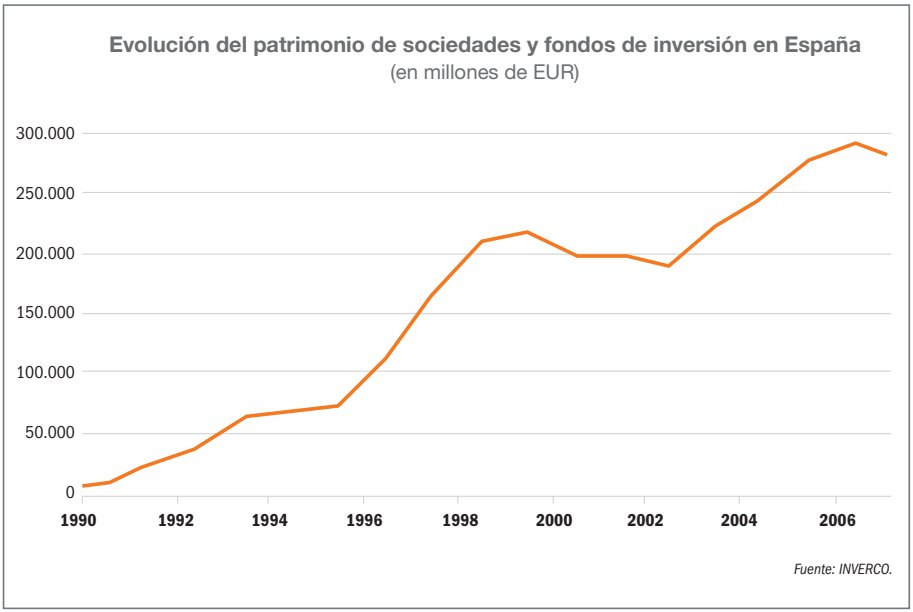
	MONETARIOS Y RENTA FIJA	RENTA FIJA MIXTA	RENTA VARIABLE MIXTA	RENTA VARIABLE	GARANTIZADOS	GLOBALES E INTERNACIONALES	TOTAL
31/12/91	87,7	5,6	1,8	0,5	0,0	4,5	100
31/12/92	90,2	4,2	1,6	0,4	0,0	3,7	100
31/12/93	87,6	4,1	2,9	0,7	0,0	4,7	100
31/12/94	87,7	3,8	2,8	1,0	0,0	4,8	100
31/12/95	87,0	3,4	2,2	0,9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

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

Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO.

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

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

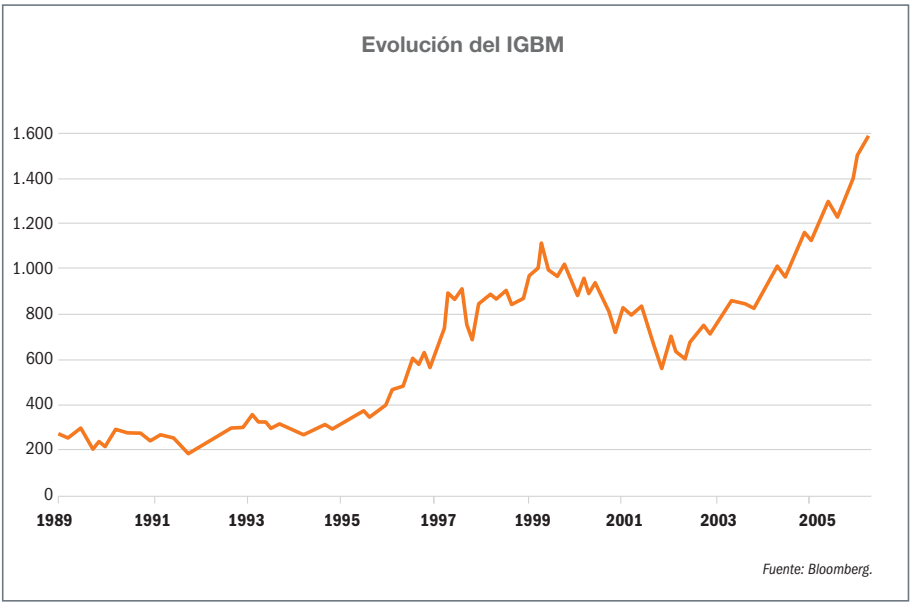


Porque la fiscalidad de los fondos de inversión fue mejorada en junio de 1996, dentro del conjunto de medidas adoptadas en el Real Decreto-ley 7/1996 por el recientemente elegido gobierno del Partido Popular. En dicho Real Decreto-ley se estableció un nuevo régimen fiscal para las plusvalías, con un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

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

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

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

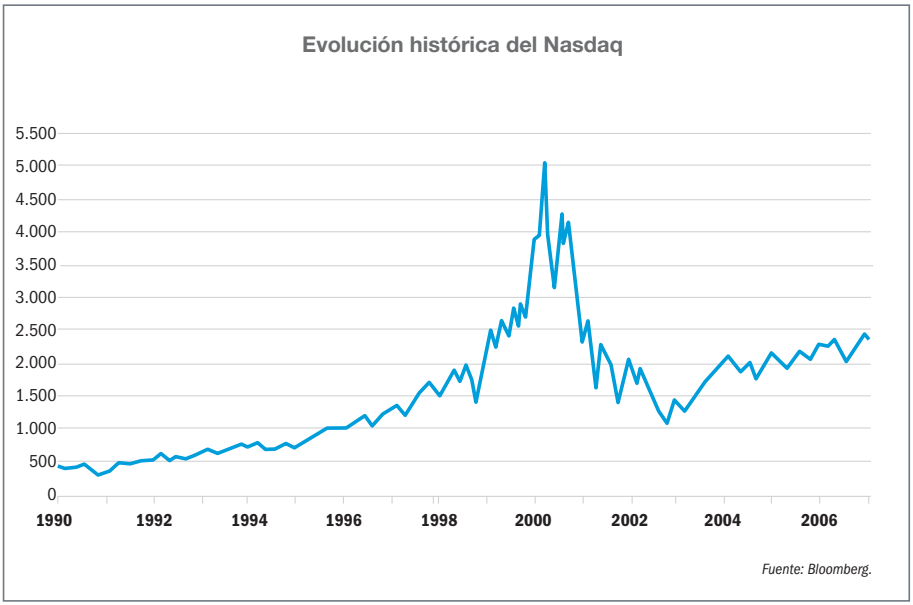


Si hubo un activo protagonista entre los años 1996 y 2000, éste fue la renta variable. El contexto de políticas económicas expansionistas, con bajos y estables tipos de interés, favoreció, en gran medida, el aumento del apetito por inversiones con más riesgo. Por ello, buena parte del ahorro acumulado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

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

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

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



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

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

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

FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES ESPECIALIZADOS EN EL SECTOR TMT

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

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

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

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

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

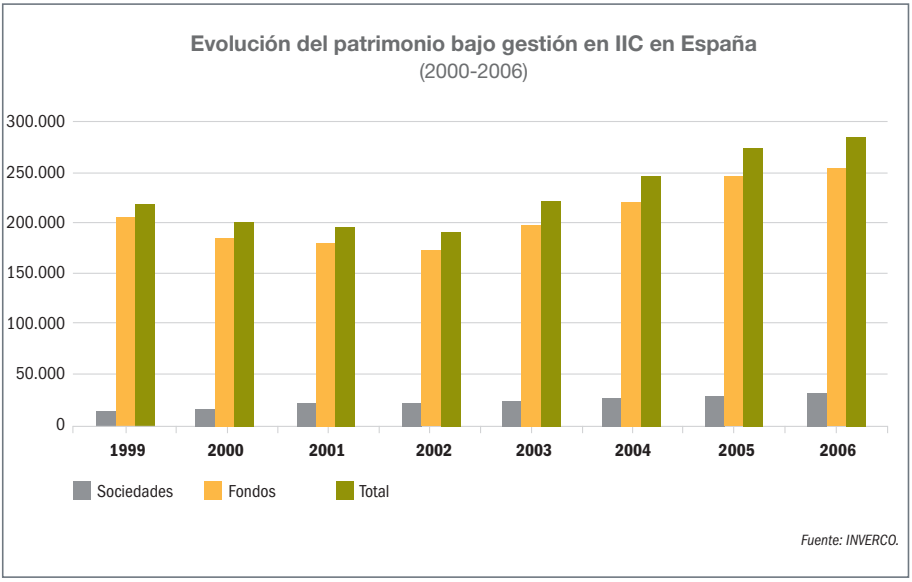
REVALORIZACIONES ANUALES DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (%)

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Etapa de nueva expansión: 2002-2006

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



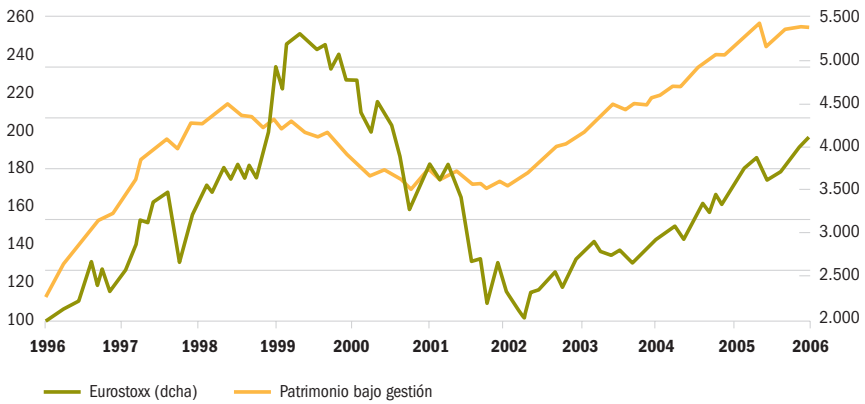
El máximo relativo en patrimonio bajo gestión se alcanzó en abril de 1999, cuando el BCE recortó el tipo repo hasta el 2,5% y comenzó una subida bursátil que se prolongaría hasta los máximos de marzo de 2000 con un saldo del +40%. El mínimo relativo se observó en septiembre de 2001 (los mercados bursátiles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

CRISIS Y RECUPERACIÓN 1999-2001-2004

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

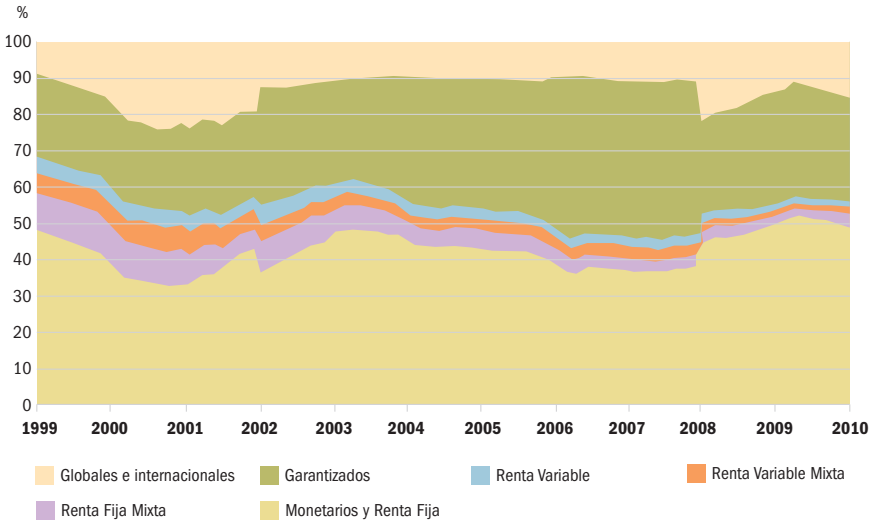
Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO. Datos de patrimonio y variación en miles de millones de euros.

Evolución del patrimonio bajo gestión en fondos de inversión en España y del Eurostoxx 50



Fuente: INVERCO y Bloomberg.

Distribución de las categorías de fondos comercializados en España



Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO.

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

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

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

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

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

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

Conclusiones

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

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

Bloque II

La crisis financiera subprime y su impacto en las IIC

Capítulo 5

LA CRISIS DE LIQUIDEZ COMO ELEMENTO DIFERENCIAL DE LA CRISIS FINANCIERA SUBPRIME

Introducción

En los cuatro capítulos anteriores se han estudiado los distintos episodios de crisis y posterior recuperación de la economía mundial, de los mercados financieros y de la industria de la inversión colectiva. Pero es obvio que la crisis iniciada en 2007 merece un estudio diferenciado, tanto por su origen como por su desarrollo y sus implicaciones globales.

Uno de los aspectos más relevantes de la denominada "crisis financiera *subprime*" ha sido el carácter excepcional de la magnitud de los movimientos observados en las cotizaciones de la práctica totalidad de activos financieros desde verano de 2007 hasta marzo de 2009. Ahora bien, aunque la materialización del denominado riesgo de mercado llevó a superar con intensidad los promedios históricos de variaciones en las cotizaciones y, en algunos casos, la volatilidad marcó niveles inéditos, es posible que la singularidad de esta crisis radique en mayor medida en el riesgo de liquidez, que se manifestó como nunca antes, retroalimentando el riesgo de mercado y provocando efectos no previstos en las instituciones de inversión colectiva.

¿Qué es la liquidez?

La liquidez es un concepto con muchas acepciones por lo que es difícil concretar. Está generalmente aceptada la distinción entre tres tipos: liquidez aportada por los bancos centrales, liquidez en los mercados financieros y liquidez disponible para la financiación. Aunque el objeto de este capítulo es la segunda acepción ("la posibilidad de deshacer una posición en un activo financiero en el menor tiempo posible y con el menor impacto en la cotización"), no cabe duda de que debemos hacer mención a la primera, como gran condicionante de la segunda. El *credit crunch* al que se ha asistido en la "economía real" (por la intensa caída del multiplicador monetario asociada a las dificultades por las que atravesaron las entidades financieras) estaría vinculado al tercer significado de liquidez y, si bien es una de las claves para entender la intensa recesión económica, no tiene implicaciones sobre el objeto de estudio de este libro.

Las medidas adoptadas por los bancos centrales como evidencia de la intensa crisis de liquidez en el mercado interbancario

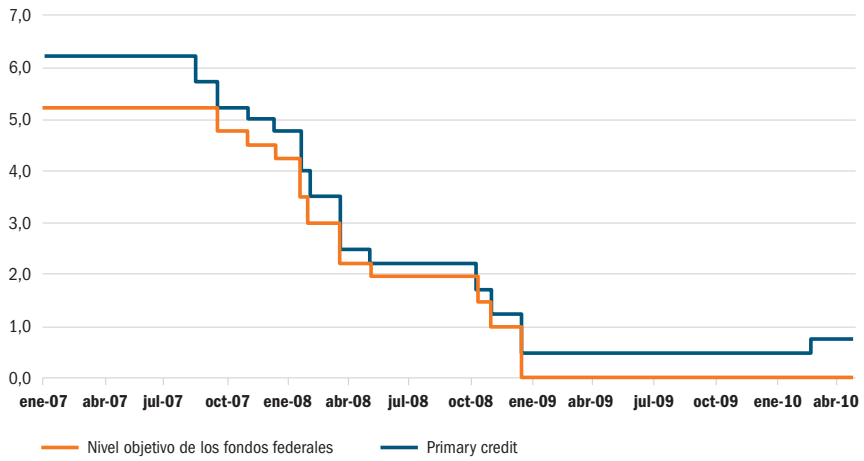
Los primeros síntomas de inestabilidad, y que terminarían por materializarse apenas un año después en una crisis financiera y económica sin precedentes, se iniciaron en julio de 2007. En esos momentos comenzó a constatarse una drástica disminución de la liquidez (en su segunda acepción) de cierta tipología de productos financieros (Mortgage Backed Securities, MBS, y Asset Backed Securities, ABS) en los que habían tomado posiciones vehículos de inversión (*Special Investment Vehicles* o SIV), propiedad de grandes bancos, y que estaban apalancados mediante la emisión de Asset-Backed Comercial Paper (ABCP) de vencimientos muy cortos.

La paulatina percepción de los prestamistas de un aumento en el riesgo de crédito de los SIV les llevó a reducir la financiación disponible (la acepción tercera de liquidez), lo que derivó en ventas forzadas por parte de los SIV de los activos financieros en los que habían invertido (recordar que lo hacían con recurso al endeudamiento). El problema residió en la limitada liquidez de los mercados, de tal forma que las órdenes de venta de los MBS y de los ABS, al no encontrar contrapartida, debieron introducirse a precios cada vez más bajos. Se inició así un círculo vicioso, ya que se reducía, aún más, la capacidad de los SIV para emitir ABCP como consecuencia del menor valor de mercado del colateral.

Las importantes distorsiones en el funcionamiento de algunos mercados de activos financieros comenzaron a afectar de manera intensa al mercado interbancario (no en vano, los SIV pertenecían a bancos, los cuales, además, eran los principales inversores de forma directa en titulizaciones y activos con distinto riesgo de crédito). Ante esta situación de crisis de liquidez, los bancos centrales optaron por actuar (acepción primera de liquidez) ejerciendo su tradicional papel de prestamista de última instancia *(lender of last resort).*

Las primeras medidas fueron el desarrollo de subastas de inyección de liquidez a corto plazo en el mercado interbancario, así como la reducción de los tipos de interés de las facilidades marginales de crédito. La Reserva Federal de EEUU recortó el 17 de agosto de 2007 la *primary credit* en 50 pb (hasta el 5,75%) situando su diferencia con el nivel objetivo de los fondos federales en 50 pb (frente a los 100 pb vigentes desde que se instauró esta facilidad de crédito). El 16 de marzo de 2008, tras el rescate de Bear Stearns se produciría un nuevo estrechamiento (de 25 pb, hasta los 25 pb), mientras que el 16 de diciembre de 2008, cuando la Reserva Federal situó el nivel objetivo de los fondos federales en el rango 0,0%-0,25%, estableció la *primary credit* en el 0,50% (después de recortarla en 75 pb). Hubo que esperar hasta el 18 de febrero de 2010 para asistir a una elevación de este tipo de interés de referencia, como señal de mejoría en el funcionamiento de los mercados financieros.

Evolución del nivel objetivo de los fondos federales y de la primary credit



Fuente: Reserva Federal de EEUU.

Además de las modificaciones en la penalización del tipo de interés del principal componente del *discount window*[1], la Reserva Federal tomó más medidas. El 16 de marzo de 2008 amplió su vencimiento hasta 90 días, así como la lista de entidades que pueden recurrir a esta facilidad marginal de crédito. Dado que la primary credit está limitada a *depositary institutions*[2], ese mismo día la Fed creó la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) mediante la cual se permitía a los creadores de mercado que no sean entidades de crédito (bancos de inversión, por ejemplo) acceder a la ventanilla de liquidez de emergencia[3]. Esta herramienta finalizó el 1 de febrero de 2010.

La muestra más clara de las intensas tensiones de liquidez en el mercado interbancario estadounidense son las medidas adicionales que implantó la Reserva Federal: la *Term Auction Facilicty* (TAF) y la *Term Securities Lending Facility* (TSLF). La primera, instaurada el 12 de diciembre de 2007, se trataba de una facilidad híbrida, en tanto que combinaba aspectos de la *primary credit* y de las operaciones de mercado abierto. La Fed inyectaba liquidez a plazos de 28 y 84 días mediante subasta en la que el tipo mínimo de puja era el *overnight index swap* (OIS) al plazo correspondiente. La última subasta del TAF se produjo el 8 de marzo de 2010. La segunda herramienta, la TSLF, en vigor entre el 11 de marzo de 2008 y el 1 de

[1]*Establecido el 9 de enero de 2003, además de la primary credit, cuenta con la secondary credit y la seasonal credit.*

[2]*Son depositary institutions comercial banks, saving banks, savings y loans associations y credit unions.*

[3]*A marzo de 2009, es decir, en los momentos de máximos stress financiero, su recurso era limitado, apenas 700 millones de USD.*

febrero de 2010, permitía a los *primary dealers* tomar prestados activos del Tesoro estadounidense a cambio de colaterales menos líquidos[4].

Además de las medidas unilaterales, la Reserva Federal ha utilizado instrumentos en los que otros bancos centrales actuaban de contrapartida, como es el caso de los *swaps* de divisas. Con la intención de inyectar USD en mercados distintos al estadounidense, el 12 de diciembre de 2007 se pusieron en práctica *cross currency swaps* (denominados *Dollar Liquidity Swap Lines*) entre la Reserva Federal y otros 14 bancos centrales, que estuvieron vigentes hasta el 30 de octubre de 2009. Adicionalmente, el 6 de abril de 2009, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Suiza anunciaron el establecimiento de nuevos *swaps* de divisas, en este caso, para inyectar GBP, EUR, JPY y CHF en EEUU, denominados *Foreign - Currency Liquidity Swap Lines*[5].

Resumen
Medidas adoptadas por la Reserva Federal de EEUU para mitigar la crisis de liquidez en los mercados interbancarios

17.ago.07. Reducción en 50 pb de la *primary credit* (desde el 6,25% al 5,75%). Primera elevación de 25 pb el 18 de febrero de 2010 (desde el 0,50% al 0,75%).

12.dic.07. TAF *(Term Auction Facility).* Concesión de crédito a entidades crediticias estadounidenses a plazos de 28 y 84 días. Finalizó el 8 de marzo de 2010.

12.dic.07. *Dollar Liquidity Swap Lines. Swaps* de divisas entre la Reserva Federal y 14 bancos centrales para inyectar USD en mercados distintos al estadounidense a plazos entre 1 día y 3 meses. En vigor hasta el 1 de febrero de 2010.

11.mar.08. TSLF *(Term Securities Lending Facility).* Permite a los primary dealers tomar prestados activos del Tesoro estadounidense a cambio de colaterales menos líquidos. Inyecta liquidez a plazos entre 1 y 3 meses. Finalizó el 1 febrero de 2010.

16.mar.08. Se reduce hasta 25 pb la penalización de la primary credit frente al nivel objetivo de los fondos federales. Se amplía su vencimiento hasta 90 días.

16.mar.08. PDCF (*Primary Dealer Credit Facility).* Se permite a los creadores de mercado que no sean entidades de crédito (bancos de inversión, por ejemplo) acceder a una ventanilla de liquidez similar a la primary credit. Finalizó el 1 de febrero de 2010.

07.oct.08. CPFF *(Commercial paper funding facility).* Facilidad destinada a dotar de liquidez a los emisores de papel comercial a través de la compra directa de ABCP y papel comercial sin garantía, de máxima calidad crediticia y con vencimiento 3 meses. Finalizó el 1 de febrero de 2010.

06.abr.09. *Foreign- Currency Liquidity Swap Lines. Swaps* de divisas entre la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Suiza para inyectar GBP, EUR, JPY y CHF en EEUU. En vigor hasta el 1 de febrero de 2010.

Fuente: Elaboración propia.

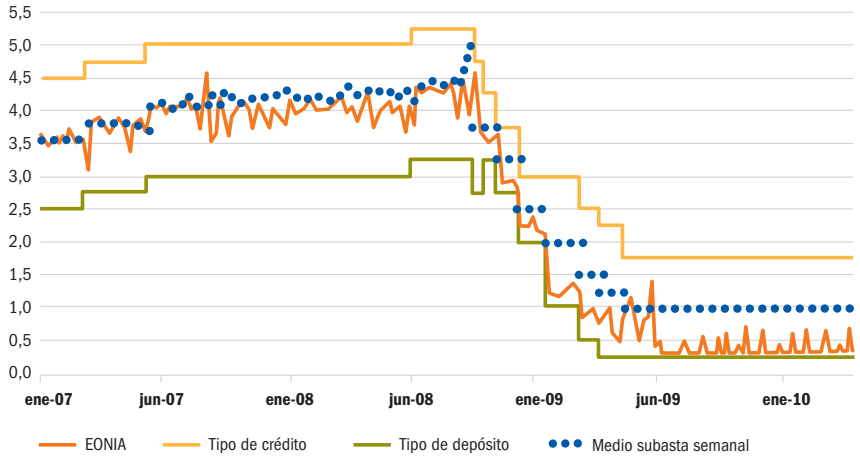
[4] *El TAF, con más de 400.000 millones de USD se convirtió es una de las principales herramientas para inyectar liquidez en el mercado. El recurso a la TSLF fue mucho más modesto: 32.000 millones de USD también a marzo de 2009, es decir, el momento de máxima tensión.*

[5] *El importe inyectado sumó 250.000 millones de USD mediante los Dollar Liquidity Swap Lines, mientras que se inyectó mediante los Foreign - Currency Liquidity Swap Lines 30.000 millones de GBP, 80.000 millones de EUR, 100.000 millones de JPY y 40.000 millones de CHF.*

Es obvio que ha tenido que ser la autoridad monetaria estadounidense la que se ha visto más forzada a tomar medidas más contundentes de inyecciones de liquidez, modificando, o instaurando, herramientas de política monetaria más o menos convencionales. Pero no ha sido la única, sino que otros bancos centrales también han tenido que responder, muestra del carácter mundial de la crisis de liquidez.

Por lo que respecta al BCE, también modificó en varias ocasiones el rango que separa las facilidades marginales de crédito y de depósito respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Además, estableció en éstas en octubre de 2008 un sistema de adjudicación al 100% eliminando el proceso competitivo en la captación de liquidez vía tipo de interés de puja. Por último, además de ampliar la lista de activos de garantía descontables, alargó a seis y doce meses (hasta el 30 de marzo de 2010 y el 16 de diciembre de 2009, respectivamente) el vencimiento de las operaciones de inyección de liquidez, mientras que, aunque de forma más modesta, también inició el denominado quantitative easing mediante la compra desde julio de 2009 y hasta julio de 2010 de 5.000 millones mensuales de covered bonds (hasta un total de 60.000 millones).

Evolución del EONIA, de la facilidad marginal de crédito, de depósito y del tipo medio de las operaciones principales de financiación del Eurosistema



Fuente: BCE.

En conclusión, con las medidas tomadas por las autoridades monetarias, sin precedentes y algunas de ellas inimaginables hace apenas unos meses, consideramos que se constata la magnitud de la crisis de liquidez sufrida en los mercados interbancarios. Para ilustrar de forma adicional las tensiones, a continuación se expone otro indicador, vinculando éste de forma más directa a la liquidez de los mercados financieros, propuesto por el Banco de Inglaterra.

Resumen
Medidas adoptadas por el BCE para mitigar la crisis de liquidez en los mercados interbancarios

(i) Octubre de 2008: procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con plena adjudicación, previa presentación de garantías, para todas las operaciones principales de financiación y operaciones de financiación a plazo más largo (hasta abril de 2010 para las de 3 meses y hasta, al menos, octubre de 2010 para las subastas a 7 días y a 1 mes).

(ii) Octubre de 2008: ampliación de la lista de activos de garantía admisibles en las operaciones de financiación del Eurosistema (hasta diciembre de 2010);

(iii) Ampliación de los vencimientos de las operaciones de financiación del Eurosistema hasta seis (en marzo de 2008) y doce meses (en junio de 2009), hasta el 30 de marzo de 2010 y el 15 de diciembre de 2009, respectivamente.

(iv) Provisión de liquidez en divisas, especialmente en USD (entre diciembre de 2007 y febrero de 2010).

(v) Compra simple de bonos garantizados (covered bonds) denominados en EUR desde julio de 2009 y julio de 2010 (5.000 millones mensuales, hasta un total de 60.000 millones), a fin de revitalizar un segmento del mercado al que afectaron especialmente las turbulencias financieras.

Fuente: Elaboración propia.

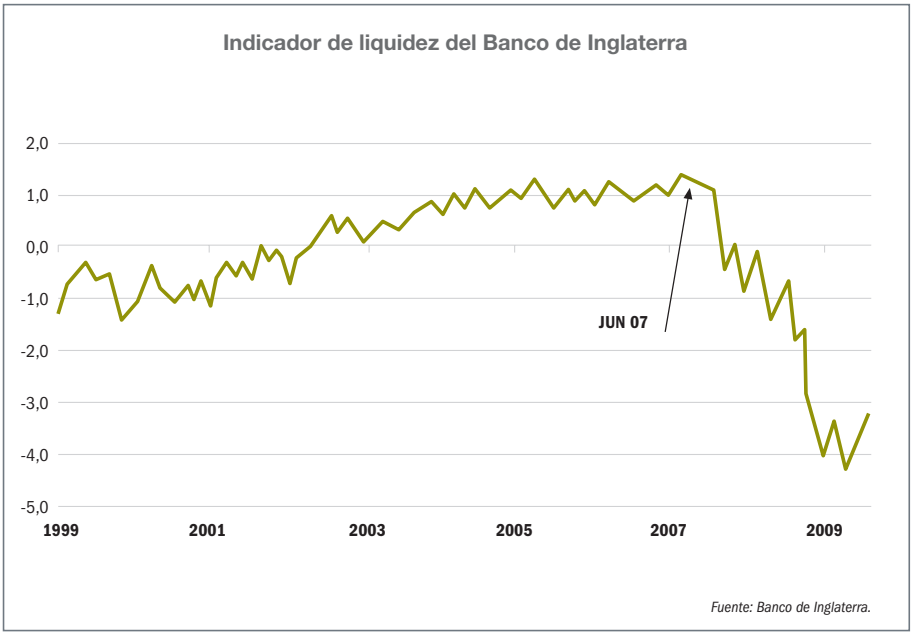
¿Cómo medir el riesgo de liquidez en los mercados financieros? La propuesta del Banco de Inglaterra

Como ya hemos comentado, los esfuerzos de los bancos centrales no se han reflejado sobre las otras dos acepciones de liquidez. Ahora nos centramos en la relativa a la de los mercados financieros, es decir, aquella que hace referencia a la "posibilidad de negociar un activo financiero en el menor tiempo posible, al menor coste e impactando de forma limitada en el precio".

En este sentido, el Banco de Inglaterra propone un índice que mide la liquidez de los mercados financieros. Está representado por el número de desviaciones típicas respecto a la media, calculándose ésta a partir de nueve indicadores de liquidez (equiponderados) normalizados en el período 1999-2004. Los indicadores son el diferencial *bid-ask* de las Letras del Tesoro, del tipo de cambio y del precio de las acciones del FTSE 100. Se incluye también un ratio sobre el volumen negociado en

el mercado de Letras, en el FTSE 100 y en opciones sobre acciones. Por último, los otros 3 indicadores son primas de liquidez en los bonos corporativos *investment grade* y *high yield* y el diferencial LIBOR-OIS del USD, GBP y EUR. Un aumento del indicador se interpreta como una mayor liquidez y una caída como una situación caracterizada por su ausencia.

En el gráfico se observan las favorables condiciones de liquidez del período 2003 - 2006 y los problemas de la también crisis financiera de 1998, asociada a la quiebra del hedge fund LTCM, a las turbulencias sufridas por los mercados financieros del sudeste asiático y al default de Rusia y Brasil. Pero la intensidad de esos problemas de liquidez es reducida comparada con la situación vivida entre 2007 y 2009.



Conclusiones

La crisis financiera subprime (2007-2009) ha tenido como elemento diferencial frente a otros procesos históricos de fuertes turbulencias, las distorsiones en la liquidez de los mercados interbancarios y financieros, provocando, a su vez, una intensa reacción de las cotizaciones de los distintos activos (impactando, obviamente, en las IIC). La rápida y contundente respuesta de los bancos centrales, diseñando nuevas herramientas, modificando las más tradicionales o recurriendo a ellas de forma coordinada surtió efecto para que en marzo de 2009, es decir, veinte meses después de su inicio, comenzara a corregirse la crisis de liquidez. Ha sido en el arranque de 2010, con la retirada de la mayoría de medidas, cuando se ha confirmado la finalización de uno de los episodios más importantes de la Historia financiera, con claras implicaciones en la inversión colectiva, como se comentará en los próximos capítulos.

Capítulo 6

EL IMPACTO DE LA CRISIS DE LIQUIDEZ SOBRE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CONSERVADORES. EL PAPEL JUGADO POR LOS DEPÓSITOS EN EL CASO ESPAÑOL

Introducción

Como es lógico, la crisis de liquidez vivida en los mercados financieros internacionales comentada en el capítulo anterior afectó a los fondos de inversión. Ahora bien, aunque este impacto fuera significativo en términos de pérdidas asociadas a la valoración de las carteras, no impidió que los fondos mantuvieran una de sus principales características, la elevada liquidez, ya que apenas una decena de fondos a nivel europeo suspendieron los reembolsos. De esta forma, los fondos de inversión han demostrado su capacidad de resistencia en un entorno especialmente hostil, lo que no impide que, de cara al futuro, se deban reforzar determinados aspectos y modificar algunas reglas para fortalecer, aún más, a los fondos de inversión.

Impacto de la crisis financiera sobre los activos del mercado monetario y, por ende, sobre los partícipes y accionistas

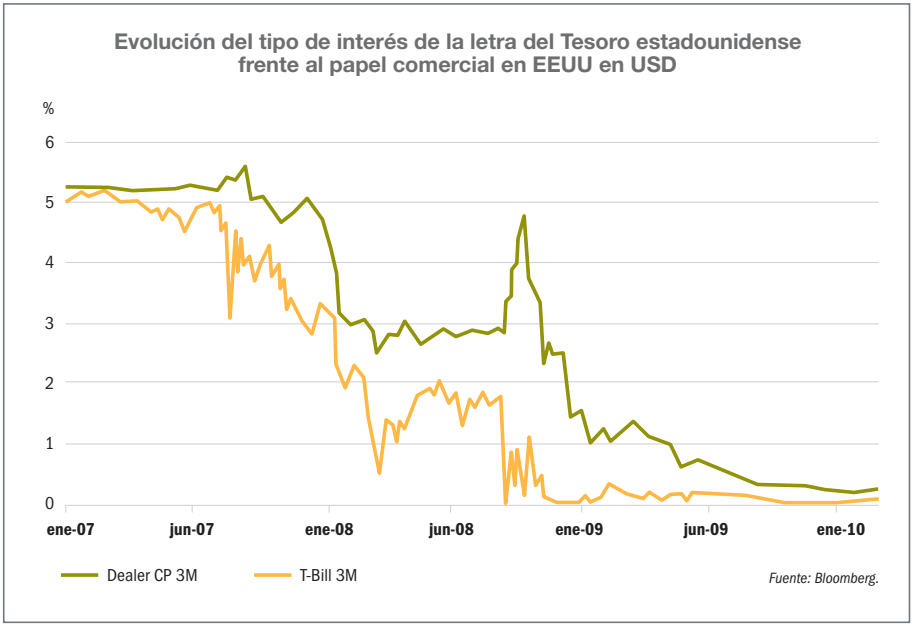
Aunque no existe unanimidad internacional a la hora de categorizar a las IIC, y conviven clasificaciones elaboradas por supervisores, analistas, asociaciones profesionales e, incluso, por comercializadores, todas ellas tienen en común diferenciar los "fondos monetarios" o "fondos del mercado monetario". Su característica más importante radica en que la cartera está constituida por activos de reducido riesgo de crédito, de mercado y de liquidez, lo que les confiere un status similar a la liquidez[1]. Por eso es, precisamente, por lo que las pérdidas registradas por algunos de ellos, tanto en España como en el resto del mundo (aunque con especial relevancia en EEUU, como se comentará en el siguiente capítulo), haya sido uno de los acontecimientos más sorprendentes de esta crisis financiera.

Además, la existencia de categorías con la etiqueta de monetarios, pero con dosis adicionales de riesgo, como es el caso de los monetarios dinámicos españoles, de

[1] *No en vano, el BCE las considera dentro del agregado monetario M3.*

los fondos de tesorería dinámica o dinámica plus en Francia o de los fondos "próximos al mercado monetario" alemanes han generado más desconcierto a los inversores ante las minusvalías sufridas, pero no sólo a los "particulares" (los más numerosos en Europa, y especialmente en España, con un 80%, pero no en EEUU), sino también a los profesionales. El caso vivido en EEUU, con el fondo Reserve, cuyo NAV perdió la cota de 1 USD (en 30 años sólo había sucedido otra vez, en 1994) merece un estudio aparte.

Buena parte de la explicación de las pérdidas (o, al menos, de la volatilidad del valor liquidativo) reside en la estrategia aplicada por los gestores en los años precedentes de incorporar a la cartera de estas categorías defensivas de fondos, títulos de renta fija de menor calidad crediticia y, además, de menor liquidez, con el objetivo de mejorar las rentabilidades de los fondos. La excepcional intensidad de la *crisis subprime,* con el componente distorsionador de la falta de liquidez, como se ha expuesto en el capítulo anterior, agudizó a nivel global la demanda por los activos de mayor calidad crediticia, pero también de más elevada liquidez, en detrimento de aquellos valores que no gozaban de dichas cualidades (titulizaciones, deuda bancaria, etc.), muchas de las cuales se encontraban en las carteras de los fondos monetarios.



Uno de los casos más extremos fue el del mercado estadounidense. La evolución histórica de la rentabilidad de un instrumento de renta fija a corto plazo de máxima calidad crediticia (como puede ser la letra emitida por el Tesoro a 3 meses), respecto a la de un activo similar pero con riesgo corporativo (aunque

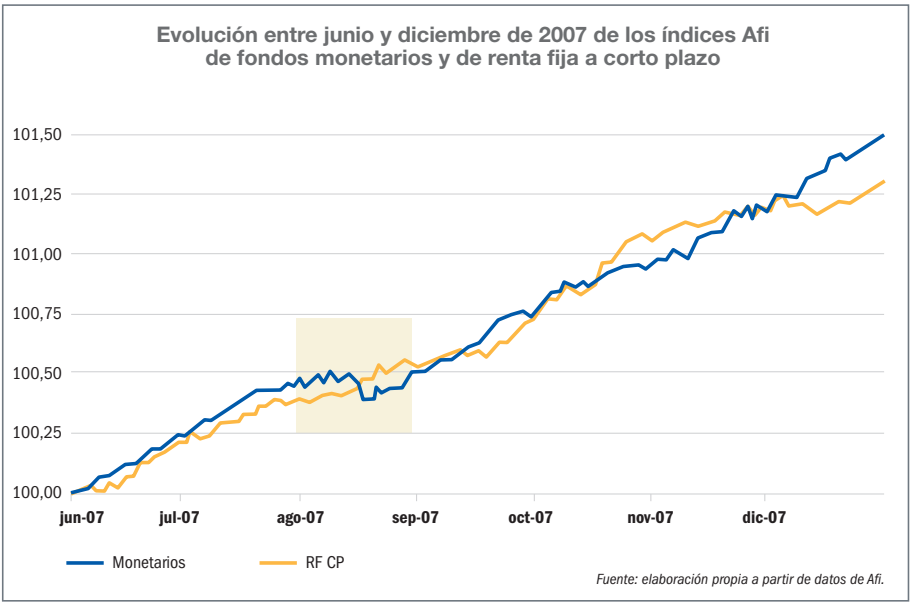
muy reducido, como el *Dealer Commercial Paper*), ha sido idéntica (es decir, el diferencial ha sido mínimo). Sin embargo, la "huida hacia la calidad" *(flight to quality),* es decir, el proceso por el cual los inversores descartan (venden y dejan de comprar) activos de riesgo a favor de activos de máxima calidad crediticia y elevada liquidez (bonos y letras del Tesoro), provocó una ruptura de esta evolución histórica paralela.

En el entorno de máximo estrés que supuso el estallido de la crisis subprime, la rentabilidad de ambos activos comenzó a divergir hasta alcanzar un máximo de 445 pb con la quiebra de *Lehman Brothers* el 15 de septiembre de 2008, cuando la rentabilidad de los activos con riesgo *(dealer CP 3m)* se disparó como consecuencia de la intensa caída de su precio fruto de la nula demanda y de la amplia presión vendedora en el mercado secundario. En sentido contrario, las referencias emitidas por el Tesoro estadounidense acapararon una demanda tan elevada que llegaron a cotizar tasas de rendimiento negativas.

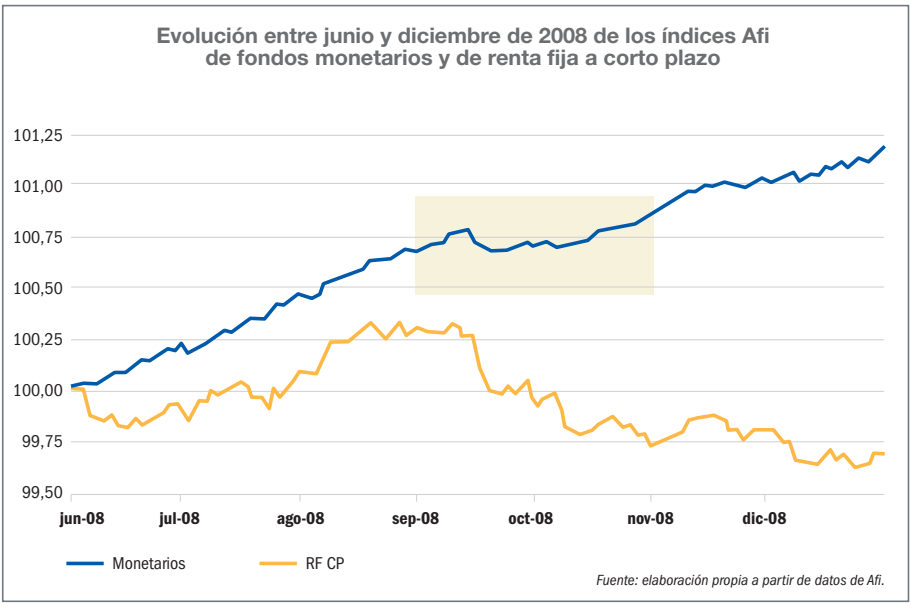
A pesar de que este efecto se reflejó con mucha claridad en los indicadores estadounidenses, la huida hacia la calidad fue generalizada en todos los países, incluído España, de tal forma que los algunos fondos monetarios de nuestro país sufrieron caídas en sus valores liquidativos (VL).

Impacto en los fondos monetarios y de renta fija a corto plazo españoles

Para medir el comportamiento de los fondos monetarios recurrimos a los índices Afi de fondos de inversión, calculados a partir de la evolución de los valores liquidativos de los fondos comercializados (que no sólo gestionados) en España. Al englobar un conjunto de IIC, su comportamiento es un promedio, por lo que esconde la evolución negativa, pero también positiva, de ciertas de ellas. Varios aspectos son relevantes. El primero, que ya las primeras turbulencias de los mercados financieros de verano de 2007 impactaron sobre el VL de los fondos monetarios que, en conjunto, perdieron un 0,11% entre el 8 de agosto y el 17 de agosto (máxima caída o *drawdown*). Es decir, ya contábamos en ese momento con las primeras evidencias de que algunos fondos monetarios gestionados o comercializados en España tenían exposición a activos con mayor riesgo de mercado, crédito y liquidez de lo deseado, si bien, en casos aislados y por cuantías reducidas. La pérdida del 0,11% se recuperaría en unas pocas sesiones (el 27 de agosto), lo que no impidió que ese mes se saldara con una revalorización de apenas el 0,05%. Primer aviso de las tensiones que se producirían treces meses después.



Efectivamente, la quiebra de Lehman Brothers supuso de forma directa (las carteras de algunos fondos contaban con referencias de este emisor) e indirecta (por el efecto en valoración del resto de títulos de renta fija del mercado) una nueva caída del VL de los fondos monetarios. Si bien la cesión fue de similar magnitud (-0,09%) y durante un período de tiempo parecido (entre el 14 y el 22 de septiembre), necesitó de más tiempo para recuperarse (algo más de un mes).



Por lo tanto, la quiebra de Lehman Brothers no tuvo un impacto significativo en la categoría de fondos monetarios españoles y, además, limitado a unos pocos casos (apenas una veintena). Más generalizado e intenso fueron las implicaciones sobre los fondos de renta fija a corto plazo (la principal categoría por volumen gestionado, con 48.000 millones de EUR frente a los 36.000 millones de los monetarios, de un total de 185.000 millones). La mayor duración de esta tipología de fondos y la búsqueda de una mayor rentabilidad provocaron la exposición a productos de mayor riesgo, que fueron precisamente los que sufrieron las caídas en precio referidas anteriormente en el proceso de "huída hacia la calidad". La consecuencia fue una cesión del VL para el conjunto de la categoría del 1,3% entre el 26 de agosto de 2008 (es decir, días antes, incluso, de la quiebra de Lehman) y el 17 de marzo de 2009, momento en el que comenzó la recuperación de los mercados de renta fija, pero también de renta variable.

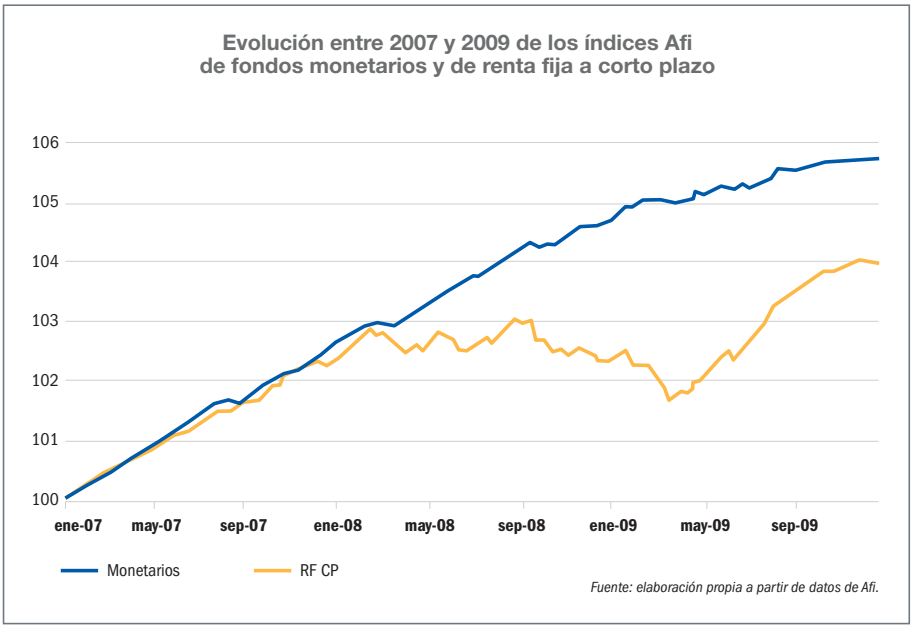


TABLA RESUMEN DEL IMPACTO EN LA CATEGORÍA DE FONDOS MONETARIOS Y DE RENTA FIJA A CORTO PLAZO

	MÁXIMO VALOR	MÍNIMO VALOR	% CAÍDA	TIEMPO (DÍAS)	MOMENTO RECUPERACIÓN	TIEMPO (DÍAS)
Monetarios	08/08/07	17/08/07	-0,11	9	27/08/07	10
Monetarios	14/09/08	22/09/08	-0,09	8	21/10/08	29
Renta Fija CP	26/08/08	17/03/09	-1,32	203	24/07/09	129

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Afi.

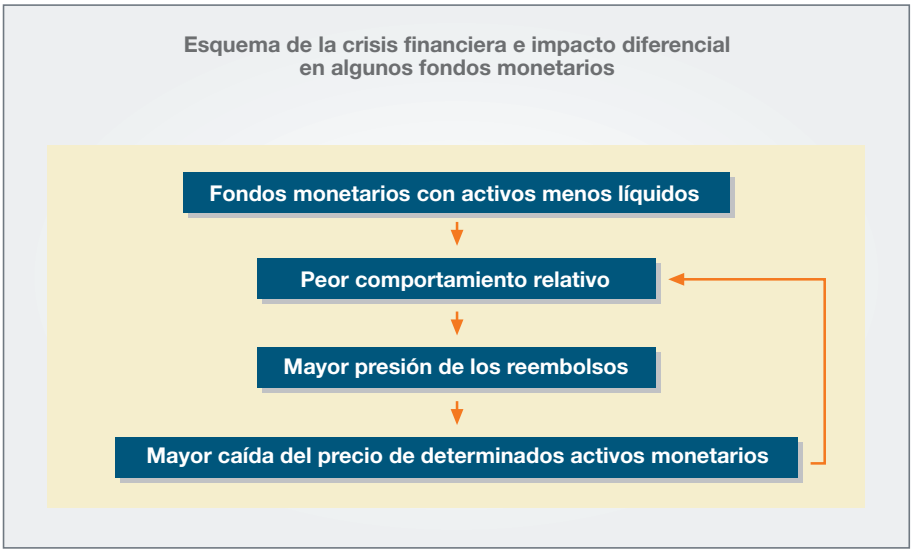
Si la mayor asunción de riesgo de los fondos de renta fija corto plazo en España frente a los monetarios explica el peor comportamiento relativo de éstos en la crisis, la distinta composición de la cartera de los fondos monetarios en Europa también sirve para entender las diferencias en sus respectivos rendimientos.

La disparidad en la definición de fondo monetario en Alemania, Francia, Italia o España, por ejemplo, se refleja, como es lógico, en la composición de sus carteras y, por tanto, en el impacto que ha tenido la crisis financiera, que ha sido más importante en aquellos que podían asumir más riesgo y que, habitualmente, contaban con una menor liquidez. Existe evidencia entre fondos con activos menos líquidos, mayor demanda de reembolsos por parte de los inversores y peor comportamiento relativo. Es decir, los fondos que en años anteriores habían mostrado un mayor rendimiento por haber invertido en activos más arriesgados, con mayor rentabilidad, pero menos liquidez son los que cayeron en mayor medida en la segunda mitad de 2008 y los que sufrieron la mayor presión de los reembolsos (autoalimentando la crisis). Villanueva (2009) expone cómo han sufrido en mayor medida los fondos alemanes y los fondos dinámicos franceses (más enfocados en la búsqueda de rendimiento), mientras que la mayoría de los fondos domiciliados en España, Italia y los denominados fondos regulares franceses (que persiguen mantener un mayor nivel de liquidez y seguridad) se habrían comportado muy bien (las pérdidas serían apenas unas excepciones).

Impacto sobre los reembolsos. El particular caso español

Las minusvalías, aunque reducidas, en los fondos monetarios derivaron en un aumento de la solicitud de reembolsos por parte de los inversores a nivel mundial que exigió la reacción de las autoridades y que intensificó, aún más, la crisis financiera y, con ello, la crisis económica, constatándose el carácter sistémico de los fondos monetarios a nivel mundial.

La presión vendedora para atender los reembolsos, más la actitud prudente por parte de los gestores, que incrementaron los porcentajes de liquidez para atender potenciales salidas futuras, en un mercado con reducida liquidez, no hacían más que provocar cesiones en los precios que suponían caídas en los VL y, con ello, se entraba en un círculo vicioso.

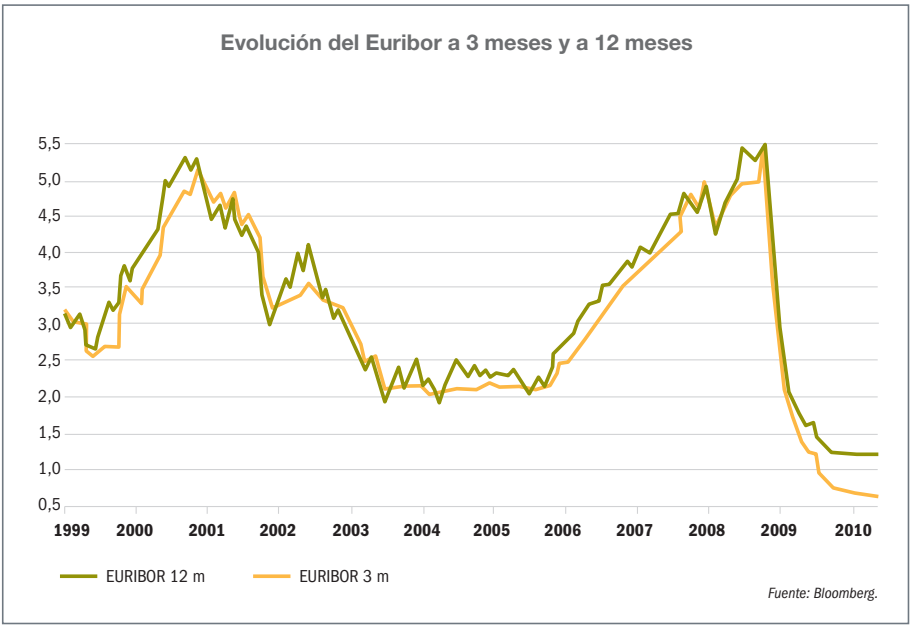


Fuente: Elaboración propia

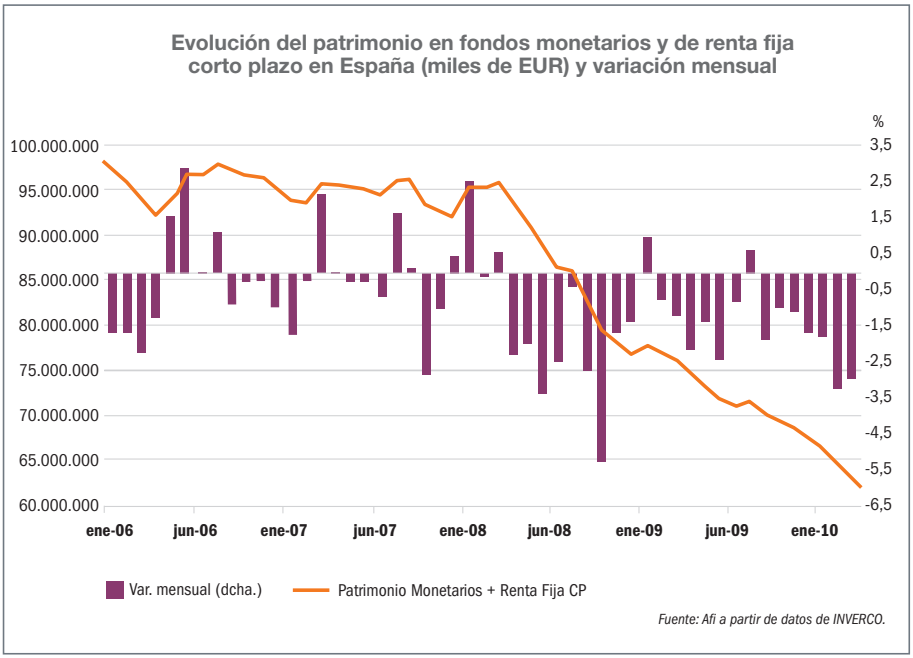
La concurrencia de productos sustitutivos (o, al menos, así considerados por los clientes) de los fondos monetarios impidió que éstos ejercieran como activo refugio en las fases iniciales de la crisis. Entre estos sustitutivos destacan los depósitos, que se liberaron de la percepción de producto de riesgo cuando recibieron la garantía, aunque fuese por cantidades limitadas, de los Gobiernos.

Pero el atractivo de los depósitos no procedió sólo de la garantía de los Estados, ni tampoco de las pérdidas sufridas por los fondos monetarios, sino de la confluencia de dos factores que elevaron la rentabilidad ofrecida: por un lado, la propia subida de los tipos de interés interbancarios a los que de forma directa o indirecta va asociada su rentabilidad, y las necesidades de financiación por parte de las entidades crediticias ante el "cierre" de los mercados de capitales.

Los riesgos para la estabilidad de los precios (en julio de 2008 el BCE había elevado el tipo de intervención) condicionaron una actitud del BCE poco proclive a una relajación de su política monetaria, menos aún cuando en esos momentos las turbulencias de los mercados financieros eran consideradas como sólo un problema de liquidez en los mercados interbancarios. Unos tipos de interés base elevados más las novedosas primas por riesgo de crédito y de liquidez que comenzaban a exigirse en el mercado monetario derivaron en un importante repunte del Euribor, situándose por encima del 5%.



La creciente demanda de liquidez por parte de las entidades crediticias favoreció un traslado automático, y amplificado, de estos elevados niveles de remuneración a los depósitos ofertados en la red comercial. De esta forma, los depósitos se constituyeron en una la alternativa "perfecta" para ambos colectivos: los inversores encontraban una fuente de rentabilidad anormalmente elevada en un contexto de caídas generalizadas del precio de los activos, mientras que para las entidades, los depósitos eran una fuente rápida de captación de recursos con los que financiar sus balances en un contexto de cierre de los mercados mayoristas. En consecuencia, los depósitos consiguieron canibalizar en pocos meses buena parte del patrimonio de los fondos de inversión de las propias gestoras de IIC del grupo bancario, así como de las gestoras independientes, en especial, el de los fondos monetarios y de renta fija corto plazo.

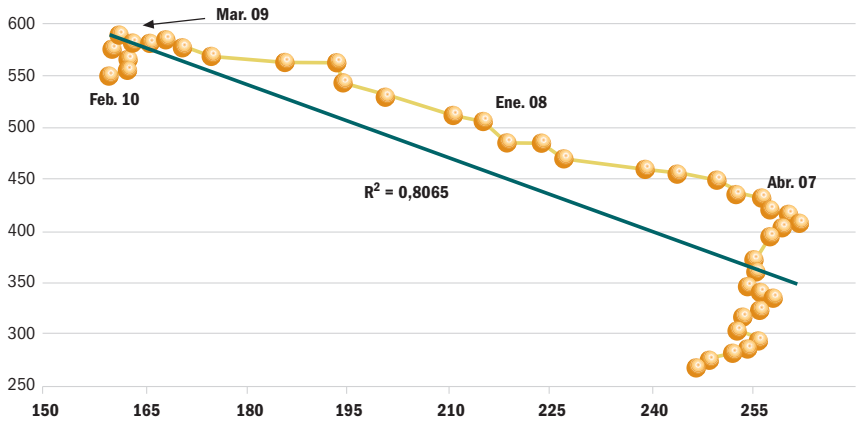


En el gráfico adjunto se observa que desde abril de 2007 (es decir, máximos históricos en patrimonio bajo gestión) existe una clara correlación negativa[2] entre el volumen gestionado en fondos de inversión y en depósitos (aunque frenada a partir de marzo de 2009, con la estabilización del patrimonio en fondos), poniendo de manifiesto que la "canibalización" se ha producido coincidiendo con la negativa evolución de los mercados financieros pero, sobre todo, con el arranque de la crisis de liquidez en el mercado interbancario y el consecuente repunte del Euribor. Este fenómeno es estadísticamente más significativo cuando tenemos en cuenta sólo los fondos de inversión monetarios y de renta fija a corto plazo, lo que avala esta tesis de efecto sustitución (es más probable que un inversor de un fondo monetario lo cambie por un depósito a que lo haga un inversor de un fondo de renta variable internacional) entre abril de 2007 y abril de 2009. Ahora bien, este efecto parece haberse frenado en los últimos meses (desde abril de 2009), en los que la caída del patrimonio en fondos defensivos no ha coincidido con un repunte de los depósitos (una parte de la desinversión en fondos habría tenido como destino la reducción de deuda por parte de las familias o el consumo compensando la pérdida de rentas salariales).

[2] *Del 0,95 si tenemos en cuenta la muestra abril 2007-febrero 2010. En el gráfico se representa la evolución desde 2005 para contar con una mayor perspectiva histórica, si bien la correlación es menor.*

Evolución del patrimonio bajo gestión en fondos de inversión financieros (eje X) y en depósitos bancarios (eje Y)

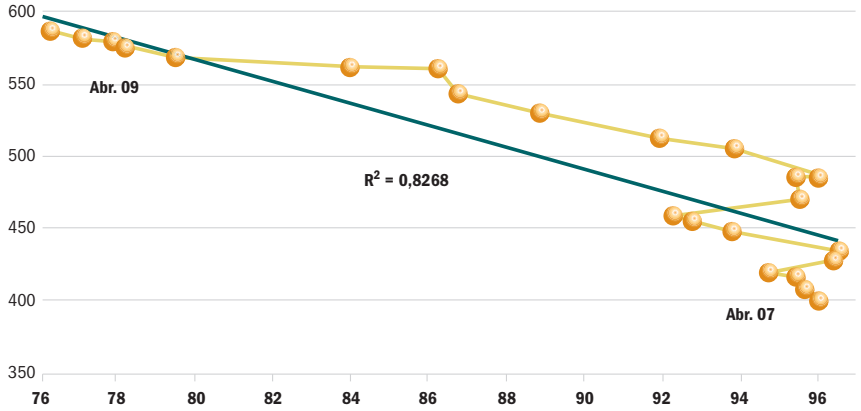
Datos en miles de millones de EUR



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO y del Banco de España.

Evolución del patrimonio bajo gestión en fondos de inversión monetarios y renta fija corto plazo (eje X) y en depósitos bancarios (eje Y) Abril 2007- Abril 2009

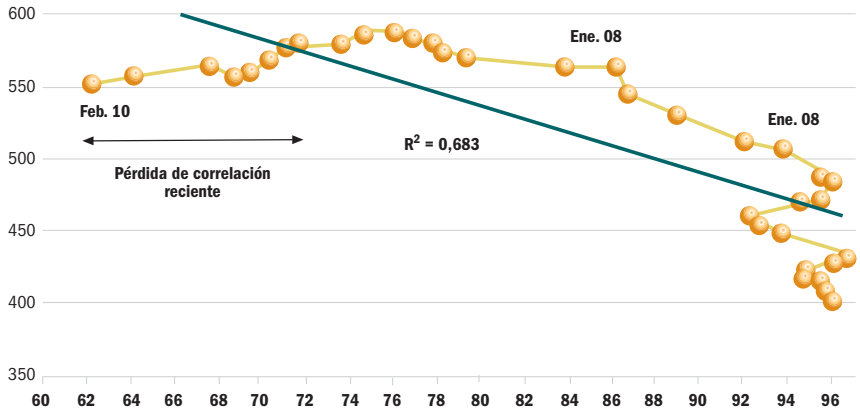
Datos en miles de millones de EUR



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO y del Banco de España.

Evolución del patrimonio bajo gestión en fondos de inversión monetarios y renta fija corto plazo (eje X) y en depósitos bancarios (eje Y)

Datos en miles de millones de EUR



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO y del Banco de España.

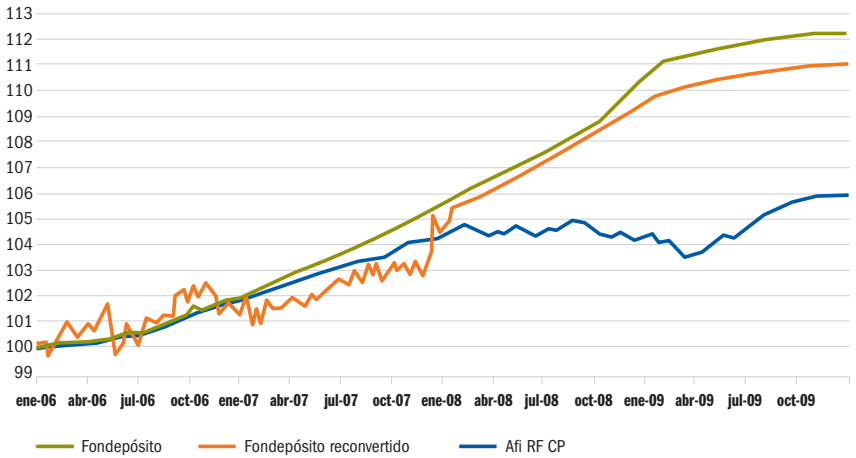
Reacción de las gestoras: la creación de los fondepósitos

Las épocas de turbulencias no suelen ser propicias para la innovación, y mucho menos en el campo de las finanzas si tenemos en cuenta el contexto de la crisis financiera 2007-2009, dado que gran parte de la responsabilidad de la misma se le atribuye, precisamente, a los procesos de innovación en productos de financiación y de traslación del riesgo bancario. Entre las pocas novedades de la inversión colectiva (como se verán en los capítulos 8 y 9, han sido más profusas en la vertiente normativa) se pueden destacar los denominados fondepósitos, que en 2008 se convirtieron en uno de los pocos productos que consiguieron captar patrimonio. Mediante esta tipología de fondos el partícipe puede reorientar su cartera hacia los depósitos (para aprovecharse así de las altas rentabilidades ofrecidas en aquellos momentos), pero mediante un traspaso, evitándose las implicaciones fiscales que supone la venta de fondos con plusvalías para invertir en depósitos. Por su parte, las entidades financieras encuentran en los fondepósitos una fuente de financiación adicional que supone un menor impacto sobre el patrimonio de fondos de inversión bajo gestión si bien, con implicaciones en la cuenta de resultados ya que las comisiones de esta tipología de fondos (0,50% en media) son menores que en el resto (especialmente los de renta variable).

En 2008 no sólo asistimos al nacimiento de diversos fondepósitos, sino también a la consolidación de algunos ya lanzados en 2006, así como a la transformación de fondos monetarios, de renta fija, garantizados o incluso globales. Nacimiento,

consolidación o transformación permitieron que el total del patrimonio superase los 7.000 millones de EUR.

Evolución de un fondepósito, de un fondo global transformado en fondepósito y del índice Afi de fondos de renta fija a corto plazo
(Base 100: 1.ene.06)



Fuente: Bloomberg, Afinet y elaboración propia.

Los fondepósitos son un ejemplo más que resalta las bondades de los fondos de inversión, como productos capaces de adaptarse a las necesidades de los clientes en cada momento y que permiten ser una alternativa eficiente desde una perspectiva fiscal, pero también de rentabilidad, del producto subyacente en el que invierten. Ante las restricciones de concentración en cada fondo para un determinado emisor, el partícipe de un fondepósito se garantiza una gama diversificada de entidades depositarias, con un escalonamiento en los vencimientos y, posiblemente, con mayores tipos de interés por la capacidad de negociación del fondo. Por último, y a diferencia de un depósito bancario tradicional, se aplaza el pago de impuestos por las plusvalías y se puede hacer líquida la inversión sin penalización.

Conclusiones

Uno de los elementos diferenciales de la crisis financiera fue la aparición del denominado riesgo de liquidez que, aún habiendo afectado a la totalidad de categorías de IIC, fue más relevante en los fondos monetarios, precisamente por la percepción por parte de los inversores de su elevada seguridad (se perciben como "cuasi dinero").

Sin embargo, a lo largo de los últimos años se ha constatado la coexistencia de dos estrategias dentro de la categoría de fondos monetarios: priorizar la liquidez y la seguridad o la búsqueda de una rentabilidad extra. Los fondos que han seguido esta segunda han sido los que más han sufrido la crisis financiera y, si bien han existidos casos en todos los países, parece sobresalir Alemania y, parcialmente Francia. Mientras, en España, salvo unas pocas excepciones, los fondos monetarios no han sufrido caídas en sus valores liquidativos, lo cual no ha impedido el importante flujo de reembolsos, pero más asociado a otros factores, especialmente la necesidad de financiación del balance por parte de las entidades crediticias, que les llevó a primar los depósitos. La prudencia en la construcción de la cartera de los fondos monetarios españoles permitió hacer frente a los importantes reembolsos en plazos muy cortos de tiempo (entre 24 y 48 horas) a pesar del contexto de extraordinarios problemas de liquidez en los mercados financieros. Es obvio que también en nuestro país ha habido excepciones (en caídas del valor liquidativo, no en suspensión de reembolsos) pero han sido eso, excepciones.

Capítulo 7

LA CRISIS DE LOS FONDOS MONETARIOS EN EEUU O LA PERCEPCIÓN DE SU CARÁCTER SISTÉMICO

Introducción

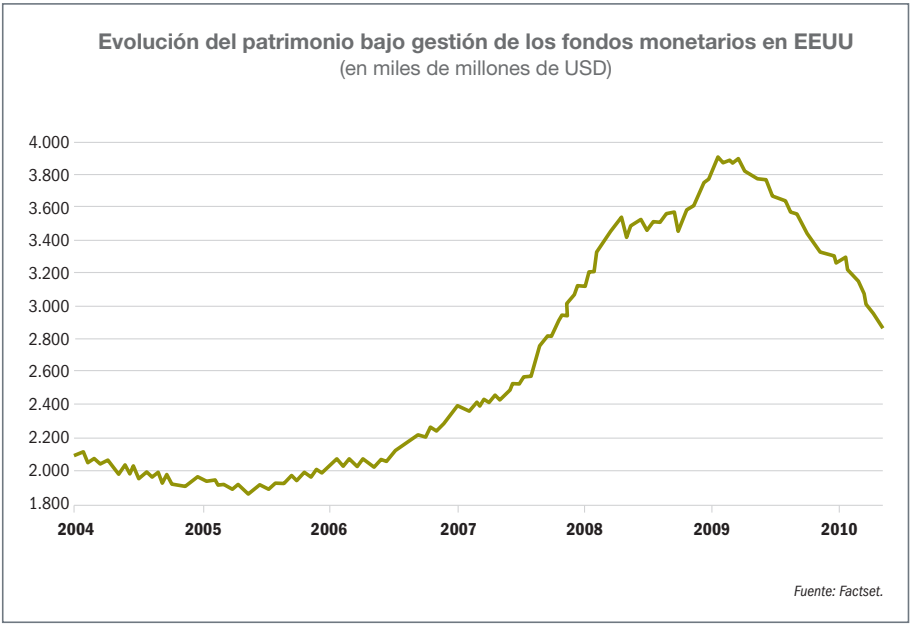
Si en el capítulo anterior se ha abordado el impacto de la crisis sobre los fondos monetarios, especialmente los españoles, es pertinente profundizar en el análisis de esta categoría, centrándonos en los correspondientes al mayor mercado del mundo: el estadounidense. Nacido en 1971 como una alternativa a los depósitos bancarios, que en ese momento presentaban limitaciones en el tipo de interés de remuneración, el mercado de fondos monetarios estadounidense *(Money Market Funds)* suma casi 3 billones de USD, mientras que el europeo acumula 1,4 billones de EUR y 0,3 billones el del resto de países. En consecuencia, la evolución de su patrimonio, rentabilidades y regulación tienen implicaciones sobre los mercados financieros internacionales, como se puso de manifiesto, con especial intensidad, en septiembre de 2008, justo en los días posteriores a la quiebra de Lehman Brothers.

Características y clasificación de los fondos monetarios estadounidenses

La definición de fondo monetario en EEUU está recogida en la Regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión *(Investment Company Act)* de 1940 y fue adoptada por la Securities and Exchange comisión (SEC) en 1983. Esta Regla detalla con exactitud los límites de exposición al riesgo de crédito, de mercado y operacional que puede asumir el fondo, limitándolos con la intención de garantizar que esta tipología de fondos se configure como la más segura, y pueda considerarse por parte del inversor como un sustituto de la liquidez.

Para reforzar esta sensación, es habitual que el partícipe pueda emitir cheques contra sus cuentas en los fondos monetarios sin tener que vender las participaciones. Esta elevada liquidez de los fondos es posible por la existencia de los denominados *sponsors,* entidades financieras que ofrecen liquidez (y, en algunas ocasiones, pueden llegar a absorber pérdidas). Además, para garantizar la seguridad de la cartera, la Regla 2a-7 impone restricciones sobre la calidad crediticia (no más de un 5% en emisiones con *rating* por debajo de A2/P2), la diversificación de los títulos en los que se puede invertir (como máximo un 5% en

un solo emisor, salvo que sea un Gobierno o una Agencia, por ejemplo) y el vencimiento (inferior a 13 meses). Hasta la crisis financiera 2007-2009, la duración media de la cartera no podía exceder 90 días, un límite que se redujo hasta los 60 días tras los cambios normativos de septiembre de 2009.



Si bien todos los fondos monetarios se caracterizan por su limitado riesgo, es posible hacer clasificaciones. La primera tiene que ver con la tributación, ya que algunos fondos (aproximadamente el 12% del total del patrimonio) están exentos del pago de impuestos *(Tax Free Money Market Fund).* Dentro de éstos se distinguen los fondos nacionales, que invierten en valores municipales, y los estatales, que invierten en obligaciones municipales, pero de un solo Estado, cuyos rendimientos están exentos para los habitantes de ese Estado.

Dentro de los fondos monetarios sujetos a tributación (los más numerosos, con un 88% del patrimonio) se distingue entre los que invierten principalmente en deuda emitida por el Tesoro estadounidense *(Treasury Funds)* u otros organismos garantizados por el Gobierno *(Goverment Funds).* Los fondos monetarios no gubernamentales invierten en una variedad de instrumentos del mercado monetario. También denominados *Prime Money Fund,* suelen ser los que consiguen un mayor rendimiento al tener una mayor libertad de inversión.

Por último, existe otra clasificación que distingue los fondos destinados a inversores minoristas *(retail)* y a inversores institucionales *(institucional)* que, como sucede en el resto de países, suelen diferenciarse por las comisiones aplicables y los

mínimos de inversión. En la actualidad, estos fondos suponen dos tercios del total, un porcentaje que se ha ido incrementado en los últimos años (como se observa en la tabla, en 2004 representaban algo más de la mitad).

PATRIMONIO BAJO GESTIÓN EN FONDOS MONETARIOS Y DISTRIBUCIÓN ENTRE INSTITUTIONAL Y RETAIL Y ENTRE TAXABLE Y TAX FREE (EN MILES DE MILLONES DE USD)

		INSTITUCIONAL		RETAIL		TAXABLE		TAX FREE	
FECHA	TOTAL	VOLUMEN	%	VOLUMEN	%	VOLUMEN	%	VOLUMEN	%
02/01/04	2.082	1.175	56,4	907	43,6	1.791	86,0	291	14,0
05/01/07	2.392	1.418	59,3	974	40,7	2.017	84,3	375	15,7
04/01/08	3.156	1.927	61,0	1.229	39,0	2.696	85,4	460	14,6
05/09/08	3.581	2.278	63,6	1.302	36,4	3.067	85,7	513	14,3
26/09/08	3.453	2.146	62,1	1.308	37,9	2.977	86,2	476	13,8
16/01/09	3.920	2.553	65,1	1.367	34,9	3.421	87,3	499	12,7
10/07/09	3.670	2.452	66,8	1.218	33,2	3.216	87,6	454	12,4
16/04/10	2.913	1.912	65,6	1.002	34,4	2.549	87,5	364	12,5

Fuente: Factset y elaboración propia.

CLASIFICACIÓN DE LOS FONDOS MONETARIOS EN EEUU

Exentos de impuestos → Nacionales
→ Estatales

Fondos tributables → Gubernamentales *(Goverment)*
→ No Gubernamentales *(Prime)*

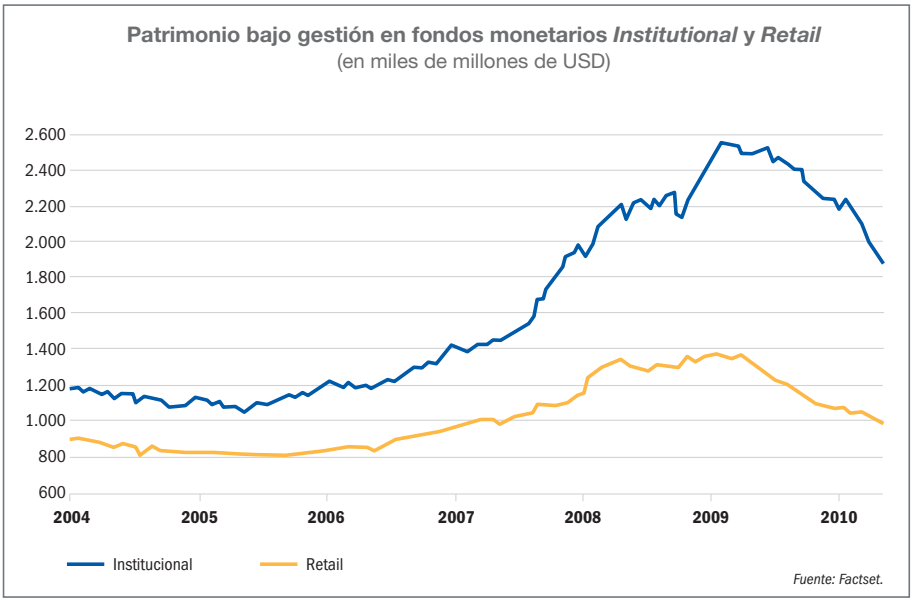
Fuente: Elaboración propia.

Para reforzar esa sensación de seguridad, el NAV *(Net Asset Value)* o valor liquidativo permanece estable en un dólar, sin menoscabo de que el *sponsor* calcule a diario ese NAV según los precios de mercado de los activos, en lo que se denomina *shadow price*. Si éste se sitúa por debajo de 1 USD, el *sponsor* debe tomar medidas para recuperar el valor (por ejemplo, comprar a valor nominal la emisión cuyo precio ha caído). Ahora bien, no es una obligación legal, y aunque a lo largo de los años se ha tratado de mantener (hasta 145 fondos habían recibido apoyo de los *sponsor* hasta julio de 2007 y, desde entonces, un tercio de entre los 100 más importantes), en situaciones extremas de los mercados financieros se puede producir lo que se conoce como *break the buck* (literalmente, "perder el dólar"). Sólo ha sucedido dos veces: en 1994 *(The Community Bankers US Government Fund* pagó a los inversores 96 centavos por acción) y en septiembre de 2008.

Septiembre de 2008. La quiebra de Lehamn Brothers provoca un *"Break the buck"*

Efectivamente, aunque a lo largo de los últimos años se han sufrido diferentes fases de turbulencias en los mercados financieros, que han afectado a los mercados monetarios y, con ello, a los *Money Market Funds,* sólo en dos ocasiones el NAV de algún fondo ha perdido el dólar.

La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre y, con ello, del valor de mercado de todos sus instrumentos de renta fija, provocó que Reserve Primary Fund (un fondo *Prime*) se situara por debajo de la par. Aunque la exposición a Lehman era de sólo el 1,2%, fue suficiente como para que el NAV cayera a 97 centavos, generando un pánico entre los inversores, no sólo los particulares, sino sobre todo los institucionales. En el caso concreto de Reserve, de 65.000 millones de USD bajo gestión, el 15 de septiembre de 2008 recibió órdenes de venta por importe de 25.000 millones, y en apenas 4 sesiones más, otros 35.000 millones. Es decir, el 19 de septiembre se había solicitado el reembolso 60.000 de los 65.000 millones de USD de patrimonio. El efecto contagio fue inmediato, incluso para el fondo *Goverment* de Reserve que, con unos activos totales de 10.000 millones, recibió órdenes de venta de 6.000 millones. Este caso no fue generalizado, ya que el resto de fondos monetarios que invertían en exclusiva en deuda del Tesoro recibieron flujos, provenientes, en gran medida, de los *Prime*. Éstos, en apenas un par de sesiones, sufrieron órdenes de reembolso por 200.000 millones de USD (un 6% del total del patrimonio). En un mercado totalmente roto por la quiebra de Lehman, esta presión vendedora no hizo sino sesgar más a la baja los precios de los activos con riesgo, aumentar los correspondientes a los activos emitidos por el Tesoro, e intensificar las turbulencias. Es significativo, además, el dispar comportamiento entre los inversores institucionales y los minoristas, ya que, como hemos apuntado, fueron los primeros los que dieron las órdenes de venta (apenas se observaron entre los minoristas). Es decir, en este caso la sobrerreacción se produjo entre los profesionales, colectivo que posteriormente consideró a los fondos monetarios como el mejor refugio contra las caídas bursátiles.



La reacción de las autoridades: evitar los reembolsos y limitar el impacto de éstos sobre los mercados financieros

El impacto que los reembolsos masivos en los fondos *Prime* estaba teniendo sobre los mercados financieros llevó a las autoridades monetarias a reaccionar apenas cinco sesiones después de la quiebra de Lehman, con la intención de conseguir dos efectos. El primero, frenar en la medida de lo posible los reembolsos y el segundo, tratar de minimizar el impacto de éstos sobre los mercados financieros.

PRINCIPALES FONDOS MONETARIOS PRIME EN EEUU Y EXPOSICIÓN A LEHMAN (A 31 DE AGOSTO DE 2008)

	PATRIMONIO (MILES DE MILLS. DE USD)	EXPOSICIÓN A LEHMAN (%)
Fidelity Cash Reserves	128	0,0
JP Morgan Prime Money Market	120	0,2
Vanguard Prime Money Market	106	0,0
BlackRock Liquidity Temp	68	0,0
Reserve Primary	65	1,2
Schwab Value Advantage	61	0,0
GS FS Prime Obligations	56	0,3
Dreyfus Inst Cash Advantage	49	0,0
Fidelity Inst Money Market	47	0,0
Morgan Stanley Inst Liq Prime	34	0,0
Dreyfus Cash Management	33	0,0
AIM STIT Liquid Assets	32	0,0
Barclays Inst Money Market	31	2,7(*)
Merrill Lynch Premier Inst Portfolio	26	0,6
Fidelity Inst Money Market: Prime	21	0,0

(*) En operativa repo.
Fuente: "US dollar Money market funds and non-US banks". Baba, McCauley y Ramaswamy. BIS Quaterly Review. Marzo de 2009.

El 19 de septiembre 2008, el presidente de EEUU anunció un programa de medidas entre las que destacaba la garantía, por parte del Tesoro, del NAV de todos los fondos monetarios *("for every dollar invested in an insured fund, you will be able to take a dollar out")* hasta septiembre de 2009. Para el establecimiento de la garantía se recurrió al *Exchange Stabilization Fund* (ESF), del que se destinaron 50.000 millones de USD. La garantía, que se establecía a 3 meses renovables, tenía un coste para el fondo de entre 1 y 1,5 pb, dependiendo de la diferencia entre el *shadow price* y 1 dólar.

El plan de las autoridades surtió efecto (el 98% de los fondos se acogieron a la garantía), de tal forma que el 25 de septiembre de 2008 se frenaron los reembolsos. Es más, a partir de ahí comenzó un importante aumento de los activos bajo gestión en fondos monetarios que, una vez garantizados por el Tesoro, volvieron a caracterizarse como el principal "activo refugio" convirtiéndose en receptor de los capitales que optaban por salirse del mercado bursátil (a mediados de octubre ya habían recuperado todo el patrimonio perdido en la crisis). Sólo una vez iniciado 2009, la caída de las rentabilidades de los activos monetarios en EEUU y la recuperación de cierto apetito por el riesgo, provocaron una caída del patrimonio bajo gestión en los fondos monetarios (desde casi 4 billones de máximo del 16 de enero, es decir, medio billón de USD más que en las sesiones previas a la quiebra de Lehman).

Pero las medidas no sólo buscaban poner freno a los reembolsos, sino también que los que se produjeran no tuvieran excesivo impacto sobre los mercados financieros. Así, y ya en este caso la Reserva Federal, el 19 de septiembre de 2008 anunció la creación del *ABCP Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), que básicamente suponía establecer una línea de liquidez a las entidades financieras estadounidenses para comprar papel comercial (ABCP) a los fondos monetarios, para que éstos pudieran atender los reembolsos sin necesidad de vender los activos directamente al mercado. La utilización de esta línea fue elevada, ya que alcanzó un máximo el 1 de octubre de 152.000 millones de USD, es decir, entre el 30% y el 40% del total de ABCP que tenían los fondos monetarios en sus carteras (representativo, a su vez, del 20% de este mercado). Aunque el recurso a esta facilidad de crédito cayó hasta prácticamente cero con la mejora de los mercados financieros, el 25 de junio de 2009 la Fed anunció su extensión hasta el 1 de febrero de 2010, fecha en la que se extinguió.

Otra de las medidas adoptadas por la Fed fue la creación, el 7 de octubre de 2008, de la *Federal Reserve Comercial Paper Funding Facility* (CPFF). Si bien esta herramienta se diseñó pensando en las empresas, revitalizar el mercado de *commercial paper,* toda vez que éste es uno de los más importantes para los fondos monetarios, también implicaba una ayuda indirecta a éstos. La CPFF suponía una fuente de liquidez para los emisores privados de papel a corto plazo mediante la creación de una compañía de inversión (*Limited Liability Company* o LLC) gestionada por la Reserva Federal de Nueva York. Esta LLC compraba pagarés a 3 meses y ABCP en el mercado primario, por los que obtenía una rentabilidad,

además de las comisiones que tenían que pagar los emisores, mientras que la financiación la conseguía directamente del banco central. Al igual que con la AMLF, el 25 de junio de 2009 se amplió hasta el 1 de febrero de 2010 el vencimiento de esta línea de financiación, fecha en la que se extinguió. El recurso a esta herramienta generadora de liquidez fue elevado, alcanzando un máximo de 349.000 millones de USD en febrero de 2009.

Es obvio que estas dos medidas han servido para reestablecer el correcto funcionamiento de los fondos monetarios y, con ello, del mercado de financiación e inversión a corto plazo en EEUU. El hecho de que en febrero de 2010 hayan dejado de aplicarles estas operativas constata que el funcionamiento del mercado de financiación a corto plazo ha vuelto a ser "normal". Se debe valorar, por lo tanto, positivamente la actuación de las autoridades.

El tercero de los instrumentos diseñados por la Fed para resolver los problemas del mercado y de los fondos monetarios fue la *Money Market Investor Funding Facility* (MMIF). Anunciada el 21 de octubre de 2008, su intención era aportar financiación directamente a los fondos monetarios estadounidenses que, de esta forma, podrían hacer frente a los reembolsos sin tener que vender activos. Aunque desde el 7 de enero de 2009 esta facilidad de financiación estuvo abierta a otros vehículos de inversión distintos a los *Money Market Funds,* su utilización fue nula, por lo que dejó de funcionar el 30 de octubre de 2009.

De cara al futuro. Más restricciones para los fondos monetarios

De cara a evitar problemas similares en el futuro, las autoridades estadounidenses han impuesto nuevas restricciones a los fondos monetarios. Así, además de la reducción de la vida media ponderada de la cartera hasta 60 días (desde 90 días), los fondos monetarios tienen prohibida la compra de activos ilíquidos. Los fondos *Retail* deberán tener, al menos, un 5% de sus activos en liquidez, mientras que en los institucionales este porcentaje se eleva hasta el 10%. Por último, se plantea la posibilidad de suspender los reembolsos de forma temporal así como poner fin a la estabilidad del NAV en 1 USD.

La importancia global de los fondos monetarios estadounidenses

A lo largo de los últimos años, las entidades financieras de fuera de EEUU (fundamentalmente las europeas) han incrementado sus activos en balance denominados en USD, hasta alcanzar los 8 billones de USD (frente a los 4 de hace apenas cuatro años o los 2 billones de hace diez). No ha sido pareja, sin embargo, la captación de depósitos en esa moneda, reflejo de que la mayoría de su red comercial se localiza en Europa. Esta diferencia entre la inversión y la financiación minorista se ha cubierto recurriendo a las entidades crediticias estadounidenses, de tal forma que las distorsiones observadas en aquel mercado interbancario, ya en verano de 2007, tuvieron un rápido reflejo en el europeo: de forma repentina,

comenzaron a faltar USD en el circuito europeo, situación a la que tuvieron que reaccionar los bancos centrales mediante el establecimiento de *swaps* de divisas (la Fed intercambiaba USD con, por ejemplo, el BCE, que se encargaba de prestarlos en el mercado europeo a cambio de EUR).

Pero los bancos europeos no sólo han recurrido a sus homólogos estadounidenses para captar financiación en USD, sino que han encontrado en los últimos años demanda por parte de los *Money Market Funds,* que han sido muy activos en la compra de bonos *Yankee* (emisiones denominadas en USD realizadas por no residentes en EEUU) para aprovechar el diferencial de tipo de interés frente a emisiones equivalentes nacionales (el conocido como *yankee premium).* Estos fondos monetarios (fundamentalmente *Prime*) llegaron a invertir 1 billón de USD en emisiones Yankee, y fueron, precisamente, los que sufrieron en mayor medida la presión de los reembolsos entre el 15 y el 25 de septiembre de 2009. Las órdenes de ventas provocaron un cierre de los mercados de financiación estadounidenses con implicaciones en el europeo, siendo las entidades financieras de este continente las más afectadas.

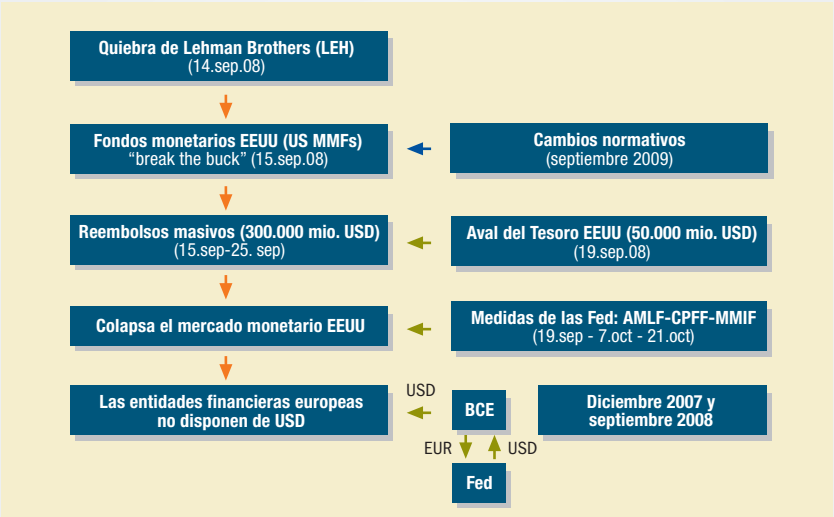
Como señalábamos anteriormente, de forma repentina faltaban USD en el circuito europeo, japonés, inglés, etc., en los que el BCE, el Banco de Japón (BoJ) o el Banco de Inglaterra (BoE) nada podían hacer para remediarlo. La solución fue ampliar el 18 de septiembre los *swaps* de divisas que la Fed había acordado el 17 de diciembre de 2007. En concreto, hasta 110.000, 27.000, 60.000, 40.000 y 10.000 millones de USD con el BCE, el Banco de Suiza (SNB), el BoJ, el BoE y el Banco de Canadá, respectivamente. La suma (247.000 millones de USD) pone de manifiesto el papel desempeñado hasta entonces por los fondos monetarios estadounidenses hasta la quiebra de Lehman Brothers y, en consecuencia, su carácter sistémico.

Conclusiones

La quiebra de Lehman Brothers ha puesto de manifiesto el carácter sistémico de las entidades financieras en general, y de las de mayor tamaño en particular. En este mismo grupo de "sistémicas" se pueden encuadrar a los fondos de inversión, en concreto a la categoría más importante y, en principio, más segura, los monetarios. Los reembolsos masivos sufridos por los fondos estadounidenses entre el 15 y el 25 de septiembre de 2008 tuvieron implicaciones globales sobre los mercados financieros, lo que obligó a las autoridades económicas y monetarias a tomar medidas para evitar los reembolsos y los efectos negativos de éstos sobre las cotizaciones de los activos financieros. Una vez estabilizado el mercado, es tiempo de diseñar medidas más restrictivas para los fondos monetarios con la intención de garantizar, no sólo que reducen al máximo el riesgo de mercado y el de crédito, sino también el de liquidez. En esta crisis se ha demostrado la importancia del mercado monetario sobre el crecimiento económico pero, al mismo tiempo, de los fondos de inversión especializados en

este mercado monetario. No en vano, los casi 3 billones de USD que gestionan a nivel mundial los fondos estadounidenses son una las de piezas claves del engranaje de financiación de las empresas, de las entidades financieras y de los gobiernos.

Esquema de las causas, implicaciones y medidas correctoras de la crisis de los fondos monetarios en EEUU



Capítulo 8

LA REACCIÓN DEL REGULADOR ESPAÑOL EN LA CRISIS FINANCIERA

Introducción

Las caídas del valor liquidativo de los fondos de inversión, sin ser diferencialmente superiores a las de otras crisis financieras, y no hacer más que reflejar el comportamiento de los mercados de capitales, han generado un clima de desconfianza entre los inversores, fundamentalmente los minoristas (aunque también entre ciertos institucionales). Las pérdidas en algunos fondos monetarios, las suspensiones de los reembolsos impuestas en otros (aunque minoritarios), algún caso de importantes pérdidas, también anecdótico en número, si bien no tanto en volumen y, sobre todo, en repercusión mediática, junto con una incorrecta comercialización han generado críticas sobre la idoneidad de este vehículo de inversión colectiva. Además, el papel de algún medio de comunicación, junto con algunas publicaciones desde el mundo universitario, han sumado para distorsionar la opinión sobre el vehículo más eficiente, transparente y recomendable para la gestión de inversiones. Cada una de las partes implicadas tiene su porción de responsabilidad en este deterioro de la confianza y, por lo tanto, en el reto de recuperarla. En este capítulo y en el siguiente se hace referencia al papel jugado por las autoridades supervisoras y reguladoras para evitar que en el futuro se repitan los errores del pasado. Las líneas de actuación están vinculadas a los distintos frentes de vulnerabilidad detectados en la crisis, pero uno sobresale respecto al resto: reforzamiento de la protección de los inversores como uno de los principios básicos de regulación (como ya contempla la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva).

En busca de una definición más precisa y restrictiva de fondo monetario

La decepción de muchos inversores en los fondos de inversión pero, sobre todo, en los monetarios, derivada, no tanto de la magnitud de las pérdidas (ya que como se ha expuesto en los dos capítulos anteriores fueron reducidas y se recuperaron con rapidez), sino de la sensación de que este vehículo no era tan seguro como esperaban, ha llevado a los reguladores, pero también a las asociaciones profesionales y a los gestores, a buscar un consenso para definir con exactitud (y

con mayor restricción en cuanto a los riesgos asumidos) el concepto de fondo monetario.

El BCE define los fondos monetarios en el Reglamento nº 2423/2001 de 22 de noviembre de 2001 como IIC cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos e invierten principalmente (más del 85% de la cartera) en instrumentos del mercado monetario, en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual igual o inferior a un año, en depósitos bancarios y en instrumentos que persiguen un rendimiento cercano a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

Pero en Francia los criterios que definen los fondos monetarios no son tan precisos y se centran, no tanto en las restricciones sino, por ejemplo, en que su objetivo de gestión está referenciado a un indicador del mercado monetario (como el EONIA). A pesar de que tienen una restricción de sensibilidad (entre 0 y 0,5 años), se les permite invertir, entre otros, en bonos convertibles. Además, se acepta la utilización del término "monetario" para productos más arriesgados como son los monetarios dinámicos. La propuesta de febrero de 2009 de la AMF contempla restringir el término monetario a aquellas IIC que, entre otras características, el vencimiento residual de sus activos sea inferior a 2 años, el vencimiento medio ponderado de la cartera no supere el año y tengan un reducido nivel de riesgo de crédito.

En Italia la definición de fondo monetario se centra en la duración de la cartera y en los activos en los que puede invertir, restringiéndose en función de la calidad crediticia y prohibiendo la inversión en activos sin *rating*. A su vez, distingue varios tipos de fondos monetarios en función de la divisa de los activos de la cartera (fondos de liquidez del área euro, dólar, yen y otras divisas), sin permitir la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

En Alemania la definición se basa en los activos en los que pueden invertir los fondos monetarios y en el vencimiento remanente, pero no limita el vencimiento de la cartera.

El caso británico es similar, si bien exige que el 50% del patrimonio debe estar constituido por valores o depósitos reembolsables en dos semanas (es decir, contempla una medida para reducir el riesgo de liquidez).

La importancia de esta tipología de fondos exige que compartan unas reglas comunes y una definición más "robusta" y aceptada internacionalmente que acote al máximo su riesgo de mercado, de liquidez y de crédito con el objetivo de configurar un producto absolutamente seguro, a prueba de cualquier crisis financiera y económica. Una vez definido el producto, será labor de cada inversor, asesor o gestor decidir qué porcentaje de su cartera asigna a este tipo de producto, ya que la elección del fondo seguramente sea menos relevante por la homogenidad que previsiblemente existirá entre ellos a partir de ahora.

En este sentido, en julio de 2009 la *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) y la *Institutional Money Market Association* (IMMFA)

propusieron establecer una serie de reglas de obligado cumplimiento, en un plazo de 3 años, para que un fondo pueda seguir denominándose monetario. Entre ellas, reducir la duración media de la cartera a 60 días, lo que implicaría de facto, mitigar en gran medida el riesgo de crédito y el de liquidez. Éste último se reduciría, adicionalmente, imponiendo requisitos de liquidez diaria y semanal.

La propuesta de EFAMA e IMMFA persigue homogeneizar una definición que, de momento, no es común por países, a pesar de las iniciativas (la *Autorité des Marchés Financiers* -AMF- francesa propuso una el 24 de febrero y la CNMV, como luego se comentará, otra que entró en vigor en abril de 2009). Esta situación de ausencia de homogeneización no es lógica en el proceso de unión de los mercados financieros, a lo que también se hace eco el denominado Informe Larosière que sugiere una definición a nivel europeo de fondo monetario delimitando los activos aptos de inversión en base a criterios de riesgo.

El caso español. La Circular 1/2009 de la CNMV

Una definición más restrictiva para los fondos monetarios

En España, los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM) fueron los primeros con una vocación claramente defensiva. Dejaron de existir legalmente con la aprobación del RD 1309/2005 de 4 de noviembre, que se configuró como el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 35/2003), y que suponía la transposición a nuestra normativa de la Directiva que modificaba la regulación comunitaria de las UCITS. La Circular 1/2007 de la CNMV de 11 de julio estableció una nueva definición que limitaba aspectos como el riesgo de tipo de cambio (inferior al 5%) pero no era, como se comprobó poco después, tan restrictiva como hubiese sido necesario para evitar el impacto negativo de la crisis financiera.

Como reacción, la CNMV, con las facultades que le fueron asignadas en el artículo 30 de la Ley 35/2003, desarrolló la Circular 1/2009, de 4 de febrero[1], en la que expone las nuevas categorías legales de fondos de inversión y en la que redefine la vocación inversora, pero no sólo de los fondos monetarios, sino del resto, en un proceso de simplificación al reducirse las categorías (desde 2002 existían 19).

Con la entrada en vigor de esta normativa (1 de abril de 2009), los fondos monetarios han salido reforzados de forma que, ante nuevas situaciones de estrés y fuerte aversión al riesgo, puedan actuar eficazmente como "activos refugio". Esto es posible gracias a la acotación de la estructura de la cartera que ha impuesto la CNMV: restringe la política de inversión de los fondos monetarios a activos de renta fija de muy bajo riesgo (calidad crediticia a corto plazo mínima de A2 por S&P o equivalente) y de vencimiento a muy corto plazo (duración media de la

[1] *Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.*

cartera no superior a 6 meses, mínimo del 90% en activos con vencimiento residual inferior a 2 años y ausencia de activos con vencimiento residual superior a 5 años). Además, estos fondos no pueden tener exposición a renta variable, riesgo divisa o deuda subordinada. Estas características garantizan una disminución adicional del riesgo de estos productos y le proporcionan un renovado atractivo para aquellos inversores que puedan estar resentidos por la evolución pasada.

Es importante señalar, además, que se limita la denominación de "monetario" o similares en exclusiva a las IIC que cumplan con las características de esta vocación. De esta forma los "monetarios dinámicos" se engloban ahora dentro de una nueva categoría: "retorno absoluto" (hasta la entrada en vigor de la Circular 1/2009 se incluían dentro de los "fondos globales", categoría que se mantiene para aquellas IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones correspondientes al resto de categorías).

CATEGORÍAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN FUNCIÓN DE SU VOCACIÓN INVERSORA

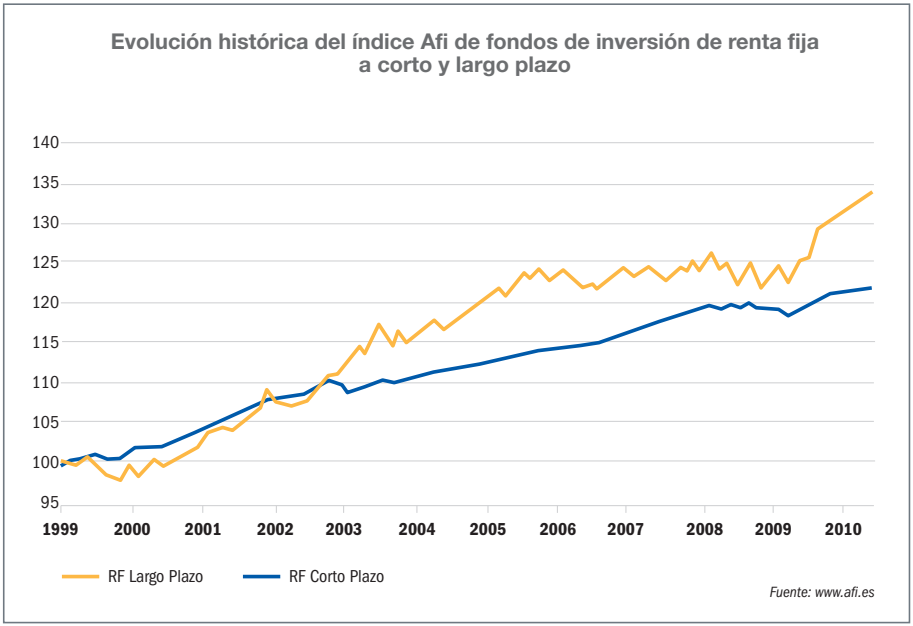
VOCACIÓN	DEFINICIÓN
Monetario	Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada. Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. Duración media de la cartera inferior a 6 meses[1]. Mínimo del 90% del patrimonio en instrumentos con vencimiento residual inferior a 2 años. Ausencia de instrumentos con vencimiento residual superior a 5 años. Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2[2] o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.
Renta Fija Euro	Ausencia de exposición a renta variable, no habiendo sido clasificada la IIC dentro de la vocación monetario. Máximo del 10% de exposición a riesgo divisa.
Renta Fija Internacional	Ausencia de exposición a renta variable. Posibilidad de tener más del 10% de exposición a riesgo divisa.
Renta Fija Mixta Euro	Menos del 30% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa no superará el 30%.
Renta Fija Mixta Internacional	Menos del 30% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa podrán superar el 30%.
Renta Variable Mixta Euro	Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa no superará el 30%.

VOCACIÓN	DEFINICIÓN
Renta Variable Mixta Internacional	Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa podrán superar el 30%.
Renta Variable Euro	Más del 75% de exposición a renta variable. Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro. Máximo del 30% de exposición a riesgo divisa.
Renta Variable Internacional	Más del 75% de exposición a renta variable no habiendo sido clasificado como renta variable euro.
IIC de Gestión Pasiva	IIC que replican o reproducen un índice, incluidos los fondos cotizados del artículo 49 del RIIC, así como IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
Garantizado de Rendimiento Fijo	IIC para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
Garantizado de Rendimiento Variable	IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
De Garantía Parcial	IIC con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Retorno Absoluto	IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor absoluto, "relative value", dinámicas, etc.
Global	IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.

[1] La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando sólo el periodo hasta la próxima revisión.
[2] A2 por S&P o equivalente.
Fuente: BOE.

Y, en general, una mayor simplificación para el resto de categorías. ¿Excesiva en el caso de la renta fija?

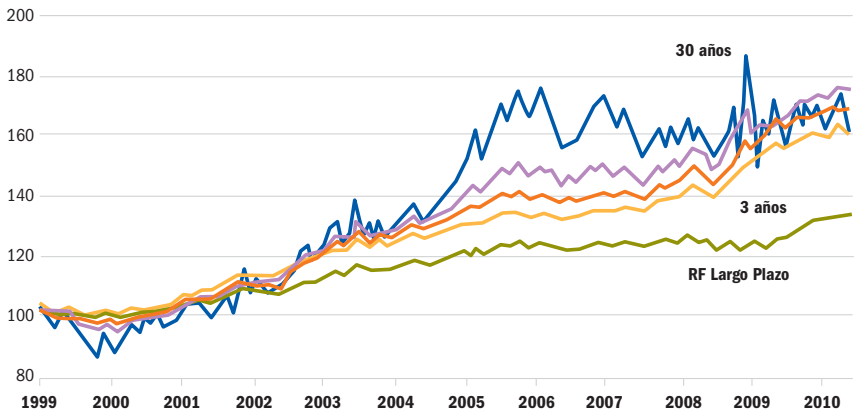
Como se observa, la Circular 1/2009 no sólo redefine los fondos monetarios, sino también el resto de categorías, imponiendo una simplificación[2].



En el caso de la renta fija en euros se ha eliminado la distinción entre el corto y el largo plazo, que segmentaba en función de si la duración de la cartera era inferior o superior a los 2 años. En nuestra opinión, se podrían haber mantenido estas dos categorías. Su evolución histórica evidencia un diferente comportamiento que, incluso, está sesgada por el mayor grado defensivo de los fondos españoles de renta fija largo plazo. Así, éstos tienen una duración media de 2,5 años, como pone de manifiesto su evolución comparada con los índices Afi de deuda pública española a 3, 5 10 y 30 años, que presentan una duración media de 2,8; 4,0; 7,0 y 15,0 años, respectivamente.

[2] *Ver "La nueva Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora". Susana García Alcorta. Boletín Trimestral de la CNMV I/2009.*

Evolución histórica del índice Afi de fondos de inversión de renta fija a largo plazo y de los índices Afi de deuda pública española



Fuente: www.afi.es

El aumento de los déficits públicos provocará un aumento de la oferta de bonos públicos en los tramos más largos de la curva (es decir, más duración), en un contexto en el que podría reaparecer la inflación (o, al menos, el temor por parte de los inversores). Anticipamos, por tanto, una mayor segmentación en el comportamiento de la curva de tipos de interés de riesgo soberano y una mayor complejidad en la oferta de IIC de renta fija que aconsejaría contar con algo más de diferenciación en las categorías de la CNMV. Como no va a ser el caso, será labor de los asesores, comercializadores, inversores y gestores conocer la composición concreta de cada fondo, su política de inversión y las perspectivas y apuestas del gestor.

Por último, señalar que se ha aumentado el límite de exposición a riesgo divisa desde un 5% hasta un 10%, en cuyo caso se inscribiría en la categoría renta fija internacional. Esta diferenciación sí tiene sentido, por cuanto los efectos de las crisis económica sobre los distintos países no van a ser iguales, especialmente entre EEUU, Japón y los países emergentes. Además, como también señala la evidencia histórica, el riesgo divisa incrementa diferencialmente la volatilidad del valor liquidativo, justificando una categorización aparte.

¿Tiene sentido la diferenciación por países y/o áreas geográficas?

En línea con lo comentado anteriormente, es obvio que la gestión de inversiones debe tener un enfoque global, teniendo en cuenta las distintas áreas geográficas y la dispar posición de sus ciclos económicos, así como las posibilidades de

rentabilidad que aporten sus mercados bursátiles. En renta variable también se han reducido las categorías, ya que desaparecen renta variable España, EEUU, Japón, emergentes y otros. A partir de ahora, sólo se distinguirá entre renta variable euro y renta variable internacional, para lo cual, el criterio "exposición a divisa" es la clave (por encima o por debajo del 30% en monedas distintas al euro). En este caso, no nos parece una segmentación adecuada. Si bien es cierto que poco sentido tiene ya que un fondo se clasifique si invierte en España o no en comparación con el resto de mercados bursátiles del Área Euro, sí que aporta valor una categoría que diferencie entre EEUU y Japón, por ejemplo. Obviamente, también en este caso será labor de cada asesor, comercializador, gestor e inversor conocer la filosofía de inversión del fondo (el nombre dará pistas), pero no sólo sobre el país o área geográfica, sino también sobre el estilo (valor o crecimiento, pequeñas, medianas o grandes compañías, sector o sectores, etc.).

Cumpliendo la obligación de informar. Circular 4/2008 de la CNMV

Como se ha puesto de manifiesto, el objetivo principal de la normativa es proteger al inversor y, además, en la de más reciente aprobación, como posteriormente se analizará, evitar en la medida de la posible los problemas en el funcionamiento de las IIC. Pero la defensa del inversor no sólo pasa por restringir los distintos riesgos que pueden asumir los fondos, sino también por una mayor información sobre el producto que adquiere. Este aspecto también está contemplado en nuestra normativa, incluso ya en la Ley 35/2003, en su artículo 18, que señala que "con anterioridad a la suscripción de las participaciones deberá entregarse gratuitamente el folleto simplificado y el último informe semestral a los suscriptores y, previa solicitud, el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados". Pero con la Circular 4/2008 de la CNMV (que entró en vigor el 31 de marzo de 2009) se refuerza la obligación de informar, ya que las gestoras no sólo deben entregar la información al partícipe, sino que además tienen que acreditar que lo han hecho. Para ello, la sociedad gestora, sociedad de inversión o, en su caso, la entidad comercializadora, debe guardar una copia en soporte duradero de toda la información señalada en el artículo 18 de la Ley 35/2003. Todos estos documentos, como es lógico, deben contar con la firma del partícipe para atestiguar que le han sido entregados. Esta medida ha sido criticada por el coste que supone en términos de material y administrativos pero, hoy por hoy, es la única vía para garantizar, un poco más, la correcta información del usuario. Pero además de la Circular 4/2008, la CNMV ha expuesto a través de otros medios su preocupación por una correcta labor de comercialización, y no sólo de las IIC, sino de cualquier producto financiero. En definitiva, el supervisor español ha mostrado con claridad su preocupación por una correcta información del inversor.

Ahora bien, información no significa comprensión por parte del pequeño inversor, de tal forma que todavía queda mucho camino por recorrer, aquel que está enfocado y diseñado para que el inversor alcance una mayor cultura financiera.

También ésta es una tarea que deberán desarrollar todas las partes implicadas, como es el caso de INVERCO, con el lanzamiento en julio de 2009 del Observatorio (http://**www.observatorioINVERCO.es**/), además de otras iniciativas, o el de la CNMV (http://**www.cnmv.es**) con la publicación de guías de producto.

En cualquier caso, y retomando el ámbito normativo, la implantación de la Directiva UCITS IV homogeneizará a nivel europeo las obligaciones de información y, previsiblemente, ya no será obligatoria la entrega del informe semestral y el folleto se reducirá al *Key Investor Information* de una sóla página. En este punto, también conviene la homogenización ya que, hasta la aprobación de la Circular 4/2008 de la CNMV, la información exigida por los fondos extranjeros comercializados en España estaba recogida en la Circular 2/2006. Ahora tendrán las mismas obligaciones que las IIC nacionales.

Medidas para reducir el riesgo de liquidez de los fondos y la aplicación de *stress test*

Como se ha expuesto, uno de los elementos diferenciales ha sido la crisis de liquidez en determinados segmentos de los mercados financieros (principalmente la renta fija privada), que se ha intensificado por la importante presión de las órdenes de reembolso de los fondos de inversión. Así como las autoridades están tomando medidas y desarrollando nuevas normas (es muy posible que el proceso continúe) para evitar los riesgos y las consecuencias de las crisis, también en el ámbito de la liquidez se han desarrollado iniciativas.

En el caso de España, la CNMV, mediante la Circular de Control Interno (Circular 6/2009), ha introducido nuevas obligaciones a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). El artículo 43 de la Ley 35/2003 ya establece requisitos de organización interna, en particular, una buena organización administrativa y contable, con medios humanos y técnicos adecuados, así como con procedimientos y mecanismos de control interno, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos, mecanismos de control y seguridad en el ámbito informático y órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales, un régimen de operaciones vinculadas y un reglamento interno de conducta. Asimismo, se obliga a las SGIIC a que estén estructuradas y organizadas de modo que se reduzca al mínimo el riesgo de que los intereses de las instituciones de inversión colectiva o de los clientes se vean perjudicados por conflictos de intereses entre la SGIIC y sus clientes, entre sus clientes, entre unos de sus clientes y una IIC o entre dos IIC. En definitiva, la normativa vigente en España garantiza el correcto funcionamiento de la SGIIC y evita los conflictos de intereses entre las partes y, en definitiva, reduce claramente la práctica totalidad de riesgos. Pero no es menos cierto que nuestra normativa (ni la de ningún país) no había previsto mecanismos de prevención y minoración del riesgo de reembolso masivo por parte de los partícipes, ni había considerado el recomendable ejercicio de simular el impacto que sobre la IIC podría tener una crisis como la vivida en los últimos meses.

Para adaptar la norma al nuevo entorno, la CNMV, siguiendo el informe de febrero de 2009 del Comité de Reguladores Europeos de los Mercados de Valores (CESR), ha elaborado una Circular en la que completa el artículo 43 antes comentado, de tal forma que obliga a las SGIIC a contar con sistemas de riesgo que incluyan un estricto programa de simulaciones de casos extremos *(stress testing)* pero, también, realizar pruebas retrospectivas *(back testing)* con el fin de calibrar la calidad y precisión de los sistemas de evaluación de los riesgos. Las pruebas de stress servirán para conocer el efecto sobre la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de las IIC de atender los compromisos de reembolso, en el caso de una evolución adversa del mercado.

Ahondando en el control del riesgo de liquidez, obliga a verificar la adecuada gestión de la liquidez por parte de la SGIIC que permita controlar la profundidad del mercado de los instrumentos financieros en que invierten las IIC considerando la negociación habitual y el volumen invertido, para procurar una liquidación ordenada de las posiciones de las IIC administradas por la SGIIC a través de los mecanismos normales de contratación, y garantizar su capacidad de atender solicitudes de reembolso de participaciones. Este análisis del riesgo de liquidez deberá realizarse tanto a nivel de las IIC administradas como a nivel de cada instrumento financiero en el que se materialicen sus carteras de inversiones.

Por lo que respecta a la IIC, se tendrá en cuenta, entre otros, factores tales como la estructura de partícipes o accionistas y su grado de concentración, la calidad de la información sobre patrones de reembolso de participaciones o enajenación de acciones de las IIC administradas, y la existencia de restricciones al reembolso de participaciones de las IIC administradas recogidas en su folleto explicativo. En todo caso, la evolución de la liquidez de las IIC administradas se realizará individualmente para cada IIC, así como globalmente para todas las IIC administradas, incluyendo cualesquiera otras carteras gestionadas por la SGIIC.

Por su parte, la evaluación de la liquidez de un instrumento financiero tendrá en cuenta, entre otros, factores tales como la frecuencia de negociación, el volumen de negociación y el número de operaciones, la disponibilidad de precios de mercado, el análisis, en su caso, durante un determinado período de tiempo, de los precios de compra y de venta y su diferencial, incluyendo su comparación con los precios de mercado disponibles, la calidad y número de intermediarios financieros que intervienen en la contratación del instrumento financiero, el volumen de inversión de la IIC administrada en el instrumento financiero en relación con el volumen total en circulación, y el tiempo necesario para enajenar un importe significativo de la inversión en el instrumento financiero sin provocar un grave prejuicio a los partícipes. Esta evaluación del riesgo de liquidez deberá someterse a las pruebas de tolerancia a situaciones límite antes comentadas.

Por último, y también como respuesta a la percepción del riesgo de liquidez, en junio de 2009 la Comisión de Economía y Hacienda del Senado español aprobó una enmienda a la Ley del Mercado de Valores que permite a las gestoras españolas

crear *side pockets* en sus fondos en los que puedan depositar los activos no líquidos. La creación de estos compartimentos no requiere de aprobación por parte de la CNMV, y tan sólo es necesaria una comunicación, lo que agiliza los trámites.

Con esta nueva medida, una IIC se puede dividir en dos, lo que permite atender un reembolso de manera proporcional. Como ejemplo, si en una IIC el compartimento de activos ilíquidos supone un 10% del patrimonio total, el partícipe que solicita un reembolso, por ejemplo, de 100 euros, recibe 90 euros de la cartera líquida y 10 de la ilíquida. El patrimonio del compartimento que contiene los activos sin liquidez se va entregando a los partícipes a medida que se van vendiendo dichos activos a un precio razonable. Los *side pocket* pretenden evitar el perjuicio de los partícipes que permanecen en el fondo cuando se producen salidas de otros partícipes, por lo que es una medida que debe valorarse positivamente (también contemplada en otros países). Hasta ahora suponía una problemática, en primer lugar, porque los gestores se veían obligados a vender los activos más líquidos del fondo para hacer frente a los reembolsos, con lo que los inversores que no querían vender se quedaban con una cartera compuesta por activos ilíquidos o de difícil valoración.

En definitiva, el regulador español ha sabido adaptarse al entorno, obligando a las SGIIC a medir, controlar y reducir, si fuese necesario, el riesgo de liquidez, como ya lo hacían con el mercado y el de crédito. Este tipo de medidas son positivas desde el punto de vista de la asunción de riesgos y de la protección del inversor, si bien se debe ser consciente de que irán en detrimento de la rentabilidad final, bien porque limita y/o condiciona los activos financieros en los que se puede invertir, bien porque supone un mayor coste operativo para la SGIIC que podría repercutir al cliente final. En el caso de que no lo hiciera, o sólo parcialmente, es claro que tendrá impacto sobre la cuenta de resultados, configurándose como un reto más para la industria en próximos años.

El nuevo papel de los depositarios. La Circular 3/2009 de la CNMV

Pero los pasos que se han dado para incrementar la protección del inversor en IIC han sido numerosos y se han extendido, como es lógico para incrementar su eficacia, a las distintas partes implicadas. Entre ellas, los depositarios, que desarrollan dos labores básicas, menos conocidas, pero muy importantes. Siguiendo a Moreno Bernal (2009)[3], en primer lugar, el depósito y custodia de todos los valores mobiliarios y demás activos que integran el patrimonio de la IIC, así como la administración (ejecución del cobro de los correspondientes rendimientos en las épocas de sus vencimientos o pagos, además de la realización de cuantos actos sean necesarios para que los valores o activos custodiados conserven el valor y los derechos que les corresponda). En segundo lugar, la función de vigilancia y supervisión de la SGIIC, que no sólo es una verificación del

[3] *Moreno Bernal, Albert. "Cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión por los depositarios de IIC". CNMV. Boletín Trimestral II/2009.*

cumplimiento de la normativa relativa a la gestión de la IIC, sino que pretende garantizar que la gestión se lleva a cabo en el mejor interés del partícipe (accionista en el caso de una SICAV). Supone, pues, un primer nivel de supervisión sobre una gestión que queda fuera del control directo de los partícipes/accionistas.

En este campo, es reseñable la iniciativa española que supone la Circular 3/2009, de 25 de marzo, de la CNMV sobre el contenido del informe semestral del depositario, que refuerza las labores de éste en lo relativo a la supervisión y la vigilancia (ya contempladas en el artículo 60 de la Ley 35/2003).

La Circular contempla la obligación de elaborar un informe cada medio año (en un plazo de dos meses desde el cierre del semestre, es decir, hasta el 31 de agosto y el 28 de febrero) en el que el depositario recoge las incidencias y la gestora realiza todos los comentarios que precise a esas incidencias. En el informe se incluyen las incidencias pendientes de resolver y las resueltas, la antigüedad media de las incidencias y los comentarios de gestora y depositario. Entre las incidencias se incluyen las relativas a la valoración de los activos o a la evolución de los valores liquidativos, a los procesos de conciliación mensual de los estados reservados con los registros del depositario o los incumplimientos en límites y coeficientes legales.

También en este caso la iniciativa española está entre las pioneras dado que la UCITS IV no contempla el papel de los depositarios. Ahora bien, la Comisión Europea ha pedido al Comité de Reguladores Europeos (CESR) un estudio sobre el papel del depositario, por lo que no podemos descartar que se le encarguen nuevas funciones de supervisión como los contemplados en la Circular 3/2009 de la CNMV.

OBLIGACIONES DEL DEPOSITARIO EN CADA PAÍS

PAÍS	INFORMES	DESTINATARIO	FRECUENCIA	VISITAS IN SITU DEL CUSTODIO	DIFERENTE TRATAMIENTO PARA SICAV Y FONDOS
Austria	No	–	–	No	No
España	Sí	CNMV	Semianual y anual	No	No
Francia	Sí	Gestora y AMF si hay infracción	Ad hoc y anual	Sí	No
Alemania	No	No	No	No	No
R. Unido	Sí	Gestora y FSA si hay infracción	Al menos anual	Sí	No
Irlanda	Sí	IFSRA y accionistas	Anual	Sí	No
Bélgica	Sí	Gestora	Periódicamente	Sí	No
Suecia	Sí	Gestora y FSA	Anual	Sí	-
Luxemburgo	No	–	–	No	Sí

Fuente: PwC Luxemburgo.

Se deben valorar positivamente todas las iniciativas normativas que persigan una mayor protección del inversor, si bien, se debe ser consciente de que, en muchas ocasiones, implican un mayor coste, tanto en aspectos administrativos como de soporte técnico y humano. Estos mayores costes, en un contexto de elevada competencia, presumiblemente no serán trasladados al cliente final, sino que deberán ser absorbidos por las gestoras, bien en forma de ganancias de productividad, bien en caída de los beneficios. Para obtener las primeras, muchos grupos pequeños se van a replantear la cesión de actividades de depositaría de un negocio ya muy concentrado a nivel mundial (así como en España, en el que las 3 más grandes cuentan con una cuota superior al 50%).

Conclusiones

En esta crisis financiera y económica se ha puesto de manifiesto la importancia de las IIC, que en algunos casos, como el de los fondos monetarios, pueden considerarse "entidades sistémicas". Dada la importancia de esta tipología de fondos, es necesario modificar sus reglas para hacerlas más restrictivas, con la intención de garantizar no sólo la ausencia de riesgo de mercado y de crédito sino también del de liquidez. Esta búsqueda de una mayor seguridad de los fondos debe venir acompañada de un proceso de homogenización a nivel internacional para facilitar la comparación y fomentar la transparencia para los inversores. En este sentido, la utilización de la denominación "monetario" debería estar restringida a aquellas IIC que tengan una elevada liquidez y la máxima seguridad, sin incluir los que tengan como objetivo un determinado rendimiento.

Pero no sólo se debe avanzar en la mayor concreción de los límites de inversión de un fondo monetario, sino que también sería necesario regular las condiciones de comercialización, que deberían ser lo más cercano posible al concepto de asesoramiento, en el que es necesario contar con la información más completa, y legible, posible. Esta es la intención del artículo 18 de la Ley 35/2003 que ha quedado reforzada en España con la Circular 4/2008 de la CNMV.

Pero estos comentarios son extensibles al resto de categorías de IIC, y no sólo a los monetarios. Así, se puede conseguir mayor transparencia mediante una homogenización (en Europa, las diferencias son notables por países) y una simplificación de la clasificación de las vocaciones inversoras de las IIC, haciéndola más sencilla para el inversor (independientemente de que el comercializador, asesor o gestor tengan más conocimiento sobre las estrategias concretas y, por lo tanto, el riesgo asumido y las expectativas de rendimiento de cada IIC). El fortalecimiento de las obligaciones de transparencia (una de las principales características de las IIC, sobre todo si se comparan con otros productos de ahorro/inversión) se debe considerar (así lo hace la mayoría de los agentes implicados en esta industria, especialmente los supervisores y reguladores) como un medio eficaz para conseguir una mayor protección de los inversores.

Las reformas legislativas y las nuevas normas, más restrictivas, deben extenderse a todas las partes implicadas, entre las que también cuentan los depositarios, una figura tal vez menos conocida pero no por ello menos importante. También en este caso el supervisor español ha

sido pionero con la Circular 3/2009 que contempla aspectos que presumiblemente serán adaptados por los homólogos europeos.

Ahora bien, los esfuerzos por aumentar la seguridad de los inversores tendrán implicaciones sobre los rendimientos futuros de las IIC o sobre la rentabilidad de las gestoras que se verán abocadas a dos procesos, en principio, contrapuestos: o aumentar significativamente su tamaño (grandes gestoras integradas verticalmente) o reducirlo considerablemente (pequeñas boutiques de gestión que externalizan el resto de servicios).

Esbozados algunos de los cambios legislativos de la inversión colectiva, con un especial enfoque en España, es preciso profundizar en el estudio de la situación en el conjunto de la Unión Europea, a lo que se dedica el siguiente capítulo (así como a profundizar en algunas de las iniciativas españolas más recientes).

Capítulo 9

LA REGULACIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN LA UNIÓN EUROPEA Y ESPAÑA

Introducción

Este capítulo analiza la evolución de la regulación de las instituciones de inversión colectiva, entendidas en sentido amplio, es decir, incluyendo expresamente sus sociedades gestoras, desde la emergencia de la crisis financiera en julio de 2007, a un doble nivel: el de la Unión Europea y el propiamente español (algunas de cuyas iniciativas han sido expuestas en el capítulo anterior).

Teniendo muy en cuenta que en ningún caso se pretende atribuir el origen de la crisis a las IIC, ni siquiera a las que, como veremos posteriormente, no se encuentran armonizadas al nivel de la UE, el eje conductor de este análisis gira en torno a las modificaciones que se han podido producir en dicha regulación como consecuencia directa de la crisis financiera. En efecto, si la normativa sobre IIC hubiera tenido que sufrir muchos cambios como consecuencia de la crisis, que no ha sido en absoluto el caso, sería una señal de falta de adecuación de dicha regulación ante circunstancias particularmente adversas de los mercados financieros, con la consiguiente generación de desconfianza por parte de los inversores.

Evidentemente, no existe una regulación perfecta y este capítulo muestra de forma clara que la correspondiente a las IIC ha evolucionado en el período considerado en diversas direcciones en los dos niveles antes señalados. No es extraño que sea así, teniendo en cuenta que se trata de unas instituciones estrechamente vinculadas a los mercados financieros, que se han visto, y están, sometidas a varias fuerzas de cambio, tanto en lo cuantitativo como en lo cualitativo.

Sin embargo, muy pocas de las alteraciones registradas en la regulación de las IIC durante el período indicado, o que puedan producirse en el período inmediato, pueden atribuirse directamente a la crisis financiera actual, especialmente por lo que respecta a las que están armonizadas al nivel de la UE. El resto de los cambios efectuados tienen más que ver con el desarrollo de la industria de la inversión colectiva, antes y después de la crisis.

Por tanto, el análisis efectuado en este capítulo apoya al conjunto de las IIC como vehículo adecuado para materializar el ahorro financiero de los particulares, incluso

en circunstancias especialmente negativas de los mercados financieros, lo que no implica la defensa de ninguna IIC en particular, ni siquiera de una categoría de las mismas, ya que no todas ellas serán, en general, igualmente deseables ante diferentes situaciones de los mercados.

El hecho de que el capítulo contemple la regulación de las IIC tanto a nivel de la UE como de España se debe al desarrollo del mercado único europeo en este ámbito, que explica la existencia de unas normas europeas a las que deben adaptarse las legislaciones de los Estados miembros de la UE. Por tanto, aunque no siempre, muchos desarrollos en estas últimas están anticipados por los que se van produciendo en la regulación europea.

En el caso español se da la circunstancia que, siendo su primera legislación moderna sobre IIC muy poco anterior, prácticamente un año, a la primera regulación en el ámbito de la UE, se vio modificada profundamente por ésta y, desde entonces, ha seguido los cambios que se han producido en este último ámbito, hasta su sustitución por la Ley de IIC actualmente vigente en nuestro país.

La normativa de la Unión Europea

Los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios

La normativa básica sobre IIC en la UE se remonta a 1985, con la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)[1], que vamos a denominar OICVM I y que ha sido, hasta su refundición en una nueva Directiva, OICVM IV[2], la norma básica en este ámbito, inspirando las correspondientes legislaciones de los Estados miembros de la UE, particularmente en el caso español.

Hay que tener en cuenta que el concepto de OICVM al que se refiere la normativa de la UE incluye tanto aquellos que revisten la forma contractual (fondos de inversión gestionados por una SGIIC) como la forma estatutaria (sociedad de inversión). Para simplificar, dado que los primeros son mucho más importantes en nuestro país, podemos utilizar la expresión de fondos de inversión para referirnos al conjunto de OICVM, siempre que no exista confusión al respecto.

El proyecto de OICVM I formó parte del que puede considerarse el documento fundacional (Libro Blanco[3]) del mercado único europeo[4], tal y como se le entiende

[1] *DO L 375, 31.12.1985, p. 3/18.*

[2] *Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), DO L 302, 17.11.2009, p. 32/96.*

[3] *Los Libros Blancos publicados por la Comisión Europea son documentos que contienen propuestas de acción de la UE en un campo específico. Cuando un Libro Blanco es acogido favorablemente por el Consejo, puede dar lugar a un programa de acción de la UE en el ámbito en cuestión, incluyendo posibles desarrollos legislativos.*

[4] *Completing the internal market, White Paper from the Commission to the European Council. Milán, 28-29, junio, 198). COM(85) 310 final. Bruselas, 14.06.1985.*

actualmente, formalmente denominado mercado interior en los Tratados[5]. El anexo del citado documento contenía un amplio conjunto de medidas, pertenecientes a ámbitos diversos, entre ellos los servicios financieros –banca, valores y seguros– y los movimientos de capital, mediante las cuales se pretendía hacer efectivo dicho mercado único, que comenzó a funcionar como tal el 1 de enero de 1993.

En el ámbito de los valores, entre las 4 propuestas que aparecen en dicho anexo, la primera de ellas es la que se convirtió posteriormente en la OICVM I, en el año previsto para su adopción, lo cual no resulta extraño porque las propuestas previas en torno a la misma efectuadas por la Comisión Europea llevaban gestándose varios años, desde 1976[6].

Resulta muy relevante señalar que la propuesta que acabamos de mencionar no era la única relacionada con las IIC que aparecía en el anexo del citado Libro Blanco. En efecto, en el ámbito de los movimientos de capitales se recogían tres propuestas referentes, respectivamente, a los OICVM[7], a las transacciones relacionadas con hipotecas y a operaciones con determinados valores, ninguna de las cuales se hizo efectiva tal cual, porque al final se optó por una liberalización muy ambiciosa de los movimientos de capital en el seno del mercado único[8].

Este último apunte muestra la estrecha relación que siempre ha existido entre la normativa sobre OICVM de la UE y el ámbito de los movimientos de capitales, ya que, desde un principio, ha pretendido regular no sólo los OICVM como tales, sino también la comercialización transfronteriza de los mismos, garantizando al mismo tiempo de forma adecuada la protección de los inversores. En efecto, si observamos el preámbulo de OICVM I, nos encontramos con los siguientes objetivos que se asignan a la misma:

1) La coordinación de las legislaciones nacionales que regulan los OICVM para:

   a) aproximar en el ámbito europeo las condiciones de competencia entre estos organismos;

   b) conseguir una protección más eficaz y uniforme de los partícipes;

   c) facilitar a los OICVM situados en un Estado miembro la comercialización de sus participaciones en el territorio de los demás Estados miembros.

2) La supresión de las restricciones a la libre circulación en el ámbito europeo de las participaciones de los OICVM, contribuyendo a la creación de un mercado europeo de capitales.

---

[5] *Tratado de la UE y Tratado de Funcionamiento de la UE. Este último es el nombre actual del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa el 1-12-09.*

[6] *COM (76) 152 y COM (77) 227.*

[7] *Cuyas propuestas previas en torno a la misma efectuadas por la Comisión Europea llevaban gestándose pocos años después de las correspondientes a la OICVM I, COM(78) 63 y COM(79) 328.*

[8] *Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio, para la aplicación del artículo 67 del Tratado. DO L 178, 8.7.1988, p. 5/18.*

Para ello, se considera deseable establecer para los OICVM situados en los Estados miembros, normas mínimas comunes en lo relativo a su aprobación, su control, su estructura, su actividad y las informaciones que deben publicar.

Es importante destacar que los OICVM de las Directiva I y siguientes no cubren todo tipo de fondos de inversión, sino sólo aquellos que cumplen las condiciones establecidas en las mismas. En la última de ellas figura, lógicamente, la definición más reciente de los mismos, art. 1.2, en conexión con el art. 50.1, que recoge los elementos de los que pueden estar constituidas su inversiones. Pero, a los efectos de este capítulo, creemos preferible destacar las IIC no sujetas a la Directiva, art. 3:

a) Las de tipo cerrado;

b) Las que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones entre el público en la UE o en cualquier parte de esta;

c) Aquellas respecto de las cuales la venta de sus participaciones esté reservada al público de terceros países;

d) Las categorías de IIC fijadas por la normativa del Estado miembro en el que estén establecidas para las que sean inadecuadas las normas relativas a la política de inversión previstas en el capítulo VII de la Directiva y las de financiarse con préstamos recogidas en su art. 83, habida cuenta de su política de inversión y de endeudamiento.

Esto quiere decir que el ámbito de los OICVM es, actualmente, muy amplio, al menos desde el punto de vista de los inversores particulares[9], a los que realmente está destinada la normativa de la UE en este campo.

Entre las OICVM I y IV, la primera ha sido modificada por un total de 8 directivas, pero sólo 4 de ellas son, específicamente, directivas sobre OICVM, y, de éstas, la última se refiere a las competencias de ejecución de la Comisión Europea, sin especial trascendencia sustantiva[10]. El resto tienen un alcance más general y no son objeto de este informe[11,12]. La OICVM II es la Directiva 88/220/CEE[13] que amplió los límites establecidos para determinadas inversiones, mientras que lo que se conoce como OICVM III, en realidad, son dos directivas, que se aprobaron y publicaron simultáneamente, con numeración consecutiva[14]:

[9] *En el Libro Blanco que más adelante se menciona, la Comisión Europea estima que los activos que gestionan los fondos no armonizados orientados al inversor particular representan alrededor del 10% de los activos gestionados.*

[10] *Directiva 2008/18/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo relativo al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión. DO L 76, 19.3.2008, p. 42/43.*

[11] *De la forma más sintética posible, que, en todo caso, permite su identificación, dichas Directivas son las siguientes: 95/26/CE, 2000/64/CE, 2004/39/CE y 2005/1/CE.*

[12] *Tampoco se trata en este informe la normativa satélite relacionada con la OICVM I: Recomendaciones 85/612/CEE, 2004/383/CE y 2004/384/CE y Directiva 2007/16/CE.*

[13] *Directiva 88/220/CEE del Consejo, de 22 de marzo, que modifica la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo relativo a la política de inversión de determinados OICVM. DO L 100, 19.4.1988, p. 31/32.*

[14] *DO L 41, 13.2.2002, p. 20/34 y p. 35/42, respectivamente.*

a) Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados (denominada en el argot del sector como Directiva sobre sociedades gestoras).

b) Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM (denominada en el argot del sector como Directiva sobre productos).

Ambas directivas fueron especialmente relevantes para un mayor desarrollo del mercado único de OICVM. La primera porque amplió el ámbito de dicho mercado único a las SGIIC, que, hasta entonces, estaba limitado a los fondos de inversión. Además, autorizó la comercialización transfronteriza de determinados servicios e introdujo el folleto simplificado. La segunda extendió de forma significativa la gama de activos en los que un OICVM puede invertir.

Dada la fecha en la que se aprueba la OICVM IV, podría deducirse que la misma tiene una relación directa con la crisis financiera. Sin embargo, no es así, puesto que su origen es un par de años anterior a la misma. En efecto, dicho origen hay que situarlo en el *Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión*[15], tras el cual se puso en marcha un proceso consultivo finalizado con el Libro Blanco del mismo título[16].

Las aportaciones de OICVM IV se derivan, entonces, del propio desarrollo de la industria de IIC en la UE y podemos resumirlas en las siguientes:

1) Perfeccionamiento del mercado único para las sociedades gestoras, que pueden, incluso, gestionar:

   a) Carteras de inversores individuales

   b) Fondos de pensiones

2) Sustitución del folleto simplificado por un documento con los datos fundamentales para el inversor[17].

---

[15] *COM (2005) 314 final, 12.7.2005. Los Libros Verdes son documentos publicados por la Comisión Europea cuyo objetivo es estimular una reflexión a nivel europeo sobre un tema concreto, invitando a las partes interesadas (organismos y particulares) a participar en un proceso de consulta y debate sobre las propuestas que presentan, pudiendo dar lugar posteriormente al correspondiente Libro Blanco.*

[16] *COM (2006) 686 final, 15.11.2006.*

[17] *Esta sustitución se apoya en un estudio realizado al efecto en junio de 2009 y publicado el 8.07.2009, que puede consultarse en: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/research_report_en.pdf*

3) Facilitar las fusiones entre OICVM, especialmente las transfronterizas, teniendo en cuenta la reducida dimensión media de los fondos de inversión en la UE respecto a los de Estados Unidos.

4) Mayores posibilidades de inversión de los OICVM:

   a) Otros OICVM

   b) Depósitos bancarios

   c) Instrumentos derivados

5) Empleo de técnicas de seguimiento de índices.

6) Combinación de OICVM principal y subordinados, conocidos en el argot del sector como master-feeder, incluso de forma transfronteriza.

7) Facilitar la comercialización transfronteriza de participaciones.

8) Mayor cooperación e intercambios de información entre las autoridades competentes de los Estados miembros.

9) Mayor protección de los inversores.

10) Delegación de competencias a la Comisión Europea para la elaboración de normas de desarrollo de la Directiva.

Ninguna de estas aportaciones tiene que ver directamente con la crisis financiera, lo cual no quiere decir que, de un modo u otro, no se hayan visto influidas por ella.

Con carácter previo a la aprobación de la nueva OICVM IV, el 13 de febrero de 2009 la Comisión había efectuado al Comité Europeo de Reguladores de Valores (*Committee of European Securities Regulators,* CESR) una solicitud provisional de asistencia técnica sobre las posibles medidas de implementación de la misma[18], de la que no nos vamos a ocupar en este informe.

Iniciativas como consecuencias de la crisis

El hecho de que a nivel de la UE se disponga actualmente, como acabamos de exponer, de una normativa suficientemente desarrollada y adaptada a las exigencias actuales de la industria de fondos de inversión no quiere decir que no existan nuevas posibilidades de ampliarla y reforzarla.

En este sentido, la Comisión Europea (CE) ha tomado dos tipos de iniciativas:

1) Legislativas

2) No legislativas

[18] *El mandato de la Comisión puede consultarse en:*
http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/ta_mandate_en.pdf

Iniciativas legislativas

Las iniciativas legislativas intentan responder a una de las consecuencias que ha puesto de manifiesto la crisis financiera: la existencia de espacios vacíos, o agujeros, en la regulación, lo que ha podido impedir la identificación y el control de determinadas instituciones generadoras de riesgos para el conjunto del sistema financiero y, en particular, para los inversores particulares, lo que no ha permitido una adecuada protección de éstos por dicha regulación.

En realidad, en este ámbito de la regulación financiera, la CE sólo ha adoptado hasta el momento una iniciativa legislativa, que se encuentra actualmente en trámite por el procedimiento de codecisión[19], con el que habitualmente se elabora la normativa de la UE. Se trata de la propuesta de Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos[20], efectuada el 29 de abril de 2009.

Se entiende por fondo de inversión alternativo (FIA) todo organismo de inversión colectiva, así como sus compartimentos de inversión, cuyo objeto sea la inversión en activos que no requiera autorización en virtud de la Directiva OICVM IV. Este sector incluye:

- fondos de inversión libre
- fondos de capital riesgo
- fondos inmobiliarios
- fondos de materias primas
- fondos de infraestructuras
- otros tipos de fondos institucionales

La propuesta, que se refiere propiamente a los gestores de los FIA (GFIA) más que a estos fondos, contempla algunos tipos particulares de éstos, con obligaciones específicas para dichos gestores:

1) **FIA apalancados:** con niveles de apalancamiento sistemáticamente elevados, lo que ocurre cuando el apalancamiento combinado de todas las fuentes supere el valor del patrimonio del FIA en dos de los cuatro últimos trimestres.

2) **FIA que adquieran un poder de control en sociedades,** cuando[21]:

---

[18]El mandato de la Comisión puede consultarse en:

http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/ta_mandate_en.pdf

[19]Que puede seguirse en esta dirección: http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=es&DosId=198243

[20]COM(200)) 207 final/2, 6.5.2009. Esta iniciativa había sido precedida por una conferencia de alto nivel sobre acciones privadas (private equity) y fondos de cobertura (hedge funds), celebrada en Bruselas los días 27 y 28 de febrero, cuyos trabajos pueden consultarse en:

http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm#conference, y, algo más atrás, por una consulta pública sobre estos últimos fondos del 18.12.2008 al 31.01.2009, cuyos resultados pueden verse en la siguiente dirección: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/feedback_statement_en.pdf

[21]Se excluyen los casos en que el emisor o la sociedad no cotizada considerados sean pequeñas y medianas empresas que ocupen a menos de 250 personas, cuyo volumen de negocios anual no exceda de 50 millones de euros y/o cuyo balance general anual no exceda de 43 millones de euros.

a) Se gestiona uno o varios FIA que, ya sea individual o conjuntamente, adquieran el 30 % de los derechos de voto, o más, de un emisor o de una sociedad no cotizada domiciliados en la Comunidad, según proceda;

b) Se haya celebrado un acuerdo con uno o varios otros gestores de FIA en virtud del cual los FIA por ellos gestionados puedan adquirir el 30% de los derechos de voto, o más, de un emisor o de una sociedad no cotizada.

En este contexto, la Directiva propuesta tiene dos objetivos:

1) Establecer un marco comunitario seguro y armonizado con vistas al control y la supervisión de los riesgos que los GFIA presentan para sus inversores, contrapartes, otros participantes en los mercados financieros y la estabilidad financiera; y

2) Permitir a los GFIA prestar sus servicios y comercializar sus fondos en el mercado interior, siempre que cumplan una serie de estrictos requisitos.

El hecho de que esta regulación se refiera a los gestores y no los productos tiene mucho que ver con la variedad y complejidad que tienen éstos, con su orientación hacia inversores institucionales, que se supone se pueden proteger por sus propios medios, al contrario de los minoristas, pero, sobre todo, a los riesgos que puedan derivarse de los mismos, cuya gestión y responsabilidad debe atribuirse a sus gestores.

Por un lado, a los FIA la Comisión Europea les atribuye una vulnerabilidad a una amplia serie de riesgos, que pueden tener consecuencias negativas no sólo para sus inversores, sino también para sus acreedores, contrapartes de sus operaciones y los mercados financieros. La siguiente tabla resume estos riesgos, cuya naturaleza e intensidad puede depender del tipo de FIA de que se trate. En todo caso, los riesgos microprudenciales y los relacionados con la protección de los inversores son comunes a todos ellos.

Aunque no puede decirse que los GFIA estén en el origen de la crisis financiera, los citados riesgos se han hecho más patentes como consecuencia de la misma y puede que en algunos casos hayan contribuido a las turbulencias de los mercados. Por ejemplo, los fondos de inversión libre han favorecido los aumentos en el precio de los activos y el rápido crecimiento de los mercados de crédito estructurado. La liquidación de importantes posiciones apalancadas ante el endurecimiento de las condiciones del crédito ha tenido un efecto negativo sobre los mercados y puede haber deteriorado su liquidez.

Por otra parte, los FIA no han estado sujetos hasta ahora a un marco normativo a nivel de la UE, por lo que las disposiciones nacionales que, en su caso, los regulan no han tenido en cuenta la naturaleza transfronteriza de sus riesgos. De esta forma, no se dispone actualmente de mecanismos eficaces de recopilación, transmisión y análisis de la información sobre estos riesgos a un nivel europeo, lo que debilita la supervisión y control de los riesgos macroprudenciales.

RIESGOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS	
	FUENTE DEL RIESGO
Riesgos macroprudenciales (sistémicos)	❖ Exposición directa de bancos sistémicamente importantes al sector de los GFIA. ❖ Consecuencias procíclicas del efecto rebaño, de las concentraciones de riesgo en determinados segmentos del mercado y del desapalancamiento sobre la liquidez y la estabilidad de los mercados financieros.
Riesgos microprudenciales	❖ Deficiencias de los sistemas internos de gestión del riesgo en relación con el riesgo de mercado, los riesgos de contraparte, los riesgos de liquidez y los riesgos operativos.
Protección de los inversores	❖ Insuficiencia de la información aportada al inversor sobre la política de inversión, la gestión de riesgos, los procesos internos, etc. ❖ Conflictos de intereses y deficiencias en la gobernanza del fondo, en particular en relación con la remuneración, la valoración y la administración.
Eficiencia e integridad de mercado	❖ Efectos de la negociación dinámica y las técnicas de ventas en descubierto en el funcionamiento del mercado. ❖ Potencial de abuso de mercado en relación con ciertas técnicas, por ejemplo, las ventas en descubierto.
Efectos sobre el mercado de control de sociedades	❖ Falta de transparencia al hacerse con participaciones en sociedades cotizadas (p.ej., mediante recurso al préstamo de acciones, a contratos por diferencias), o actuación concertada en estrategias activistas.
Efectos sobre las sociedades controladas por GFIA	❖ Potencial de discrepancia de incentivos en la gestión de sociedades en cartera, en particular en relación con el recurso a la financiación mediante deuda. ❖ Falta de transparencia y vigilancia pública de sociedades objeto de adquisición

Fuente: Comisión Europea, COM(200)) 207 final/2.

La fragmentación del actual marco normativo de los FIA no facilita su comercialización transfronteriza, ni siquiera entre inversores profesionales, lo que no puede considerarse compatible con el mercado único. El hecho de que los FIA comporten un riesgo elevado, con la posible pérdida de la totalidad o parte de del capital invertido, o que posean determinadas características, que pueden afectar a las posibilidades de recuperar la inversión en un plazo corto, explica que se consideren impropios para los inversores particulares, independientemente de que algunos Estados miembros les permitan acceder a determinadas categorías de ellos, con los controles que estimen oportunos.

El ejercicio de la gestión y administración de FIA se reserva en la propuesta a los GFIA establecidos y autorizados en la UE, que sólo podrán delegar la administración, no la gestión, en entidades de fuera de la misma, bajo determinadas condiciones. Los depositarios, tanto del dinero como de los activos, deben ser entidades de crédito establecidas en la UE, que sólo podrán subdelegar funciones bajo condiciones estrictas.

Iniciativas no legislativas

Desde la aparición de la crisis financiera, la Comisión ha tomado otras iniciativas que, en principio, hay que calificar como no legislativas, independientemente de que, en función de sus resultados, puedan dar lugar a nuevas normas en el ámbito de los fondos de inversión. Siguiendo un orden cronológico decreciente, dichas iniciativas son las siguientes[22]:

1) Consulta pública sobre el papel de los depositarios, lanzada el 3 de julio de 2009[23], que había sido anticipada por la Comisión Europea el 26 de enero de 2009, como consecuencia del caso Madoff[24].

2) Consulta pública sobre los fondos abiertos de inversión inmobiliaria, sobre la base de un informe de un grupo de expertos que se había hecho público el 1 de marzo de 2008[25] y sometido a la misma audiencia pública que se menciona a continuación.

3) Audiencia pública sobre fondos de inversión minoristas no armonizados, es decir no OICVM, el 8 de abril de 2008[26], que había siso convocada el 12 de febrero de 2008, sobre la base de un estudio que había sido encargado expresamente al efecto[27]. El 29 de octubre de 2008 se publicó un estudio sobre la extensión de la utilización por inversores minoristas de este tipo de fondos en 9 países europeos, entre ellos España[28].

---

[22] Entre estas iniciativas no consideramos las referentes a la colocación privada, que, aunque afecta también a los fondos de inversión, y, en particular, a los FIA, tienen un alcance más general. Puede consultarse la dirección: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement_en.htm

[23] Cuyos resultados se resumen en: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/feedback_statement_en.pdf

[24] Véanse: http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/126&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en

http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/27&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=en

[25] Puede consultarse en la siguiente dirección: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/expert_groups/report_en.pdf El grupo de expertos había sido nombrado poco antes de la emergencia de la crisis, el 14.06.2007.

[26] Cuyas presentaciones pueden consultarse en: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/consultations/080408presentation_en.pdf

[27] "Investment funds in the European Union: comparative analysis of use of investment powers, investment outcomes and related risk features in both UCITS and non-harmonised markets". Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/pwc-report_en.pdf (cuerpo) y http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/pwc-report-annex_en.pdf (anexo).

[28] The retailisation of non-harmonised investment funds in the European Union. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/study_non-harmonized_funds.pdf (cuerpo) y http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/annex_non-harmonized_funds.pdf (apéndices).

Todas estas iniciativas están orientadas a la mejor protección de los inversores minoristas y, en este sentido, persiguen en último término la defensa de los productos implicados como vehículos válidos para materializar el ahorro financiero de estos inversores.

El papel de los depositarios

De todas las iniciativas mencionadas, vamos a centrar nuestra atención en la primera, no sólo por el importante papel que juegan los depositarios en los fondos de inversión, sino también porque dicha iniciativa se ha vinculado a los casos Madoff y Lehman Brothers, que revelaron como los requisitos que sobre ellos establece la legislación de la UE se habían transpuesto a las legislaciones nacionales con importantes diferencias, de lo que se deduce que los inversores no han estado igualmente protegidos en las diferentes jurisdicciones nacionales.

La consulta pública abarcó los siguientes aspectos:

1) Deberes de los depositarios, tanto desde la perspectiva de su función de custodios de los activos de los fondos, incluyendo la liquidez, como de su papel supervisor de la sociedad gestora.

2) Régimen de responsabilidad, tanto frente a una actuación inapropiada del depositario como ante su posible insolvencia.

3) Requisitos organizativos, incluyendo una solución a los posibles conflictos de interés.

4) Criterios de elegibilidad y supervisión del depositario. Por ejemplo, si debe de ser una entidad de crédito autorizada y supervisada en la UE.

En relación con estas cuestiones, se llegaron a las siguientes conclusiones generales:

1) El punto de partida de cualquier revisión del papel del depositario debe ser la generación de Directivas OICVM, evidentemente a partir de la última que hemos comentado previamente, que se considera que han funcionado bien a lo largo de los años.

2) Se considera muy necesario clarificar los deberes de los depositarios, que prácticamente han permanecido igual a lo largo de la generación de Directivas OICVM, cuando la amplitud y complejidad de los activos susceptibles de inversión ha ido incrementándose en el tiempo, a la vez que también lo ha hecho la gestión, que se ve influida por un entorno cada vez más transfronterizo.

3) El régimen de responsabilidad de los depositarios no es impreciso en las OICVM, cuya definición dejan a la correspondiente legislación nacional, pero si lo es, como acaba de señalarse, la adecuada ejecución de sus deberes.

4) La prioridad de la etiqueta OICVM debe situarse en el mantenimiento de la confianza de los inversores. Por tanto, los depositarios deberían responder y mitigar las pérdidas de los inversores cuando son consecuencia de la ejecución negligente de sus obligaciones.

5) Existen circunstancias especiales en las que el riesgo asociado con la custodia de activos no está bajo el control del depositario, por lo que es esencial definir si y cómo estos riesgos pueden ser aceptables para el OICVM y sus inversores. El enfoque debería situarse en la gestión apropiada de estos riesgos de una manera que sea sostenible para la industria y los inversores de OICVM y debería permitir una mayor consistencia con el conjunto de la regulación de la UE sobre inversión colectiva, incluyendo los FIA antes mencionados.

6) La introducción de reglas adicionales, como los requisitos organizativos, debería estar alineada y ser consistente con las reglas ya existentes, como las de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros[29], donde sea apropiado.

Los productos preempaquetados (PRIPs)

Aunque no se refiere exclusivamente a los fondos de inversión, sino que abarca también otros productos, como se señala en el recuadro siguiente, debemos incluir aquí la Comunicación de la Comisión Productos preempaquetados de inversión minorista[30], de la que, tras un seminario técnico[31] celebrado el 22 de octubre de 2009, se publicó una actualización el 16 de diciembre de 2009[32]. Dicha Comunicación habría sido precedida por otras iniciativas, de las que no vamos a ocuparnos en este informe[33].

La filosofía que quiere seguir la Comisión Europea en relación con estos productos persigue que, desde el punto de vista de los inversores minoristas, estén sometidos a una regulación coherente entre ellos (enfoque horizontal) en aspectos tales como los siguientes:

- Información precontractual, y
- Prácticas de venta,

para los que se propone presentar en un futuro próximo propuestas legislativas.

---

[29] Conocida en el argot del sector como MIFID, por sus siglas en inglés (Markets in Financial Instruments Directive).

[30] COM (2009) 204 final, 30.04.2009.

[31] Cuyas actas pueden consultarse en: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/minutes-prips-workshop-221009_en.pdf

[32] Véase http://ec.europa.eu/internal_market/finservices retail/docs/investment_products/20091215_prips_en.pdf

[33] Véase http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-tail/docs/investment_products/hearing-record_en.pdf

[34] Las descripciones de los productos que figuran en el recuadro tienen meramente valor indicativo; en la mayor parte de los casos, no existe en la actualidad ninguna definición legal ampliamente aceptada de las familias de productos en cuestión.

Familias de productos preempaquetados de inversión minorista[34]

- **Fondos de inversión:** tipo de vehículo de inversión colectiva que invierte los fondos agrupados de un gran número de inversores a cambio de una comisión. Los fondos captan el dinero vendiendo «participaciones» en ellos a los inversores. En la UE, los fondos de inversión pueden ser OICVM que han sido armonizados por la correspondiente Directiva, o fondos regulados a nivel nacional (fondos no armonizados).

- **Inversiones preempaquetadas en pólizas de seguro de vida.** En las pólizas de seguro de vida vinculadas a fondos de inversión *(unit links),* una fracción de la prima sirve para adquirir cobertura de vida (el importe garantizado) y el resto se invierte en un fondo, como, por ejemplo, un OICVM. El rendimiento de la póliza está ligado a la rentabilidad de los fondos. A diferencia de los seguros de vida tradicionales, las pólizas vinculadas a fondos de inversión no suelen garantizar el pago de una suma determinada, en particular, en caso de muerte o supervivencia, sino de un importe que representa un múltiplo del valor de mercado de una o varias participaciones en fondos de inversión. Así pues, el riesgo de inversión recae, por definición, sobre el tomador de la póliza.

- **Valores estructurados al por menor.** Se derivan o se basan en un valor único, una cesta de valores, un índice, una materia prima, una emisión de deuda y/o una divisa. Normalmente, en el marco de un valor estructurado, un banco de inversión se compromete a pagar, en una fecha determinada de antemano, una cuantía basada en una fórmula predefinida. La mayor parte de los valores estructurados garantizan íntegramente el reembolso del principal invertido al vencimiento, si bien otros ofrecen altos rendimientos, pero una protección limitada o nula del principal. Pueden venderse a los inversores en forma, entre otras, de certificados, pagarés u obligaciones estructurados, o *warrants.*

- **Depósitos a plazo estructurados:** combinan un depósito a plazo con una opción implícita o una estructura de tipos de interés. Están concebidos para responder a un determinado perfil de retribución, lo que se consigue a través de operaciones con derivados, tales como opciones sobre tipos de interés y divisas.

Fuente: Comisión Europea. COM (2009) 204 final.

Desde el punto de vista de los fondos de inversión todo lo que sea igualar su regulación con la de otros productos alternativos, desde la perspectiva de la captación del ahorro financiero minorista, debe ser bien recibida. De esta forma, podrán destacar mejor las ventajas intrínsecas a los fondos, por ejemplo las derivadas de una adecuada diversificación de sus activos y/o de la gestión profesional de sus carteras.

La normativa española

Aunque existen antecedentes más antiguos[35], la primera normativa española moderna sobre IIC puede situarse en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva[36], anterior por tanto a la Directiva OICVM I. Esta ley ha sido profusamente modificada posteriormente, sobre todo por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), que la adaptó a dicha Directiva, y también, entre otras, por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV.

Antes de que llegara a cumplir 20 años de vida, la mencionada Ley fue sustituida por la actualmente vigente, Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, lo que implicó un nuevo Reglamento para estas instituciones, que fue aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que adapta también el régimen tributario de las IIC. Ambas normas constituyen el armazón básico de la regulación actual de estas instituciones en España. Con ellas se trasponen al Derecho español las dos Directivas OICVM III.

Sobre esta base, desde que emergió la crisis financiera, en julio de 2007, se han elaborado diversas normas que afectan a las IIC, algunas de las cuales no son exclusivas de ellas. La mayoría de estas normas no se relaciona directamente con la crisis financiera, sino que son desarrollos de la regulación básica de las IIC, ley y reglamento antes comentados, o de otras normas que afectan también a estas instituciones.

Modificaciones legales y reglamentarias

La Ley 35/2003 ha sido modificada hasta la fecha en tres ocasiones por otras tantas normas de rango legal:

1) La Ley 43/2007, de 13 de diciembre, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio, que elimina de su ámbito las inversiones "colectivas" en ciertos bienes, como sellos, obras de arte, antigüedades, o similares. Se trata de cubrir el vacío legal que se puso de manifiesto tras la crisis de las filatélicas Afinsa y Forum Filatélico, que es el propósito de la citada ley, separando dichas inversiones del ámbito de la regulación financiera.

2) La Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, que, con

[35] *Ley de 26 de diciembre de 1958, sobre régimen jurídico fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, como ya se comentó en el capítulo 2.*

[36] *Cuyo último reglamento fue aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que sustituyó al Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio. Reglamento de la Ley 46/1984.*

[37] *Antes y después de la mencionada modificación, los OICVM autorizados de acuerdo con sus Directivas de la UE no se pueden transformar en otras IIC, lo que supone un mecanismo de defensa de su figura, ofreciendo así una mayor confianza a los inversores.*

ocasión de la introducción de esta nueva figura en el derecho español, permite la transformación de las IIC en otras que pertenezcan a la misma clase, aunque sean de diferente personalidad jurídica[37].

3) La Ley 5/2009, de 29 de junio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras.

Como indica su título, por lo que se refiere a las IIC, esta última Ley modifica el régimen de participaciones significativas en sus sociedades gestoras, en paralelo a los cambios efectuados en las correspondientes a las otras entidades financieras que también aparecen en dicho título.

Sin embargo, esta misma Ley se aprovecha para adicionar un artículo que tiene una relación muy directa con la crisis financiera, concretamente por sus efectos sobre la liquidez de algunos de los instrumentos en los que pueden invertir las IIC y, en consecuencia, sobre su valoración objetiva en función del mercado (como ya hemos anticipado en el capítulo anterior). Así, el nuevo artículo 28bis, *Otras operaciones,* establece que:

1) Cuando por circunstancias excepcionales relativas a los instrumentos financieros en los que haya invertido una IIC, a sus emisores o a los mercados, no resulte posible la valoración o la venta a su valor razonable de dichos instrumentos y se deriven perjuicios graves en términos de equidad para los intereses de los partícipes o accionistas, la SGIIC o la sociedad de inversión, con el conocimiento del depositario, podrá transferir los activos afectados por estas circunstancias incorporándolos en otra IIC, de nueva creación, y de la misma forma jurídica que la IIC original, en las condiciones que reglamentariamente se determinen.

2) Esta operación no requerirá autorización previa por parte de la CNMV, si bien será necesaria su comunicación previa por parte de la sociedad gestora o la sociedad de inversión, y tampoco dará lugar al derecho de separación.

3) Reglamentariamente se determinarán y concretarán las especificidades de las IIC o compartimentos resultantes de la operación[38], entre otras, el régimen de suscripción y reembolso de participaciones o acciones; de información, publicidad y contabilidad; y los requisitos relativos al patrimonio y a los partícipes o accionistas.

De esta forma se intenta resolver el problema que surge cuando parte de la cartera de una IIC no se puede valorar en condiciones de mercado, contaminando así el

[38] *Para los que se maneja la denominación de "IIC y compartimentos de propósito especial".*

valor del conjunto de la misma. Por eso, la solución adoptada conlleva la segregación de los activos problemáticos, aparcándolos en otra IIC o compartimento, de forma que los partícipes o accionistas puedan conocer el valor de la parte de su cartera no afectada por el problema y, en su caso, disponer del mismo a través del correspondiente reembolso o venta.

El Reglamento de la Ley 35/2003 ha sido modificado hasta la fecha en cuatro ocasiones, la primera de ellas anterior a la crisis financiera, mientras que la última desarrolla la alteración en el régimen legal de las participaciones significativas de las SGIIC que acabamos de mencionar:

1) Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, en el que se flexibiliza, especialmente en lo que se refiere a los reembolsos, el régimen de las IIC de inversión libre (hedge funds, en la terminología internacional) y de las IIC de IIC de inversión libre, que invierten en las anteriores, para hacerlos más atractivos a los inversores y equiparar su tratamiento al observado en otros países de nuestro entorno.

2) Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, que modifica el régimen de endeudamiento de las IIC inmobiliarias.

3) Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero[39], que se aplica parcialmente[40] a las SGIIC autorizadas para realizar las actividades de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión, custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.

   Este Real Decreto completa la transposición al Derecho español de la Directiva MiFID antes mencionada, en particular por lo que respecta a una de sus normas de desarrollo[41]. Entre sus principios inspiradores destacamos dos muy importantes a los efectos de este informe:

   a) El refuerzo de las medidas de protección de los inversores, estableciendo un amplio catálogo de normas al que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión.

   b) La adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan dichos servicios para garantizar que, en general, su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan.

4) Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre.

---

[39] *Que tiene un alcance más general: Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Modificado por el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre.*

[40] *Básicamente en lo que se refiere a los requisitos organizativos y las normas de conducta.*

[41] *Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.*

En definitiva, las modificaciones que se han producido en el marco normativo básico de las IIC en España como consecuencia de la crisis financiera han sido escasas en número y no especialmente relevantes en su alcance, lo que dice mucho a favor de la adecuación general de dicho marco a las condiciones cambiantes de los mercados. En todo caso, la única modificación que se puede poner en relación directa con la crisis favorece la protección de los inversores, precisamente en circunstancias anómalas de los mercados de algunos de los instrumentos financieros en los que pueden materializarse sus carteras.

Otros cambios normativos

La tabla siguiente recoge, por orden cronológico creciente, la diversa normativa sobre IIC, distinta de la de rango legal o reglamentario, que se ha producido en nuestro país desde la emergencia de la crisis financiera. Como ya hemos señalado, no toda ella tiene como origen directo esta crisis. La mayoría supone el desarrollo del marco normativo básico de las IIC que acabamos de analizar, pero también de otras normas aplicables a estas instituciones. Por ejemplo, la nueva normativa contable es consecuencia de su adaptación al nuevo Plan General de Contabilidad.

OTRA NORMATIVA ESPAÑOLA SOBRE INVERSIÓN COLECTIVA DESDE LA EMERGENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA

BOE	DISPOSICIÓN
17-10-07	Orden EHA/3011/2007, de 4 de octubre, por la que se modifica la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras.
17-01-08	Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre hechos relevantes de las Instituciones de Inversión Colectiva.
22-01-08	Orden EHA/35/2008, de 14 de enero, por la que se desarrollan las normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva, la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinados aspectos de las instituciones de inversión colectiva cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su desarrollo.
07-03-08	Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva, y se concreta el contenido de los estados de posición.
02-04-08	Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

BOE	DISPOSICIÓN
03-05-08	Circular 2/2008, de 26 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.
02-10-08	Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las instituciones de inversión colectiva[42].
07-10-08	Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición.
19-11-08	Circular 5/2008, de 5 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea.
02-12-08	Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva.
29-12-08	Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.
18-02-09	Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.
20-04-09	Circular 3/2009, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva.
21-10-09	Resolución de 7 de octubre de 2009, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.
08-12-09	Circular 5/2009, de 25 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que regula el Informe Anual del Auditor sobre Protección de Activos de Clientes.
21-12-09	Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

De todas estas normas, vamos a centrar la atención en las que tienen carácter sustantivo y afectan a las IIC de carácter financiero, dejando de lado las IIC inmobiliarias, cuya relevancia en España es muy reducida, y más tras los problemas que han tenido algunas de ellas como consecuencia, más que de la crisis financiera propiamente dicha, de la que ha afectado al mercado inmobiliario en nuestro país.

[42] *Modificada por la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo.*

En todo caso, como se ha señalado anteriormente, las IIC inmobiliarias no están actualmente armonizadas a nivel de la UE.

Tampoco nos ocupamos de las normas que regulan la información que deben suministrar las IIC, bien con carácter público, sus hechos relevantes, o bien con destino a sus inversores. Evidentemente, una y otra son importantes para éstos en la medida en que les suministran la información necesaria para conocer periódicamente la evolución de sus inversiones y, en todo caso, les proporcionan información para tomar sus decisiones con conocimiento de causa, sean de mantenimiento, de compra o suscripción o de venta o reembolso.

Otro tipo de normas que tampoco vamos a considerar en detalle en este epígrafe regula la información de carácter reservado que tienen que proporcionar las IIC a la CNMV, sobre la cual esta institución ejerce sus funciones supervisoras.

Con estas acotaciones, podemos desarrollar este epígrafe en torno a un conjunto manejable de normas relevantes para nuestros fines, sean o no consecuencia directa de la crisis financiera.

Entre éstas, hay que destacar las que precisan y concretan aspectos muy importantes para los inversores y para la propia gestión de la IIC, como son los que regula la Circular 6/2008:

1) En el primer caso,
   a) El cálculo del valor liquidativo
   b) La aplicación de la comisión de gestión sobre resultados
2) En el segundo,
   a) Los coeficientes de diversificación
   b) El coeficiente de endeudamiento
   c) Las reglas especiales para determinados tipos de IIC, como los fondos referenciados a índices

En esta última línea de gestión de las IIC debemos destacar la utilización de instrumentos derivados, de la que se ocupa la Orden EHA/888/2008. En la medida que se ha flexibilizado su empleo, manteniendo el nivel de protección de los inversores, y que pueden servir para una adecuada cobertura de los riesgos que soportan las inversiones de estas instituciones, consideramos este aspecto muy positivo para las IIC y sus inversores.

Otra norma muy importante es la que se refiere a la clasificación de las IIC en función de su vocación inversora y, por tanto, de su perfil de riesgo, cuya determinación había encomendado la Ley 35/2003 a la CNMV, que no se concretó hasta la Circular 1/2009 (también señalada en el capítulo anterior), aunque antes de dicha Ley se manejaba en el sector una categorización equivalente consensuada por INVERCO y la CNMV, sin respaldo normativo expreso.

Cada categoría de IIC se deduce de la unión de dos criterios:

1) El tipo de IIC, considerándose expresamente los siguientes:
   - fondos y sociedades de inversión ordinarias
   - IIC subordinadas
   - IIC que inviertan mayoritariamente en otras IIC
   - IIC que repliquen o reproduzcan un determinado índice bursátil o de renta fija
   - fondos cotizados

2) La vocación inversora de la IIC, para la que la Circular establece la tabla ya recogida en el capítulo anterior ("Categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora").

Anticipándose a la iniciativa de la Comisión Europea que hemos comentado previamente, entre el conjunto de normas relevantes, hay que destacar las que se refieren al depositario, cuyo régimen jurídico se desarrolla y concreta en la Orden EHA/596/2008. No olvidemos que los depositarios juegan un importante doble papel a favor de los inversores de las IIC:

1) Vigilancia y supervisión, de la que tiene que informar periódicamente a la CNMV, de acuerdo con la Circular 3/2009 (introducida en el capítulo anterior).

2) Custodia y administración de valores y efectivo.

En relación con el papel de los depositarios y, en general, con la protección de los activos de los clientes, la Circular 5/2009, en desarrollo del ya mencionado Real Decreto 217/2008, fija el contenido del Informe sobre dicha protección exigido a las empresas de servicios de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión.

El auditor externo de estas entidades deberá formular una opinión sobre la adecuación de los procedimientos y sistemas internos de control que tienen establecidos las mencionadas entidades en relación con la custodia de instrumentos financieros y el depósito de fondos confiados por sus clientes. Cuando se trate de entidades de crédito, la opinión del auditor se referirá exclusivamente a la adecuación de los sistemas y controles establecidos por éstas para cumplir con las reglas referidas a la custodia y administración de los instrumentos financieros.

La nueva normativa tampoco olvida a las SGIIC. Aparte de la exigencia de la llevanza de unos registros mínimos[43], véase la Resolución del 7 de octubre de 2009, hay que destacar la Circular 6/2009 (ver capítulo anterior), cuya aplicación no tiene

[43] *En el caso de las autorizadas a realizar las actividades de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión, custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.*

porqué ser efectiva hasta el 31 de diciembre de 2010, que afecta a dichas sociedades y a las sociedades de inversión que no hayan encomendado su gestión, administración y representación a una SGIIC.

Esta Circular regula los siguientes aspectos de las mencionadas entidades, incrementando la seguridad de que las mismas siguen prácticas adecuadas de organización y gestión de sus carteras en beneficio de sus inversores:

- Estructura organizativa
  - Responsabilidad del consejo de administración
  - Requisitos de organización interna
- Función de gestión de riesgos
- Función de cumplimiento normativo
- Función de auditoría interna
- Delegación de funciones
  - Cumplimiento normativo y gestión de riesgos
  - Auditoría interna
  - Requisitos adicionales
- Manuales de políticas y procedimientos de control interno.

En definitiva, una variada normativa que, independientemente de que se la pueda relacionar directamente o no con la crisis financiera, consolida el marco regulador de las IIC en España y aumenta los elementos de confianza con que los inversores pueden acudir a las mismas para materializar su ahorro financiero.

Conclusiones

A tenor de la propia naturaleza de las IIC y de los desarrollos actuales de su regulación, especialmente desde el punto de vista de los inversores individuales, no debería resultar extraño que no hayamos encontrado muchas modificaciones en dicha regulación que quepa atribuir directamente a la crisis financiera actual.

En efecto, la normativa moderna sobre IIC descansa, como uno de sus principios más básicos, en el objetivo de lograr un elevado nivel de protección de los inversores. Esto quiere decir que éstos, aunque puedan verse perjudicados por la evolución de los mercados financieros, como también lo harían si, por ejemplo, invirtieran directamente en bolsa, sería mucho más difícil que lo fueran por una gestión inadecuada de su SGIIC o por las malas prácticas de su depositario, cuando ambas entidades se encuentran sometidas a una regulación que se ha ido desarrollando a lo largo de los años, precisamente para cumplir, entre otros, el objetivo señalado.

Desde un punto de vista material, las IIC, en particular los fondos de inversión, se basan en los principios de diversificación de riesgos y de gestión profesionalizada de sus carteras, sujetos ambos a la vigilancia y supervisión por parte del depositario, elementos todos ellos sometidos a una regulación más o menos precisa, que puede diferir en función del tipo de IIC de que se trate y/o de sus destinatarios.

Mientras que este esquema de funcionamiento tradicional de las IIC no tiene porqué funcionar siempre correctamente, como han mostrado algunos casos llamativos originados en otras latitudes, es lógico que la regulación se preocupe, entonces, de reforzarlo para evitar que ocurran situaciones similares en nuestro entorno inmediato. De ahí la renovada preocupación por las funciones y responsabilidades del depositario y por el control interno de las SGIIC. El hecho de que la regulación, junto con la correspondiente supervisión, hayan funcionado razonablemente bien en un ámbito determinado, no excusa que se aprendan las lecciones derivadas de lo sucedido en otras jurisdicciones.

Por último, con los que la Comisión Europea denomina productos preempaquetados (PRIPs), hemos tocado tangencialmente un aspecto que tiene mucha lógica y debería ser tenido expresamente en cuenta por la regulación, no sólo la financiera, sino también la fiscal. En efecto, los productos alternativos orientados a captar el ahorro financiero de los particulares con similares características intrínsecas deberían estar sometidos a reglas equivalentes, no necesariamente las mismas, porque habría que tener expresamente en cuenta las peculiaridades de cada producto, con objeto de que el inversor se decidiera con conocimiento de causa y en base a dichas características por aquellos que más le convienen para sus objetivos y el horizonte de sus inversiones.

En todo caso, éste último es un tema que claramente no tiene relación directa con la crisis financiera, ya que su alcance debería ser permanente desde el punto de vista temporal.

Capítulo 10

IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN

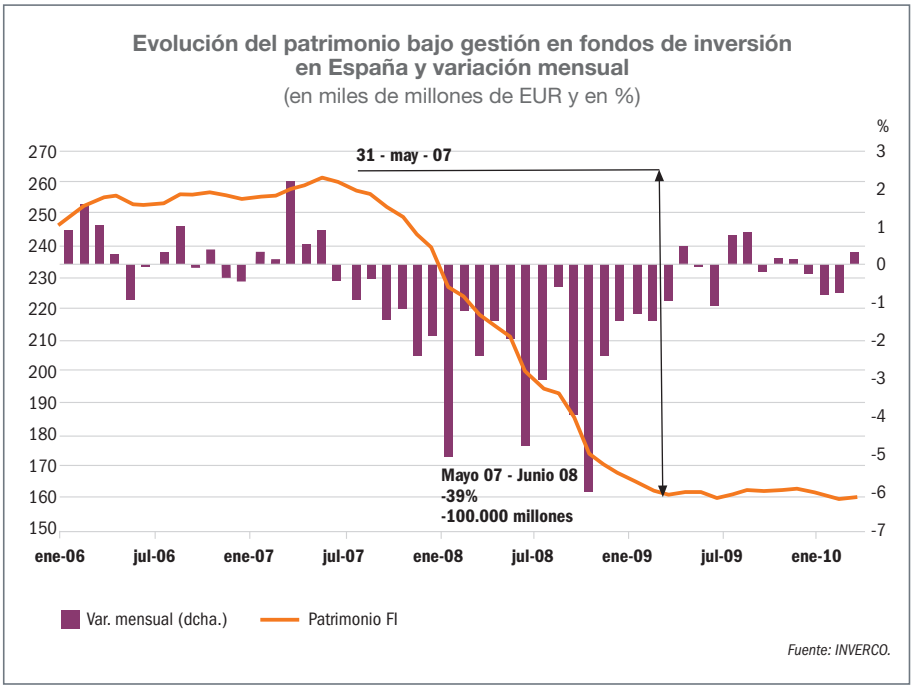
Introducción

Aunque en los cinco capítulos anteriores ya se han resaltado algunos de los efectos de la crisis financiera subprime, con una especial consideración en la inversión colectiva y su impacto en España, es necesario profundizar en algunos de estos impactos, y no sólo en términos de patrimonio, sino también de composición media de la cartera y de rentabilidad.

Impacto sobre el patrimonio bajo gestión: comparación con las dos crisis anteriores

En el capítulo anterior ya se ha señalado que aunque 2006 puede considerarse el año en el que los fondos de inversión alcanzaron un máximo en cuanto al patrimonio bajo gestión en España, desde una perspectiva mensual este hito se registró en mayo de 2007, es decir, poco antes del inicio de las distorsiones en los mercados financieros, primero desde una vertiente exclusivamente de la liquidez (capítulo 5) y posteriormente impactando en alguna de las categorías más defensivas de IIC como monetarios y renta fija a corto plazo (capítulos 6 y 7).

En mayo de 2007 el patrimonio en fondos de inversión superaba en España los 261.000 millones de EUR, comenzando a partir de ahí una tendencia de reembolsos netos que se intensificaría en 2008 y a la que se sumaría el efecto de la caída del valor de mercado de los activos financieros en los que se invertía (especialmente los bursátiles). Hubo que esperar hasta junio de 2009 para observar una finalización de las caídas si bien, en los siguientes nueve meses (hasta marzo de 2010, último dato disponible) apenas hemos asistido a una estabilización del patrimonio, y no a un aumento como se podría esperar a partir de varios factores como el aumento de la tasa de ahorro de las familias, la recuperación de los mercados y la menor agresividad en la campaña de captación de depósitos por parte de las entidades (aunque, como "fuerza contraria", se ha observado una intensificación en la emisión de instrumentos de renta fija por parte de los bancos y cajas de ahorro, así como campañas comerciales para captar seguros, todo ello en un contexto de mayor actividad en el mercado primario por parte del Tesoro Público).



La caída en patrimonio entre el máximo y el mínimo se cuantifica en un 39%, por lo que supera los registros de la crisis 1975-1981 (-30%[1]) y el de la de 1999-2001 (-21%[2]) y, además, en un período de tiempo más reducido (26 meses).

LOS 3 PERÍODOS DE CRISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

MÁXIMO		MÍNIMO		VARIACIÓN		MESES
FECHA	PATRIMONIO	FECHA	PATRIMONIO	PORCENTUAL	MILLONES EUR	
1975	1.750	1981	1.226	-30%	-524	60
abr-99	213.620	sep-01	168.404	-21%	-45.217	30
abr-07	260.318	jun-09	160.151	-38%	-100.167	26

Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO.

Nota: Debido a la escasa importancia relativa de fondos frente a sociedades, los datos de 1975 y 1981 hacen referencia a la suma de las dos IIC.

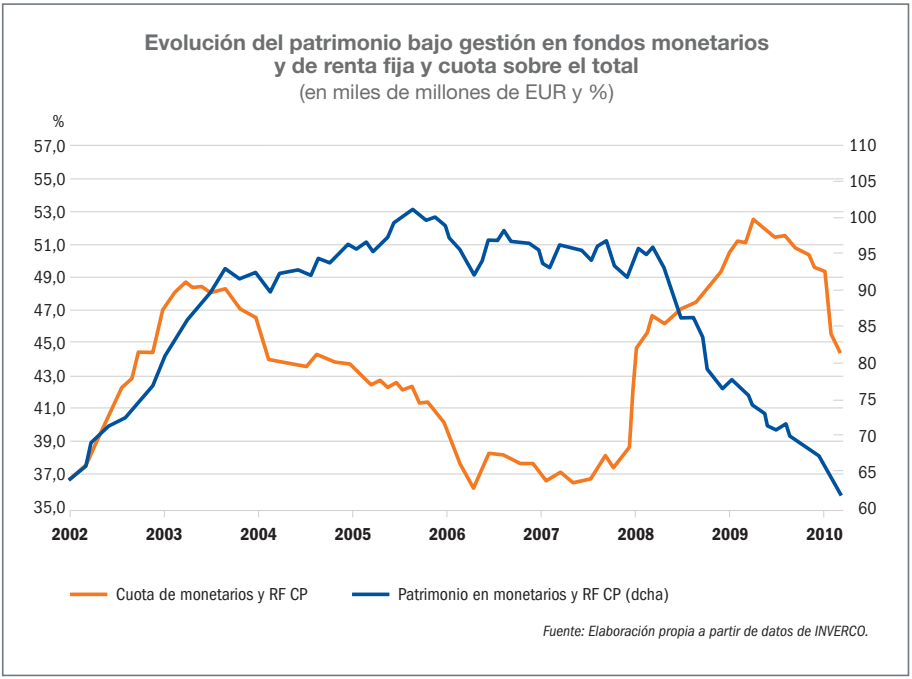
[1] *Ver capítulo 3*

[3] *Ver capítulo 4.*

Impacto diferencial en las categorías de fondos. Se agudiza el sesgo defensivo

Una vez expuesta la magnitud del ajuste en el patrimonio bajo gestión, el siguiente paso consiste en analizar el comportamiento por categorías de fondos.

Aunque el máximo de patrimonio en los fondos monetarios y de renta fija se alcanzó antes del inicio de la crisis (en agosto de 2005, con más de 100 mil millones de EUR), su cuota sobre el total continuó con la tendencia bajista iniciada años atrás, lo que no hacía más que reflejar el cambio en la cartera media de inversión de los españoles. Así, aunque ésta todavía debía considerarse como defensiva, no lo era de forma tan extrema como en la década de los noventa (los monetarios y renta fija a corto plazo suponían entonces un 85% del total), gracias a la presencia ya de IIC extranjeras (ver capítulo posterior), así como a algo más de cuota de los productos mixtos, globales y de renta variable en IIC nacionales.

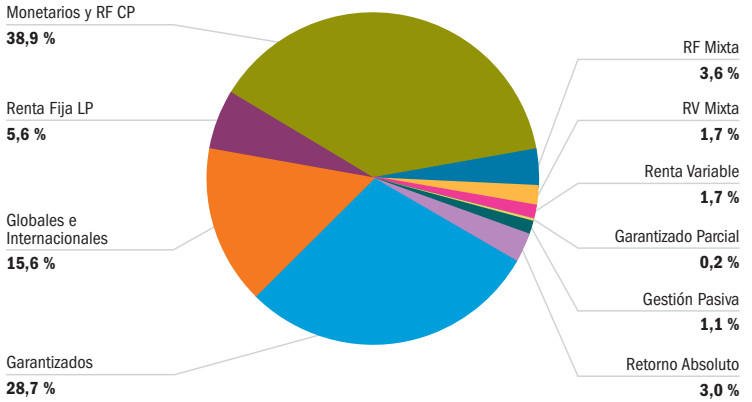


Ahora bien, es necesario resaltar que parte de la pérdida de importancia relativa de los fondos monetarios y de renta fija se debía al crecimiento de los fondos garantizados (elevaron su peso hasta el 40%) que, por mucho que incluyan rentabilidades condicionadas al comportamiento de los mercados bursátiles, el hecho de garantizar el capital invertido, les convierte en productos defensivos.

En definitiva, la composición de la cartera antes del estallido de la crisis, aún aceptando que era menos conservadora que en años anteriores, seguía teniendo un perfil defensivo, sin menoscabo de que incluyera algún elemento adicional de sofistificación.

De hecho, la principal conclusión que se puede extraer a la hora de estudiar el impacto de la crisis es una acentuación del perfil defensivo. En los mínimos de las cotizaciones bursátiles (marzo de 2009), los fondos monetarios y de renta fija a corto plazo llegaron a suponer casi el 51% del total del patrimonio, cediendo en meses posteriores como respuesta a la persistencia de oferta de depósitos por parte de las entidades financieras, junto con la recuperación de la cotizaciones de las acciones y, con ella, del valor de mercado de los fondos de renta variable o con cierta exposición a la bolsa (tendencia intensificada hasta el 31 de marzo de 2010, último dato disponible).

Distribución de la cartera de fondos en España a marzo de 2010



Fuente: INVERCO.

El cambio en las categorías de fondos que impuso la Circular 1/2009[3] dificulta la comparación de la cartera actual frente a la vigente antes de la crisis. Pero no oculta el ya comentado sesgo defensivo de la inversión colectiva en España que, con razón, se considera que, "más que invertir, ahorra", es decir, no se busca tanto la rentabilidad como sí evitar las pérdidas.

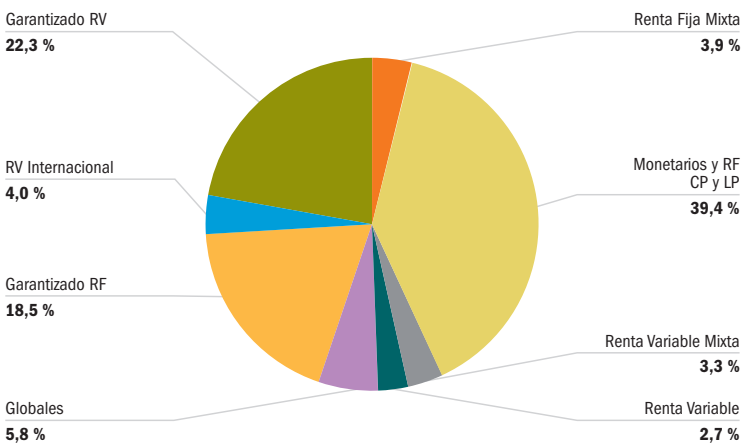
A marzo de 2010, casi un 50% del total del patrimonio se concentra en fondos monetarios y de renta fija, a los que se podría sumar el 3,0% de retorno absoluto. La ponderación de los fondos de renta variable "pura" apenas alcanza el 1,7%, es decir, ni siquiera 2.700 millones de EUR, lo que constata que la escasa exposición al mercado bursátil nacional se realiza en mayor medida con la compra directa de títulos (hasta 100.000 millones de EUR en acciones cotizadas) y no tanto mediante un fondo de inversión (a pesar de sus ventajas fiscales, de diversificación, de gestión profesional, etc.)

El otro aspecto relevante es la presencia de los fondos garantizados. Nacidos en 1995 (los de renta fija) y en 1996 (los de renta variable), como ya se comentó en el capítulo 4, como reacción a la crisis financiera de entonces (asociada a los valores de deuda pública), están experimentando una pérdida de cuota desde el máximo de enero de 2006, cuando llegaron a representar un 43% y un patrimonio bajo gestión de más de 60 mil millones de EUR. A marzo de 2010 (teniendo en cuenta fondos con "garantía parcial") suman algo más de 46 mil millones de EUR

[3] *Ver capítulos 8 y 9.*

y equivalen al 28,9%. Los menores tipos de interés limitan el atractivo de los fondos garantizados de renta fija y, sobre todo, dificultan la construcción de los garantizados de renta variable, dado que el precio del instrumento de renta fija cupón cero que concentra la cartera tiene un precio superior, con lo que el remanente para pagar las primas de las opciones es menor. Éstas, además, son más caras por el entorno de mayor volatilidad, lo que obliga a adquirir opciones exóticas que, o bien reducen la probabilidad del cobro de una rentabilidad extra, o bien provocan que ésta sea reducida a vencimiento.

Distribución de la cartera de fondos en España a enero de 2006

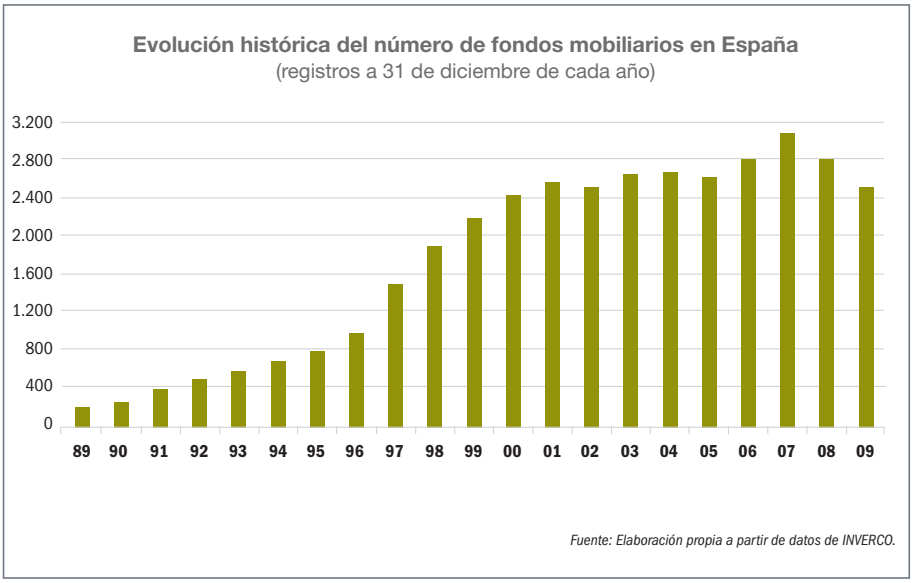


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Por último, la demanda de este tipo de productos (especialmente los vinculados a la renta variable) encuentra una atractiva oferta alternativa en las redes comerciales de los bancos y de las cajas de ahorro, que ofrecen los denominados depósitos combinados, en los que un porcentaje (entre un 30% y un 50%) está referenciado a un producto que, en la práctica, es similar a un fondo garantizado de renta variable. A las entidades crediticias, además, les sirve para captar fondos con los que financiar el balance y, por último, posibilita lanzar estructuras más atractivas (o, al menos, algo diferenciadas desde un punto de vista comercial) y, sobre todo, en un menor período de tiempo respecto a lo que exigen los trámites en los fondos de inversión.

Impacto en el número de fondos: reducción de la oferta

Si la crisis financiera ha supuesto una intensificación del sesgo defensivo de la cartera de fondos en España, también ha tenido otras implicaciones, como es la reducción del número de fondos registrados. En el año 2007 se alcanzó un máximo, con más de 3.000 fondos, una cifra que parece excesiva ante la minoración del patrimonio bajo gestión, pero también desde el punto de vista de la rentabilidad del negocio de la gestión, más expuesto a la competencia internacional, a los productos de inversión sustitutivos (o considerados así por los clientes) y a los mayores costes que implican las nuevas normativas de supervisión y control.



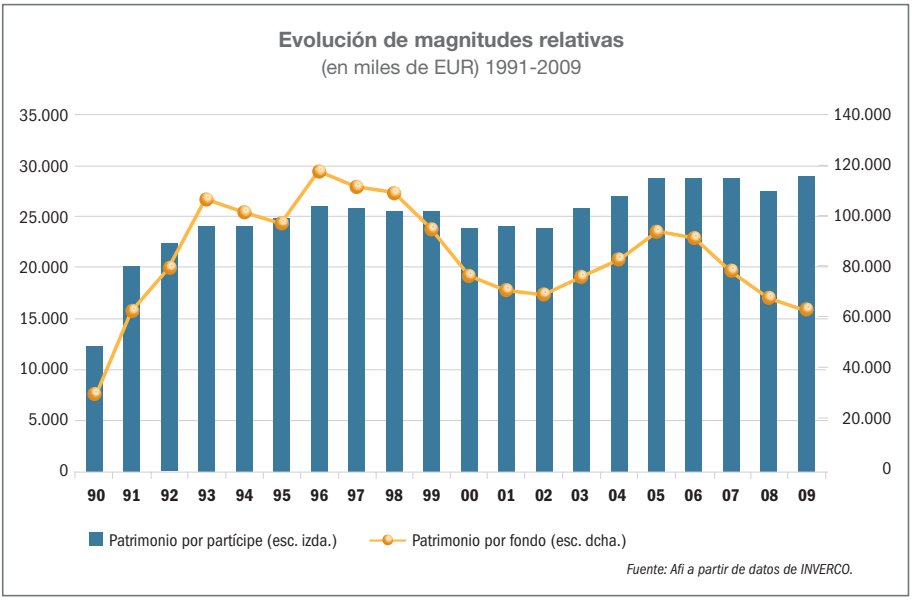
La reducción del número de fondos en los dos últimos años ha sido significativa, si bien hemos contado con una señal de reactivación en el primer trimestre del año 2010 (con la limitada validez estadística que suponen sólo tres meses). En marzo de 2010 sobresale el aumento del 3,2% en los fondos ofertados por gestoras internacionales, compensando, aunque sólo parcialmente, la reducción del 28% en el año 2009 y del 12% en 2008. Es reseñable también el aumento del 5,2% registrado en la categoría de *"retorno absoluto",* en los que la confianza de los partícipes ha dejado atrás los problemas sufridos entre el verano de 2007 y marzo de 2009. En esas fechas, las categorías (ya extinguidas y agrupadas en la anterior) de fondos *"monetarios dinámicos"* y *"gestión alternativa"* sufrieron fuertes caídas en la rentabilidad (y por ende en el patrimonio de los mismos) que denostaron la confianza de inversores que suscribieron éstos como fondos que ofrecerían rentabilidad por encima del Euribor en cualquier situación de mercado (como ya se ha comentado en el capítulo 6).

NÚMERO DE FONDOS POR CATEGORÍAS

	DIC-03	DIC-04	DIC-05	DIC-06	DIC-07	DIC-08	DIC-09	MAR-10
Monetarios y RF C/P	411	398	357	374	385	392	377	372
RF L/P	155	154	153	152	157	129	131	129
RF Mixta	166	154	142	142	141	123	109	111
RV Mixta	180	160	147	148	138	127	116	117
RV	111	114	119	122	126	113	94	95
Garantizados de RF	215	226	230	260	260	251	232	236
Garantizados de RV	442	501	499	544	623	590	528	521
Garantía parcial*	0	0	0	0	0	0	23	24
Gestión pasiva*	0	0	0	0	0	0	41	41
Retorno absoluto*	0	0	0	0	0	0	90	95
Globales e internacionales	943	947	969	1.052	1.221	1.075	778	803
Total fondos mobiliarios	**2.623**	**2.654**	**2.616**	**2.794**	**3.051**	**2.800**	**2.519**	**2.544**

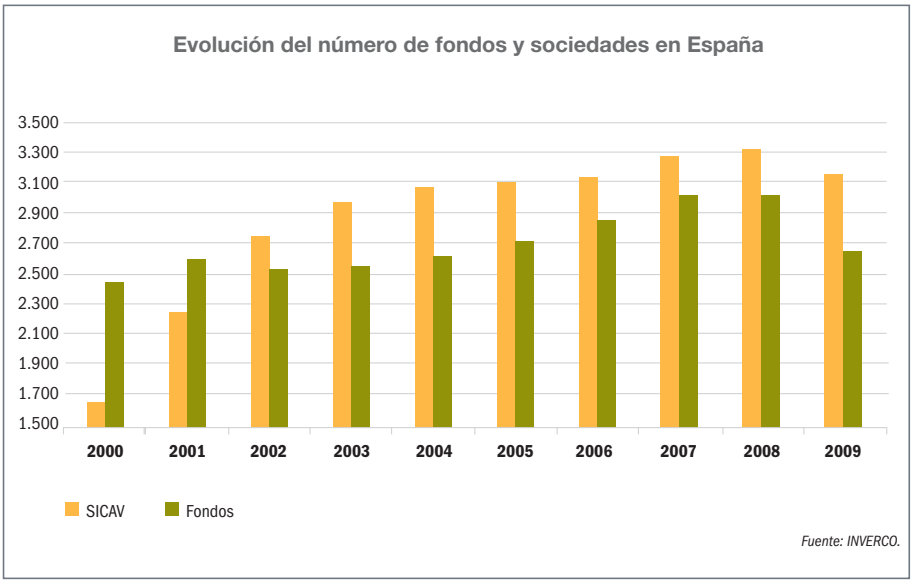
** Nuevas vocaciones inversoras establecidas por CNMV.*
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

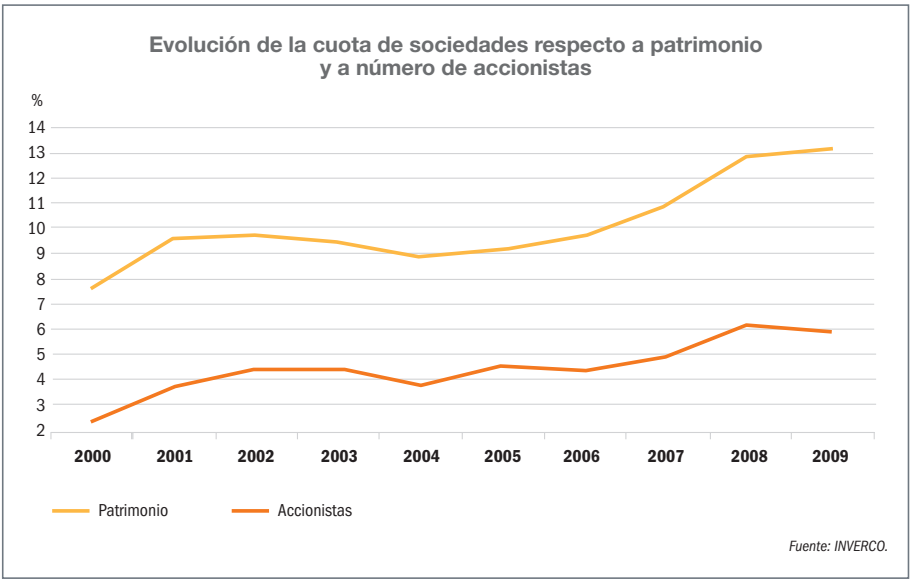
Como resultado de la caída del patrimonio, pero también del número de fondos y partícipes, se ha producido una disminución del patrimonio medio por fondo (hasta 60 millones de EUR), pero no tanto del patrimonio medio por partícipe (ligeramente por debajo de los 30.000 EUR).



Impacto comparativo: fondos frente a sociedades de inversión

Por último, y aunque los fondos de inversión representan un elevado porcentaje del patrimonio bajo gestión en IIC en España, conviene hacer una reseña a las sociedades de inversión (recuérdese cómo en el capítulo 2 se señalaba que éstas fueron pioneras respecto a los fondos). Más aún si tenemos en cuenta su mayor capacidad de resistencia en la crisis *subprime*. De hecho, aunque el saldo neto en cuanto a su número también es negativo entre 2008 y 2009, la proporción de la caída es menor: -4% frente a -12% en fondos. De esta forma, el número de sociedades se mantiene por encima de las 3.000.



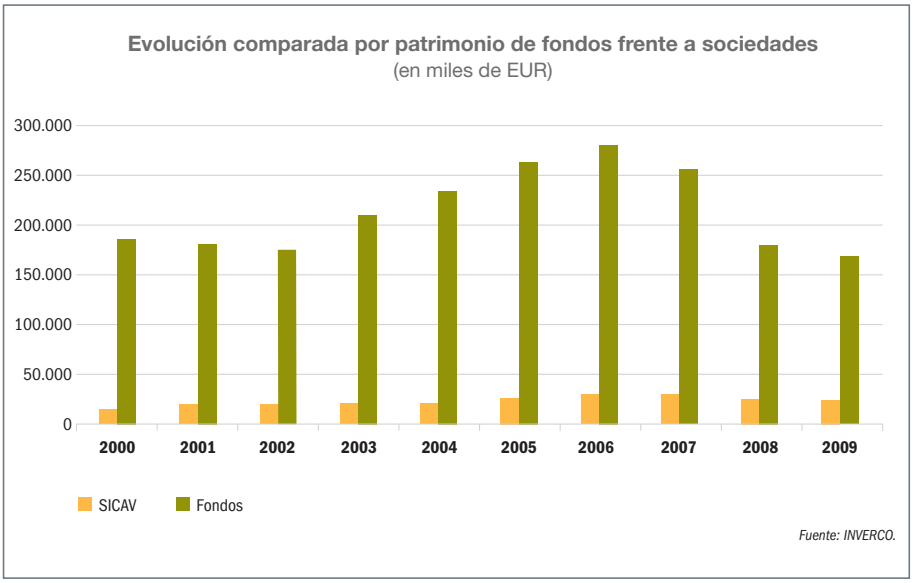


Por lo que respecta al patrimonio, como es lógico han sufrido, pero la pérdida del 15% resulta limitada si tenemos en cuenta la evolución de los mercados y la reducción del número de sociedades antes comentada. Esta mayor capacidad de resistencia ha permitido un aumento de la cuota en el total de IIC que, no obstante, todavía es reducida: 13% (frente al 8% del año 2000), ya que apenas suman 25.600 millones de EUR.

PRINCIPALES MAGNITUDES DE LAS IIC EN ESPAÑA (PATRIMONIO EN MILLONES DE EUR Y PARTÍCIPES Y ACCIONISTAS EN MILES)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Número de IIC	4.137	4.867	5.313	5.556	5.727	5.854	6.027	6.316	6.372	5.822
Fondos	2.467	2.599	2.538	2.554	2.628	2.730	2.869	3.017	3.016	2.649
Sociedades	1.670	2.268	2.775	3.002	3.099	3.124	3.158	3.299	3.356	3.173
Patrimonio	201.507	200.668	193.635	232.815	259.330	288.953	309.156	287.521	206.307	194.666
Fondos	186.069	181.323	174.734	210.627	236.154	262.201	279.003	256.040	179.613	169.032
Sociedades	15.438	19.345	18.901	22.188	23.176	26.752	30.153	31.481	26.694	25.634
Inversores	7.879	7.748	7.428	7.985	9.240	8.859	9.199	8.639	7.105	7.131
Fondos	7.693	7.454	7.090	7.618	8.880	8.450	8.788	8.205	6.666	6.709
Sociedades	186	294	338	367	360	409	411	434	439	422

Fuente: CNMV e INVERCO.



Por último, respecto al número de inversores (partícipes y accionistas), las consecuencias de la crisis son una lógica reducción en las sociedades, pero apenas perceptible (incluso el agregado de 2009 es superior al de 2006), lo que no impide que el número de accionistas medio por sociedad siga siendo limitado (133).

En definitiva, a pesar de que la crisis financiera se ha sentido sobre las sociedades de inversión, su impacto ha sido menor del esperado, y del observado en los fondos. La deficiencia continúa siendo el reducido número de accionistas, así como el menor patrimonio medio (133 y 8 millones de EUR, respectivamente).

ETFs: ¿una innovación?

Si en el capítulo 6 ya señalábamos que las épocas de crisis no suelen ser muy propicias para la innovación en el campo de las finanzas (son más frecuentes justo después, como reacción a los acontecimientos, como se ha puesto de manifiesto en páginas anteriores) y que tan sólo se podían destacar los fondepósitos en la crisis 2007-2009, en este apartado queremos resaltar el papel de los *exhange traded funds* (ETFs) o fondos cotizados. Los ETFs no pueden considerarse una innovación ya que nacieron en 1990 (con TIP35, un ETF cotizado en la bolsa canadiense) y desde 1993 se negocia el más importante, SPIDER, que replica el índice estadounidense S&P 500. Sin embargo, la crisis financiera *subprime* ha sido clave para su éxito a nivel mundial. En el mercado europeo, el volumen bajo gestión (AUM de sus siglas en inglés, *Asset Under Management*) ha alcanzado ya los 200.000 millones de EUR, es decir, un 6% del total del mercado de fondos de inversión.

Como se expone en la tabla siguiente, tres cuartas partes del mercado están concentradas en apenas tres entidades, la primera de las cuales era la plataforma de ETF de Barclays adquirida en junio de 2009 por BlackRock.

OFERTA DE ETFS EN EUROPA (EN MILES DE MILLONES DE EUR)

GESTORA/ENTIDAD	ETFS	AUM	CUOTA
iShares	158	72,26	39,6%
Lyxor Asset Management	103	37,37	20,5%
db x - trackers	105	29,79	16,3%
Credit Suisse Asset Management	24	6,87	3,8%
Zurich Cantonal Bank	4	5,59	3,1%
ETFlab Investment	30	5,44	3,0%
EasyETF	59	4,79	2,6%
Commerzbank	51	3,71	2,0%
Credit Agricole Structured AM	53	3,71	2,0%
UBS Global Asset Manageme<nt	8	2,61	1,4%

Fuente: Barclays Global Investors y FT. Julio de 2009.

En España, dos son los principales casos de éxito. El primero corresponde a la segunda entidad europea (Lyxor, perteneciente a Société Générale) y el segundo a BBVA.

ETF COMERCIALIZADOS EN ESPAÑA POR BBVA Y LYXOR

ETF	GRUPO	FECHA REGISTRO (*)	RENTABILIDAD (%) 2008	RENTABILIDAD (%) 2009	COMISIÓN GESTIÓN (%)	ISIN
Acción DJ Eurostoxx 50 ETF	BBVA	15-04-08	-43,6	16,5	0,15	ES0105321030
Acción FTSE Latibex Top ETF	BBVA	18-06-08	-46,1	47,9	0,55	ES0105304002
Acción FTSE Latibex Brazil ETF	BBVA	18-06-08	-55,7	83,1	0,55	ES0105322004
Acción Ibex 35 ETF	BBVA	06-09-06	-38,8	26,8	0,33	ES0105336038
Acción Ibex Top Dividendo ETF	BBVA	26-02-08	-35,0	31,3	0,40	ES0105337002
Afi Monetario Euro ETF	BBVA	15-04-.08	4,7	1,2	0,50	ES0106078001
Afi Bonos Medio Plazo Euro ETF	BBVA	15-04-08	6,6	5,8	0,15	ES0106061007
FTE4good Ibex ETF	BBVA	29-09-08	-16,3	27,9	0,35	ES0139761003
Lyxor ETF Brasil Ibovespa	Lyxor	21-05-08	-53,5	103,6	0,65	FR0010408799
Lyxor ETF China Enterprise (HSCEI)	Lyxor	30-10-07	-47,7	41,0	0,65	FR0010204081
Lyxor ETF DJ Euro Stoxx 50	Lyxor	22-11-06	-44,1	20,5	0,25	FR0007054358
Lyxor ETF DJ Euro Stoxx 50 Apalancado	Lyxor	19-02-08	-74,9	34,7	0,40	FR0010468983
Lyxor ETF DJ Stoxx 600 Banks	Lyxor	21-05-08	-64,3	55,5	0,30	FR0010345371
Lyxor ETF Dow Jones IA	Lyxor	12-07-07	-31,6	18,2	0,50	FR0007056841
Lyxor ETF Eastern Europe (CECE Eur)	Lyxor	07-12-07	-53,4	38,7	0,50	FR0010204073
Lyxor ETF Euro Cash	Lyxor	27-09-07	3,9	0,6	0,15	FR0010510800
Lyxor ETF Japón (TOPIX)	Lyxor	19-02-08	-23,0	0,8	0,50	FR0010245514
Lyxor ETF MSCI EM Latin America	Lyxor	30-10-07	-50,3	95,0	0,65	FR0010410266
Lyxor ETF MSCI EMU Growth	Lyxor	21-05-08	-43,4	18,9	0,40	FR0010168765
Lyxor ETF Emerging Markets	Lyxor	30-10-07	-52,0	68,6	0,65	FR0010429068
Lyxor ETF IBEX 35	Lyxor	03-10-06	-39,0	30,2	0,30	FR0010251744
Lyxor ETF World Water	Lyxor	21-05-.08	-37,7	19,5	0,60	FR0010527275
Lyxor ETF New Energy	Lyxor	19-02-08	-58,3	13,9	0,60	FR0010524777
Lyxor ETF Short Strategy Europe	Lyxor	27-11-08	39,5	-29,5	0,40	FR0010589101
Lyxor ETF Rusia	Lyxor	30-10-07	-69,1	95,1	0,65	FR0010326140
Lyxor ETF Small Caps	Lyxor	30-10-07	-50,7	47,6	0,40	FR0010168773
Lyxor ETF Stoxx Select Dividend	Lyxor	19-02-08	-61,7	29,0	0,30	FR0010378604
Lyxor ETF Nasdaq 100	Lyxor	12-07-07	-39,9	51,7	0,30	FR0007063177
Lyxor ETF MSCI EMU Value	Lyxor	21-05-08	-49,7	27,4	0,40	FR0010168781
Lyxor ETF MSCI India	Lyxor	30-10-07	-62,0	88,9	0,85	FR0010361683
Lyxor ETF Euro Corporate Bond	Lyxor	02-06-09	2,1	10,3	0,20	FR0010737544
Lyxor ETF IBEX 35 INVERSO	Lyxor	16-07-09	45,3	-22,8	0,40	FR0010762492

(*) Primer día de cotización en España para los ETF de Lyxor.
Fuente: elaboración propia a partir de datos de CNMV, Bloomberg y www.afi.es.

Las ventajas de los ETF (coste, liquidez, réplica casi perfecta, etc.), el anuncio de otras entidades de gran tamaño de introducirse en este mercado y el desarrollo de ETF de estrategia (apalancados, inversos e inversos apalancados), permiten anticipar un desarrollo adicional de este instrumento de inversión colectiva en los próximos años.

Gran parte del éxito de los ETF, especialmente los de renta variable, reside en que evitan el "riesgo gestor", que es aquel vinculado, entre otras causas, a las implicaciones negativas que puede tener sobre el *asset allocation* los reembolsos masivos (pueden alejarlo significativamente del *benchmark* al mantener sobreponderadas posiciones en los activos menos líquidos), la preocupación del equipo gestor sobre su futuro profesional en una época de crisis e, incluso, los fraudes contables. Además, el ETF es un vehículo adecuado para aquellos inversores que consideren que los gestores no aportan alfa, ya que sus comisiones de gestión son inferiores (precisamente por su indexación). Pero los ETF no se limitan a replicar índices bursátiles, sino también índices de renta fija por distinta duración y/o tipología de bonos (vinculados a la inflación, MBS, etc.).

Además de que los ETF sirvan para evitar el riesgo gestor y faciliten las coberturas dinámicas (es obvio que su correlación con el futuro del índice subyacente es muy elevada y constante), el otro factor por el que se ha incrementado su demanda está vinculado a la oferta, ya que contiene elementos diferenciales. Tres de los casos más relevantes son el ETF inverso, el ETF apalancado y el ETF inverso apalancado. El primero permite favorecerse de caídas en una sesión en las cotizaciones (por ejemplo, si está vinculado al Eurostoxx, si éste cae, el índice sube y viceversa), el segundo evoluciona con un factor x2 a los movimientos del índice bursátil y el tercero también presenta este factor pero sobre el índice inverso (es decir, si el mercado cae un día un 2% se obtiene un beneficio del 4%, y al contrario). Ahora bien, el objetivo del ETF es la réplica diaria del índice inverso, apalancado o inverso apalancado, lo que tiene implicaciones cuando el plazo de inversión supera una sesión[4].

En definitiva, los ETF son una muestra más de adaptación de las IIC a las demandas de los inversores: producto con reducidas comisiones, con elevada liquidez y con comportamiento predecible a partir de la evolución de determinados mercados lo que a su vez, permite una cobertura mediante futuros u opciones.

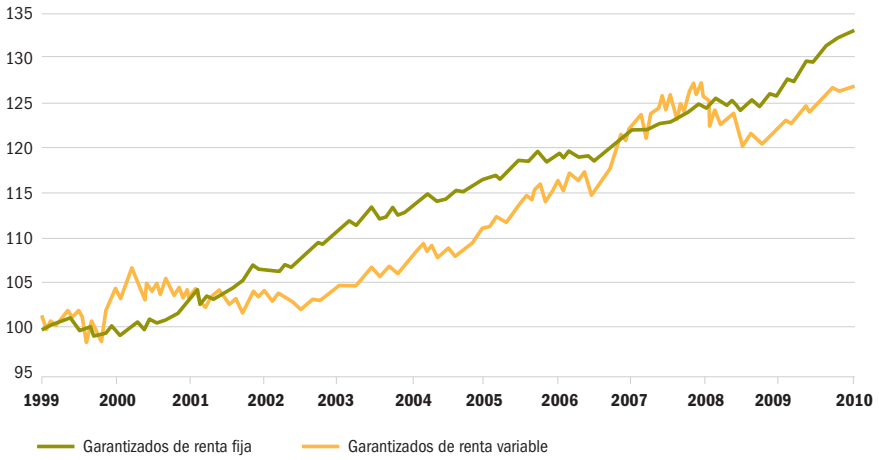
Comportamiento de las distintas categorías de fondos de inversión en España

Además de analizar el impacto que la crisis financiera ha tenido en el patrimonio bajo gestión de las IIC y en el número de fondos o sociedades (respecto al número de gestoras y su rentabilidad se detalla en el capítulo 12), es obvio que también es relevante conocer el impacto sobre el rendimiento. De hecho, en última instancia, es lo que tiene más interés para una de las partes implicadas en las IIC: los inversores. Porque en este aspecto se ha generado un intenso debate en los últimos años al respecto de la rentabilidad a medio plazo, ya no sólo de los mercados financieros, sino de los propios vehículos de inversión, criticados desde diferentes foros en una postura que no defendemos.

[4] *Cano Martínez, David, "Riesgos y oportunidades con los ETF inversos y apalancados". Análisis Financiero Internacional. Número 134. Cuarto Trimestre de 2009.*

Para el estudio de las rentabilidades históricas utilizamos los índices que calcula Analistas Financieros Internacionales (Afi) a partir de los valores liquidativos (VL) de los fondos de inversión comercializados en España. La clasificación de Afi se divide en 38 categorías, es decir, bastantes más que las quince que determina la CNMV tras la Circular 1/2009 (ver capítulo 8), pero que, en nuestra opinión, permiten segmentar mejor el comportamiento de los distintos activos financieros.

Evolución de los índices Afi de fondos de inversión garantizados de renta fija y garantizados de renta variable



Fuente: Elaboración propia con datos de Afi.

Como se puede observar en la tabla adjunta, los rendimientos desde poco antes del estallido de la crisis *subprime* (30 de junio de 2007) son verdaderamente modestos, salvo en el caso "paradójico", por cuanto supone de activo de elevado riesgo, de la renta variable de los países latinoamericanos, que se salda con revalorizaciones del 35% en el período. Los monetarios ganan en este espacio temporal (dos años y medio) un 4,3% (es decir, una TAE del 1,7%), superados por la renta fija a largo plazo (TAE del 2,6%) pero no por los de renta fija a corto plazo (TAE del 1,1%). Pero es destacable el caso de los fondos garantizados de renta fija, que presentan una rentabilidad acumulada del 8,2%. Si tenemos en cuenta, además, que los garantizados de renta variable ("garantizados a vto.") se revalorizan (+1,6%) aún a pesar de que las bolsas ceden en el período en Europa con intensidad (30%-35%). comprobamos cómo esta innovación surgida entre 1995 y 1996 (ver capítulo 4) ha funcionado muy bien en épocas de fuertes turbulencias en los mercados. Reseñable también en positivo es el comportamiento de los Hedge Funds españoles o Fondos de Inversión Libre, FIL (ver capítulo 22) que presentan un saldo del 3,9% en la crisis financiera (no así los Fondos de Fondos de Inversión Libre o FoFIL). Aparte de los

fondos que invierten en renta fija a largo plazo en EEUU o en renta fija internacional, el resto de categorías muestran pérdidas que, en media, si atendemos a la categoría "Gestión Global" han sido de un 11,2% (4,5% anualizado).

ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN Y REVALORIZACIONES DESDE DISTINTAS FECHAS Y HASTA 31 DE DICIEMBRE DE 2009 (ORDENADOS POR REVALORIZACIÓN DESDE 30 DE JUNIO DE 2007)

		VARIACIONES DESDE		
	ÚLTIMO	30-JUN-07	30-AGO-08	28-FEB-09
RV Emergentes Latam.	671,781	35,0%	42,4%	92,6%
Garantizado RF	132,864	8,2%	6,3%	4,3%
RF LP USD	122,638	7,3%	12,3%	-1,4%
RF Internacional	129,385	6,7%	9,8%	4,6%
RF Largo Euro	131,265	6,5%	5,3%	6,4%
Monetarios Euro	124,713	4,3%	1,5%	0,7%
FIL	110,639	3,9%	4,1%	14,4%
RF Corto Euro	121,383	2,7%	1,0%	2,0%
Garantizado a vto	126,877	1,6%	4,7%	3,3%
Monetarios Dinámicos	119,448	-0,1%	-0,1%	2,5%
FI Inmobiliaria	178,597	-0,4%	-5,3%	-3,0%
RF Emergentes	206,129	-0,5%	3,6%	16,2%
RF Mixta Euro	119,959	-1,7%	2,1%	10,3%
Monetarios USD	108,364	-2,1%	5,2%	-9,1%
RF High Yields	113,091	-3,8%	7,3%	34,5%
RF Mixta Internacional	113,200	-5,1%	0,2%	7,7%
RV Emergentes Global	299,141	-5,5%	9,6%	64,6%
Monetarios Internacional	127,541	-6,5%	-2,3%	1,7%
RF CP USD	104,274	-7,5%	0,1%	-9,4%
RV Emergentes MENA	105,140	-8,1%	-9,0%	56,7%
FoFiL	93,075	-8,1%	-6,0%	0,1%
Gestión Alternativa	111,142	-8,6%	-5,1%	1,8%
RV Asia y Oceanía	270,460	-9,1%	9,8%	61,3%
RF Convertibles	128,927	-11,0%	2,6%	24,0%
Gestión Global	110,770	-11,2%	-2,6%	12,6%
Materias primas	87,611	-12,1%	-24,1%	23,2%
RV Mixta Euro	112,148	-12,6%	-1,1%	22,5%
RV Mixta Internacional	110,124	-14,1%	-2,2%	20,1%
RV España	155,163	-16,3%	5,2%	54,9%
RV Sectores Crecimiento	83,657	-21,1%	-6,9%	27,8%
RV EEUU	97,664	-23,5%	-9,2%	32,7%
RV Global	108,187	-25,1%	-5,5%	35,5%
RV Sectores Defensivos	119,546	-27,8%	-9,1%	39,5%
RV Euro	105,793	-31,0%	-9,0%	44,1%
RV Japón	105,106	-31,9%	-2,5%	20,2%
RV Emergentes Eur. Este	333,435	-32,4%	-15,6%	102,7%
RV Europa	120,511	-34,5%	-12,2%	40,9%

Fuente: Elaboración propia con datos de Afi.

ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN Y REVALORIZACIONES DESDE DISTINTAS FECHAS Y HASTA 31 DE DICIEMBRE DE 2009 (ORDENADOS POR REVALORIZACIÓN DESDE 28 DE FEBRERO DE 2009)

		VARIACIONES DESDE		
	ÚLTIMO	30-JUN-07	30-AGO-08	28-FEB-09
RV Emergentes Eur. Este	333,435	-32,4%	-15,6%	102,7%
RV Emergentes Latam.	671,781	35,0%	42,4%	92,6%
RV Emergentes Global	299,141	-5,5%	9,6%	64,6%
RV Asia y Oceanía	270,460	-9,1%	9,8%	61,3%
RV Emergentes MENA	105,140	-8,1%	-9,0%	56,7%
RV España	155,163	-16,3%	5,2%	54,9%
RV Euro	105,793	-31,0%	-9,0%	44,1%
RV Europa	120,511	-34,5%	-12,2%	40,9%
RV Sectores Defensivos	119,546	-27,8%	-9,1%	39,5%
RV Global	108,187	-25,1%	-5,5%	35,5%
RF High Yields	113,091	-3,8%	7,3%	34,5%
RV EEUU	97,664	-23,5%	-9,2%	32,7%
RV Sectores Crecimiento	83,657	-21,1%	-6,9%	27,8%
RF Convertibles	128,927	-11,0%	2,6%	24,0%
Materias primas	87,611	-12,1%	-24,1%	23,2%
RV Mixta Euro	112,148	-12,6%	-1,1%	22,5%
RV Japón	105,106	-31,9%	-2,5%	20,2%
RV Mixta Internacional	110,124	-14,1%	-2,2%	20,1%
RF Emergentes	206,129	-0,5%	3,6%	16,2%
FIL	110,639	3,9%	4,1%	14,4%
Gestión Global	110,770	-11,2%	-2,6%	12,6%
RF Mixta Euro	119,959	-1,7%	2,1%	10,3%
RF Mixta Internacional	113,200	-5,1%	0,2%	7,7%
RF Largo Euro	131,265	6,5%	5,3%	6,4%
RF Internacional	129,385	6,7%	9,8%	4,6%
Garantizado RF	132,864	8,2%	6,3%	4,3%
Garantizado a vto	126,877	1,6%	4,7%	3,3%
Monetarios Dinámicos	119,448	-0,1%	-0,1%	2,5%
RF Corto Euro	121,383	2,7%	1,0%	2,0%
Gestión Alternativa	111,142	-8,6%	-5,1%	1,8%
Monetarios Internacional	127,541	-6,5%	-2,3%	1,7%
Monetarios Euro	124,713	4,3%	1,5%	0,7%
FoFiL	93,075	-8,1%	-6,0%	0,1%
RF LP USD	122,638	7,3%	12,3%	-1,4%
FI Inmobiliaria	178,597	-0,4%	-5,3%	-3,0%
Monetarios USD	108,364	-2,1%	5,2%	-9,1%
RF CP USD	104,274	-7,5%	0,1%	-9,4%

Fuente: Elaboración propia con datos de Afi.

Si bien los fondos de inversión no han podido evitar el impacto negativo de la desfavorable evolución de los mercados bursátiles, no es menos cierto que han conseguido sumarse a la recuperación observada desde marzo de 2009. En la tabla

adjunta se comprueba cómo la práctica totalidad de categorías de fondos se revalorizan desde entonces (y hasta cierre de 2009), y además, con intensidad, con la excepción de las denominadas en USD (ya que en el período, la divisa estadounidense se deprecia contra el EUR) y de los fondos inmobiliarios (es decir, IIC de carácter no financiero). El escaso rendimiento de los fondos monetarios (0,7%) es atribuible a los niveles de rentabilidad de prácticamente el 0% que ofrece cualquier activo de renta fija de reducido vencimiento ante las políticas monetarias tremendamente expansivas aplicadas por los bancos centrales, entre ellos, el BCE.

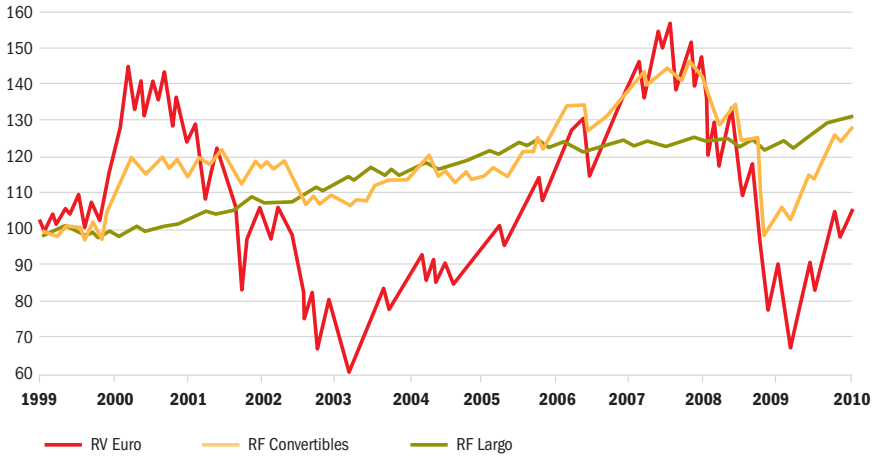
Como ya apuntábamos antes, un fondo global, que podríamos considerar una cartera media diversificada entre renta fija y renta variable, ha mostrado una rentabilidad positiva del 12,6% entre marzo y diciembre de 2009, lo que implica que todavía no ha recuperado lo perdido desde los máximos del año 2007. Bajo esta perspectiva, distintos observadores han establecido que la inversión en activos con riesgo, aún habiéndolo hecho mediante una cartera correctamente diversificada, no ha implicado obtener rendimientos superiores a la alternativa sin riesgo (fondos monetarios). La utilización de 1999 como punto de arranque podría ser considerada ventajista para estos críticos (los resultados del análisis son otros si el inicio es 2002, 2003, 2004 o 2005) pero no deja de poner de manifiesto uno de los aspectos más relevantes a la hora de realizar inversiones financieras: el necesario seguimiento de la cartera y la coherencia del riesgo asumido con las perspectivas para la evolución de las variables macroeconómicas que más condicionan el comportamiento del precio de los activos. Es decir, la inversión en activos financieros con riesgo obliga a hacer ajustes en el denominado *asset allocation* para aprovechar las distintas oportunidades de rentabilidad que ofrecen los mercados.

Evolución de los índices Afi de fondos de inversión monetarios y globables
(Base 100: 1 de enero de 1999)

Fuente: Elaboración propia con datos de Afi.

Y es en este punto donde se pone de manifiesto otras de las grandes ventajas de los fondos de inversión: la accesibilidad a mercados más complejos y sofisticados, como por ejemplo, los bonos convertibles o los bonos de alta rentabilidad, también denominados *high yield* (pero también podríamos incluir aquí, por ejemplo, los mercados bursátiles emergentes).

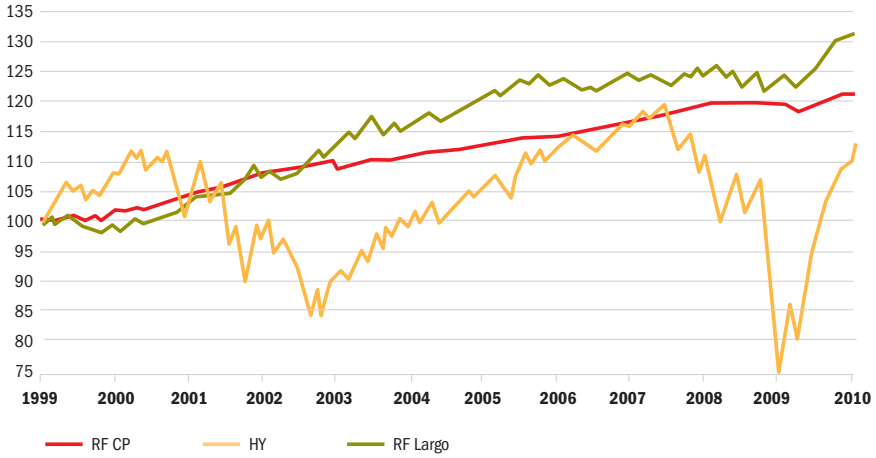
Evolución de los índices Afi de fondos de inversión de renta variable, de renta fija a largo plazo y de renta fija convertible
(Base 100: 1 de enero de 1999)



Fuente: Elaboración propia con datos de Afi.

Mediante una IIC cualquier inversor, con una cantidad reducida de capital puede tomar posiciones de manera diversificada y gestionadas por un profesional, en activos que serían de imposible acceso de forma "individual". Ahora bien, como señalábamos antes, el hecho de que un fondo de inversión sea el vehículo óptimo (y, en muchas ocasiones, único) para un determinado activo y/o estrategia, nada tiene que ver con que no se asuma riesgo y, por lo tanto, se esté expuesto a sufrir pérdidas. En consecuencia, el partícipe debe estar correctamente informado y asesorado sobre el momento de compra y venta, los riesgos asumidos, las características de cada IIC, etc.

Evolución de los índices Afi de fondos de inversión de renta fija a largo plazo, de renta fija a corto plazo y de renta fija high yield
(Base 100: 1 de enero de 1999)



Fuente: Elaboración propia con datos de Afi.

Conclusiones

La crisis financiera ha impactado negativamente en el patrimonio, número de partícipes y de IIC en España. La negativa evolución de los mercados financieros, las campañas comerciales de productos alternativos (depósitos, preferentes, seguros, etc.), junto con el deterioro del clima económico explican la evolución de los principales parámetros de la inversión colectiva que, como efecto adicional, ha supuesto una disminución del riesgo medio de la cartera, intensificándose la característica de "defensiva".

Capítulo 11

EVOLUCIÓN E IMPACTO DE LA CRISIS EN LAS IIC EXTRANJERAS

Introducción

Si bien la Directiva 85/611/CEE, comúnmente conocida como Directiva UCITS, supuso la armonización de las normas aplicables a las IIC a nivel europeo y su libre circulación, no fue hasta la fase que en este libro denominamos "Nueva expansión" (2001-2006) cuando se comercializaron en España activamente IIC gestionadas fuera de nuestro país. En la actualidad, somos importadores netos de productos de inversión colectiva, ya que son más numerosas las instituciones de inversión colectiva extranjeras (IICE) que se registran en España para su comercialización, que las IIC españolas en el exterior, por más que la crisis financiera haya impactado de forma más importante en las IICE que en las españolas, o que en los últimos meses hayamos asistido a iniciativas de comercialización en terceros países de exitosas IIC españolas (a pesar de algunos inconvenientes de carácter fiscal).

Evolución histórica en España de las IIC extranjeras (IICE)

El origen y presencia de las IICE se remonta al año 1989, cuando se inscribió la primera en los registros de la CNMV. La actividad de las IICE se desarrolló (y lo sigue haciendo) en el marco de creciente globalización de la emisión y comercialización de productos y servicios financieros, especialmente significativos en la industria de la inversión colectiva.

La actividad de estas entidades fue relativamente reducida en su primera década. Pero su presencia ha ido en aumento, y con mayor éxito durante los últimos 8 años: en este período el número de entidades se triplicó y se duplicó en apenas 3 años (con datos hasta el año 2008).

En los orígenes de las IICE cobró especial relevancia el marco de regulación y armonización a nivel europeo. Como señalábamos en el capítulo 9, la reforma de la Ley de IIC en el año 2003 recoge los principios de la libre comercialización de IIC armonizadas, regulados en la Directiva UCITS, que supone una mayor apertura de este mercado en el ámbito de los países europeos. Mediante esta normativa se facilita el registro en CNMV de las IICE, ya que la supervisión se supedita al país

de origen de la IIC y, además, de una manera homogénea entre los diferentes países europeos.

Puede observarse cómo desde el año 2005, tras desarrollarse el nuevo Reglamento de IIC, proliferó el registro de IICE y se asistió a un repunte significativo en el patrimonio comercializado por estas instituciones en nuestro país. Resaltar, además, que si se computan los compartimentos y clases de acciones de las IICE, a finales del 2008 estaban registradas más de 11.000 opciones de inversión.

El patrimonio pasó de representar 8.594 millones de euros (año 2000) a los 18.181 millones de euros con los que cerró 2008, pero tras haber superado los 44.100 millones de euros en sus máximos de inversión en el año 2006 al calor del comportamiento alcista de los mercados financieros. La evolución, crecimiento y éxito de estos vehículos puede ser analizado y explicado con diferentes razones:

- La armonización y mejora de la regulación comunitaria mediante desarrollos de Circulares y Directiva UCITS.
- La globalización y apertura de las entidades financieras a comercializar fondos y sociedades de inversión de terceras entidades.
- La creación y el desarrollo de plataformas electrónicas de contratación e intermediación de IIC.
- El desarrollo y crecimiento de una banca de asesoramiento especializada basada fundamentalmente en productos de terceros en busca de las mejores casas de gestión de activos.
- La proliferación y el auge de los fondos de fondos especializados, en los que son mayoría las IICE.
- El desarrollo de la gestión de patrimonios, SICAV especializadas y las *family office* ha dado acceso a muchos inversores individuales cualificados a estos vehículos de inversión.
- La penetración de las IICE ha venido impulsada por la comercialización de cajas y bancos que, apoyándose en el desarrollo de las plataformas de fondos de terceros, han alcanzado el creciente interés del inversor minorista.
- Las IICE, por regla general, han venido a sustituir y complementar la gama de productos de mayor riesgo dentro de la oferta disponible de IIC nacionales. La tradición y mayor cultura de inversión global e internacional en el exterior, junto con gestoras y *boutiques* especialistas en la gestión de áreas geográficas fuera de España y de Europa, ha hecho que tomen un papel relevante en este nicho de inversión en nuestro país.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES MAGNITUDES DE LAS IIC NACIONALES Y EXTRANJERAS

NACIONALES	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Número de IIC	4.137	4.867	5.313	5.556	5.727	5.854	6.027	6.316	6.372
Fondos	2.467	2.599	2.538	2.554	2.628	2.730	2.869	3.017	3.016
Sociedades	1.670	2.268	2.775	3.002	3.099	3.124	3.158	3.299	3.356
EXTRANJERAS									
Nº de entidades registradas	170	191	219	233	238	260	339	440	563
Fondos	76	70	83	97	93	115	162	225	312
Sociedades	94	121	136	136	145	145	177	215	251
UCITS	167	188	216	229	233	256	335	436	558
NO UCITS	3	3	3	4	5	4	4	4	5
NACIONALES									
Patrimonio (mill. EUR)	201.507	200.668	193.635	232.815	259.330	288.953	309.156	287.521	206.307
Fondos	186.069	181.323	174.734	210.627	236.154	262.201	279.003	256.040	179.613
Sociedades	15.438	19.345	18.901	22.188	23.176	26.752	30.153	31.481	26.694
EXTRANJERAS									
Vol. comercializado (mill. EUR)	8.594	7.533	6.538	9.159	17.786	33.615	44.103	37.093	18.181
Fondos	988	883	895	1.710	3.498	8.267	12.100	7.010	3.065
Sociedades	7.606	6.650	5.643	7.449	14.288	25.348	32.003	30.083	15.116
NACIONALES									
Número de inversores (miles)	7.879	7.748	7.428	7.985	9.240	8.859	9.199	8.639	7.105
Fondos	7.693	7.454	7.090	7.618	8.880	8.450	8.788	8.205	6.666
Sociedades	186	294	338	367	360	409	411	434	439
EXTRANJERAS									
Número de inversores (miles)	204	200	201	225	322	561	779	851	587
Fondos	22	24	17	31	51	104	144	143	112
Sociedades	182	176	184	194	271	457	635	708	475

Fuente: CNMV.

Pero, como ha sido el caso de las IIC españolas a lo largo de los últimos 40 años, el crecimiento del patrimonio comercializado por las IICE no ha sido lineal en el período de referencia (2000-2008), que coincide, como hemos señalado, con su desarrollo en España. La tendencia alcista del volumen de patrimonio comercializado por las IICE se vio interrumpida por el inicio de la crisis financiera en el verano de 2007, de tal forma que disminuyó un 60% entre 2007 y 2008 (comparado con menos del 40% que disminuyeron las IIC nacionales). Este descenso se debió tanto al incremento de los reembolsos efectuados, consecuencia del aumento de la desconfianza de los inversores, como al descenso del valor de mercado de las inversiones de las carteras de las IICE.

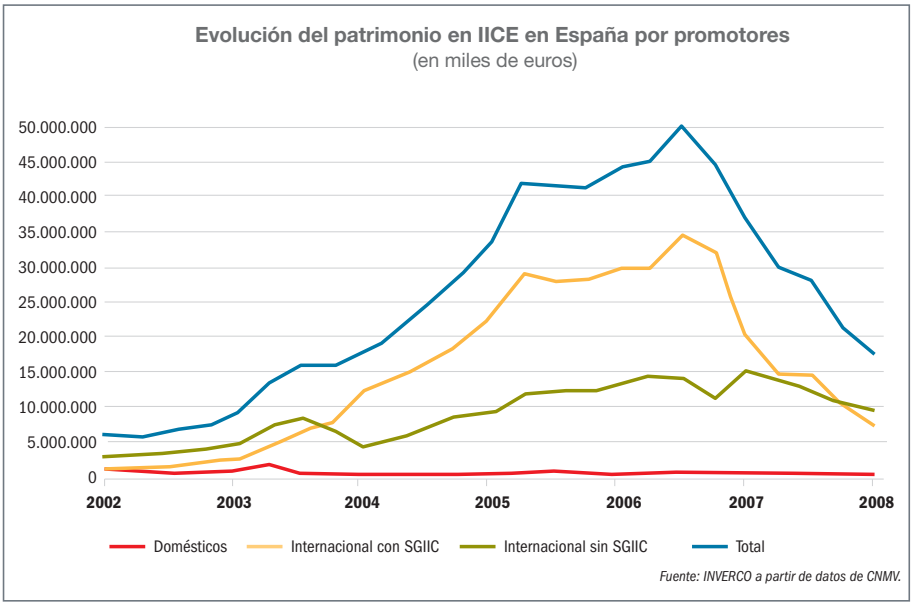
El número de inversores de las IICE aumentó entre 2000 y 2008 desde los 204.000 hasta los 587.000, llegando a alcanzar en 2007 los 851.000 y, a diferencia de lo que sucede con las IIC nacionales, se concentran en sociedades (80%) y no tanto en fondos, donde sólo suponen un 20% del total (frente a la proporción 6%-94% en las IIC españolas). Y es que la sociedad de inversión es una figura más popular y utilizada fuera de España. En nuestro país existen criterios bastante diferenciados a la hora de constituir un fondo frente a una sociedad, siendo la gran mayoría de las sociedades vehículos de inversión de banca privada y de grandes patrimonios, sin que representen un porcentaje significativo de las mismas los que están dirigidas al público minorista.

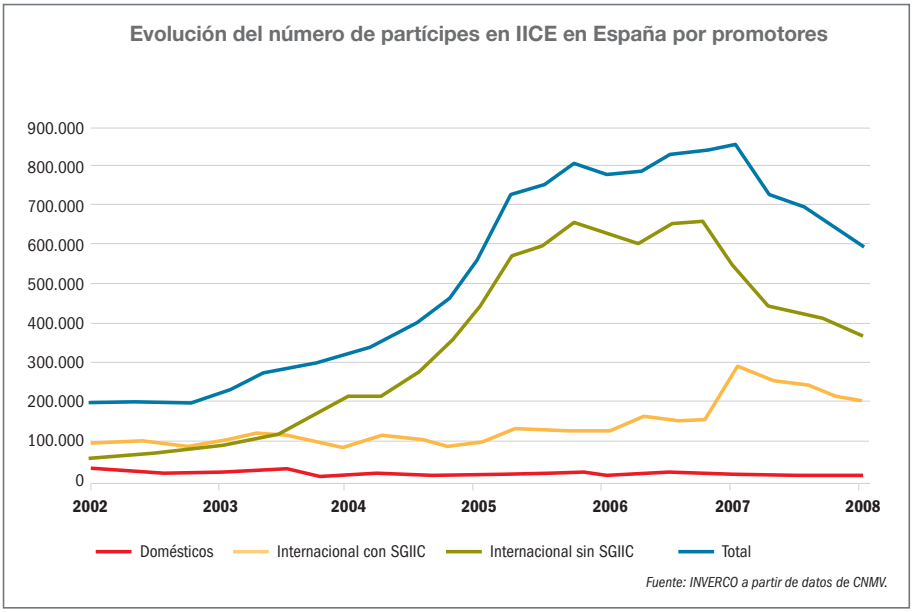
Esta es una diferencia relevante con respecto a las IICE, ya que las sociedades gestoras extranjeras comercializan por igual tanto fondos (representan un 55%) como sociedades (el 45% restante). De hecho, dada la facilidad existente, sobre todo en Luxemburgo e Irlanda, para el lanzamiento de compartimentos y clases dentro de los fondos y sociedades de inversión, éstas últimas son usadas con mayor frecuencia entre inversores internacionales e institucionales. Ahora bien, y de forma coherente con lo que se observa en el número de inversores, el patrimonio se concentra en sociedades (81%) y no tanto en fondos (19%).

Por último, podemos distinguir por el origen y presencia en España de las entidades promotoras de las IICE. INVERCO las distingue por tres tipos de promotores:

1. Domésticos: entidades españolas con IICE lanzadas y supervisadas en un país europeo y con las IIC registradas para su comercialización en España.
2. Internacional con SGIIC: son entidades internacionales que disponen de una SGIIC domiciliada en nuestro país.
3. Internacional sin SGIIC: son entidades internacionales que no disponen de una SGIIC domiciliada y solamente registran las IICE en nuestro país para comercializarlas activamente.

Como puede observarse en los gráficos adjuntos, gran parte de la cuota, tanto en volumen de inversión como en inversores que invierten en las IICE, pertenecen a entidades promotoras internacionales sin SGIIC en España y que comercializan bajo normativa UCITS armonizadas y pasaporte único comunitario para las gestoras.





También destacar que el descenso más acusado en la crisis financiera *subprime,* sobre todo en volumen de inversión, se ha correspondido con este tipo de promotores, según los datos obtenidos en la CNMV (si bien, al no disponer de los datos de 2009, el análisis debe ser parcial desde una perspectiva temporal, entendemos que es ilustrativo del ajuste sufrido por las IICE en España).

Comparativa de las IICE y de las IIC nacionales. Grado de penetración

Como ya hemos señalado, la importancia relativa del volumen de patrimonio y de inversores de las IICE respecto al total de IIC nacionales creció de forma importante en la década pasada. Si en 2000 apenas representaba un 3,0% del total, en 2006, en pleno auge de la arquitectura abierta, llegaron a contar con una cuota del 12,5%. La crisis financiera se ha cebado con intensidad sobre las IICE, de tal forma que han sufrido una clara pérdida de cuota (hasta el 8,1% en 2008 si tenemos en cuenta el patrimonio) que, no obstante, habrían recuperado en 2009 (hasta el 13,5%, según datos de INVERCO), gracias a la mejora de los mercados financieros y especialmente alguna tipología de activo menos "común" en las IIC nacionales como la renta fija high yield, la renta fija convertibles o los bonos corporativos de elevada duración.

COMPARATIVA Y EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO GESTIONADO EN IIC NACIONALES Y EXTRANJERAS (EN MILES DE EUR)

	NACIONALES	IICE	TOTAL	IICE / TOTAL
2002	193.635	6.538	200.173	3,3%
2003	232.815	9.159	241.974	3,8%
2004	259.330	17.786	277.116	6,4%
2005	288.953	33.615	322.568	10,4%
2006	309.156	44.103	353.259	12,5%
2007	287.521	37.093	324.614	11,4%
2008	206.307	18.181	224.488	8,1%
2009	162.566	25.434	188.000	13,5%

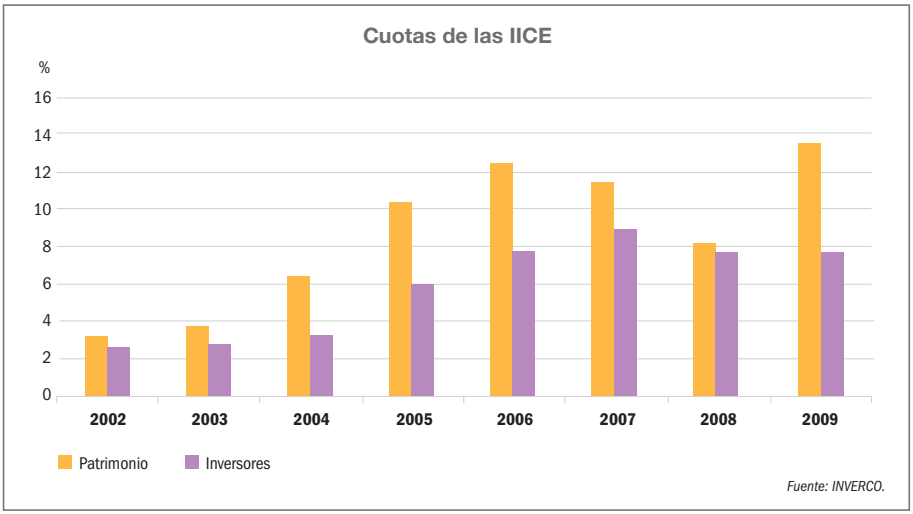
Fuente: CNMV e INVERCO.

Sin embargo, el impacto de la crisis no ha sido tan notable en el número de inversores, que después de mostrar un fuerte crecimiento hasta 2006, y a pesar de la caída de 2008, ha aumentado su cuota respecto a las IIC nacionales, y así, suponen casi un 8% del total, con 587.000.

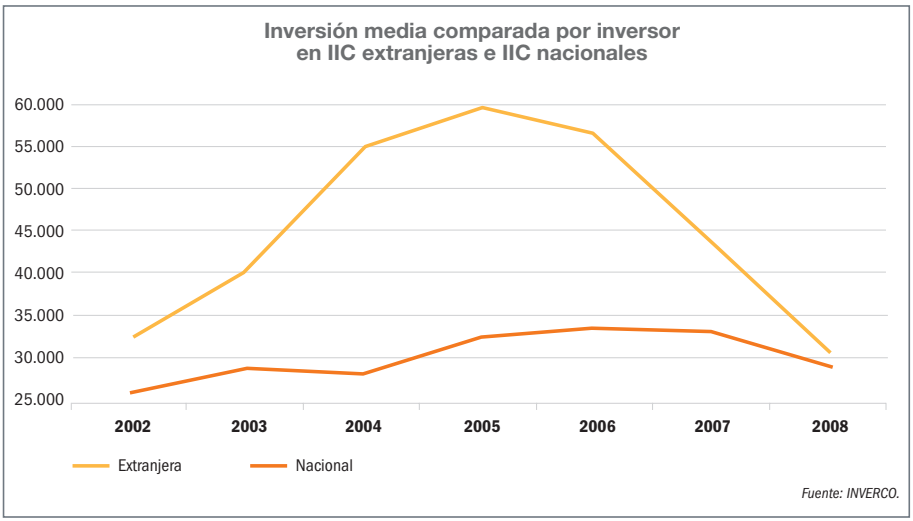
COMPARATIVA Y EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INVERSORES EN IIC NACIONALES Y EXTRANJERAS (EN MILES)

	NACIONALES	EXTRANJERAS	TOTAL	RATIO
2002	7.428	201	7.629	2,6%
2003	7.985	225	8.210	2,7%
2004	9.240	322	9.562	3,4%
2005	8.859	561	9.420	6,0%
2006	9.199	779	9.978	7,8%
2007	8.639	851	9.490	9,0%
2008	7.105	587	7.692	7,6%

Fuente: CNMV e INVERCO.



Por último, destaca que la inversión media en una IICE sea superior a lo invertido en una IIC nacional (aunque la diferencia se haya cerrado en 2008). La principal razón para que esto ocurra (o haya ocurrido), pero, al mismo tiempo, para que se vaya reduciendo en el futuro, es el acceso minorista a las IICE. Históricamente la inversión en este tipo de vehículos estaba reservada al inversor institucional y a grandes patrimonios con la consiguiente inversión media muy superior. La arquitectura abierta y la entrada de nuevos comercializadores, junto con el desarrollo de la banca personal y privada y el mayor conocimiento y cultura financiera, han revertido esta proporción hacia niveles más razonables.



La comercialización de IICE en España

Prácticamente todas las IICE registradas en España son UCITS o IIC armonizadas, estando la mayoría domiciliadas en Luxemburgo, Francia e Irlanda. Aunque Luxemburgo es el país que más IICE tiene registradas, a partir del año 2007 destaca el importante aumento de las IIC de origen francés (denominadas FCP). Cabe destacar entre ellas el predominio de los fondos cotizados (ETF) domiciliados en Francia que cotizan en la bolsa española y que principalmente son emitidos por Lyxor (ver capítulo anterior).

DISTRIBUCIÓN POR NÚMERO DE ENTIDADES Y POR PAÍSES DE ORIGEN DE LAS IICE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Luxemburgo	118	146	158	165	164	161	189	230	274
Francia	33	13	19	21	25	35	83	122	161
Irlanda	9	20	28	32	34	47	46	52	63
Reino Unido	3	3	4	4	3	5	6	12	14
Alemania	5	9	9	10	11	11	12	15	16
Bélgica	2	0	0	0	0	0	1	3	5
Austria	0	0	0	0	0	0	1	5	28
Malta	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Holanda	0	0	1	1	1	1	1	1	1
Total	170	191	219	233	238	260	339	440	563

Fuente: CNMV.

La clave, entre otras, para el desarrollo de las IICE lo encontramos, como señalábamos antes, en las plataformas de distribución y comercialización de fondos. Éstas ofrecen un servicio integral que proporciona al inversor servicios de administración, asesoramiento e información especializada en IIC. El funcionamiento y principal valor que aportan estas plataformas es que firman contratos con las mayores gestoras del mundo para comercializar sus acciones y participaciones. Esto hace que el inversor consiga mejores condiciones de contratación a través de ellas que si acudiera al mercado de forma individual (ver Guindo, 2009[1]).

1 Guindo Guindo, Mª Lourdes. "La comercialización de las IIC extranjeras en España". Boletín Trimestral de la CNMV II/2009.

LAS 10 PRINCIPALES COMERCIALIZADORES DE IICE EN ESPAÑA

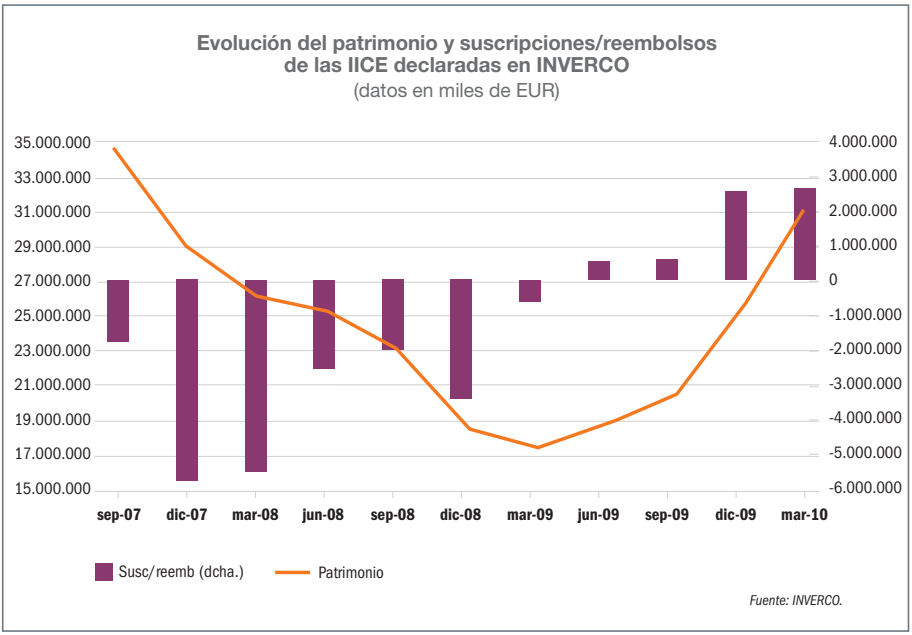
CUOTA SOBRE EL TOTAL %	2006	2007	2008
Banco Banif	7,5	8,3	7,2
Allfunds Bank*	19,9	13,3	6,5
JP Morgan	–	–	6,2
Deutsche Bank	5,9	6,3	5,8
Sarasin AV	–	–	5,5
Crédit Suisse	3,2	3,3	5,3
UBS	3,9	4,3	4,5
BBVA	9,7	7,6	4,2
Morgan Stanley	3,9	3,5	4,0
Banesto	2,8	3,3	3,5
BNP Paribas España	7,8	5,6	3,4
Popular Banca Privada	3,7	3,4	3,2
Total Top 10	**68,3**	**58,9**	**52,6**

** Muchas comercializadoras utilizan la plataforma de Allfunds Bank.*
Fuente: CNMV.

Impacto de la crisis financiera en las IICE

Como hemos comentado en páginas anteriores, a raíz de la crisis financiera *subprime,* la industria de inversión colectiva en España sufrió con intensidad los avatares del mercado, además de la competencia de los depósitos bancarios. Si la caída acumulada en patrimonio bajo gestión ha sido inferior al 40% (ver capítulo anterior), en las IICE nos encontramos con una caída aún mayor: un 60%. Este efecto puede explicarse por el mayor perfil de riesgo en la composición de las categorías y carteras de inversión de las IICE respecto a las naciones. Normalmente el ahorrador español opta por las IICE para diversificar la cartera con inversiones globales e internacionales y activos algo más arriesgados.

Si analizamos los flujos de suscripción y reembolso de IICE frente a las nacionales, observamos cómo los últimos tres trimestres del año 2009 las IICE ya han comenzado con la recuperación de su patrimonio invertido, en línea con otros países vecinos del entorno europeo. Las IIC nacionales están tardando más tiempo en recuperar la senda del crecimiento de las entradas netas de patrimonio, debido en gran parte y una vez más, a las estrategias de reintermediación bancaria dado el proceso de consolidación y fortalecimiento de ratios de liquidez y de recursos propios de la mayoría de entidades financieras.



Conclusiones

A mediados de 2011 la nueva Directiva UCITS IV introducirá un pasaporte único para comercializar fondos en toda la UE. El concepto de "nacional" en una IIC quedará relegado, por tanto, a un segundo plano, destacando en mayor medida otras características como las comisiones, las rentabilidades históricas, el equipo de gestión y análisis, la comercialización, etc. Hasta entonces, es una realidad, al menos en España, la diferencia entre IIC nacionales e IICE, como se ha puesto de manifiesto en la crisis financiera, en las que éstas han sufrido más que las primeras. El predominio de sociedades frente a fondos en las IICE es otro aspecto diferencial que debería tenerse en cuenta en la industria de gestión en España para afrontar el importante reto competitivo que supone UCITS IV, en el que no se debería producir una competencia entre países (por más que las diferencias fiscales entre ellos persistan), sino entre gestoras e IIC.

Capítulo 12

IMPACTO EN LAS SOCIEDADES GESTORAS DE IIC

Introducción

En los capítulos anteriores se ha expuesto el impacto que la crisis financiera ha tenido en España en el patrimonio bajo gestión, en la rentabilidad de las IIC, en su número, etc. El balance, como es lógico, ha sido negativo, lo que sugiere un efecto también negativo sobre las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) y la rentabilidad de su negocio, especialmente en 2009, ejercicio en el que algunas de las 122 censadas han registrado pérdidas.

Análisis de gestoras: mercado muy fragmentado pero concentrado en las de mayor tamaño

El mercado de fondos de inversión en España está formado por 122 SGIIC (108 operativas) a finales de 2009, una cifra que podemos considerar elevada, sobre todo si tenemos en cuenta que son ocho más que en 2006 y que el 70,3% del total del patrimonio se concentra en las diez primeras, mientras que el 83,5% lo hace en las veinte primeras.

Aunque la crisis financiera ha reducido el patrimonio gestionado por todas y cada una de las diez gestoras más grandes, se ha producido en una proporción similar al del conjunto del sector, como pone de manifiesto que su cuota (70,3% a finales de 2009) se mantenga prácticamente en los mismos niveles que antes del inicio de la crisis (en mayo de 2007 era del 71,8%). Este comentario no debe ocultar, sin embargo, variaciones dentro de ese *top-10,* donde destaca la pérdida de representatividad del Banco Santander (Santander Asset Management) a favor de BBVA (BBVA Gestión), así como el aumento de cuota de La Caixa (Invercaixa Gestión) en detrimento de Ahorro Corporación Gestión.

NÚMERO, GESTORAS Y DEPOSITARIAS DE IIC REGISTRADAS EN LA CNMV

	2006	2007	2008	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Total IIC de carácter financiero	**6.027**	**6.316**	**6.372**	**6.294**	**6.168**	**6.050**	**5.822**
Fondos de inversión	2.862	2.965	2.952	2.898	2.808	2.705	2.584
Sociedades de inversión	3.158	3.299	3.356	3.330	3.294	3.278	3.173
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	40	40	40	38
IIC de inversión libre	5	21	24	26	26	27	27
Total IIC inmobiliarias	**17**	**18**	**18**	**18**	**17**	**16**	**16**
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	9	9	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	**339**	**440**	**563**	**566**	**555**	**577**	**577**
Fondos extranjeros comercializados en España	162	225	312	313	309	327	321
Sociedades extranjeras comercializadas en España	177	215	251	253	246	250	256
SGIIC	114	120	120	120	120	121	122
Depositarias IIC	132	126	125	125	125	124	124

Fuente: CNMV.

También es relevante la ganancia de cuota de las gestoras que podemos denominar medianas, ya que aumenta desde el 10,5% de mayo de 2007 hasta el 13,2%. Una menor pérdida de patrimonio (con la excepción de Bestinver, por su oferta más orientada hacia la renta variable) junto con el aumento en el caso de Mutuactivos (sube 513 millones de EUR, hasta 2.741), explican esta ganancia de importancia relativa, que por otro lado se ha intensificado en 2009 (obsérvese en la tabla adjunta cómo prácticamente todas ellas aumentan activos bajo gestión). Este fenómeno es suficiente como para que el negocio de la gestión haya incrementado su concentración en España como respuesta a la crisis financiera.

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y CUOTA POR SGIIC EN FONDOS DE INVERSIÓN (EN MILLONES DE EUR)

ENTIDAD GESTORA	PATRIMONIO			VARIACIÓN				CUOTA (% TOTAL)		
	MAY-07	DIC-08	DIC-09	ABS. MAY-07 /DIC-09	%MAY-07 /DIC-09	ABS. DIC-08 /DIC-09	% DIC-08 /DIC-09	MAY-07	DIC-08	DIC-09
BBVA GESTION	43.314	33.084	31.354	-11.961	-27,6	-1.730	-5,2	16,6	19,7	19,3
SANTANDER ASSET MGT.	60.742	32.915	28.161	-32.581	-53,6	-4.754	-14,4	23,3	19,6	17,3
INVERCAIXA GESTION	14.582	11.587	13.805	-777	-5,3	2.218	19,1	5,6	6,9	8,5
GESMADRID	11.226	8.074	7.467	-3.759	-33,5	-607	-7,5	4,3	4,8	4,6
AHORRO CORP. GESTION	13.808	9.052	7.060	-6.748	-48,9	-1.993	-22,0	5,3	5,4	4,3
POPULAR GESTION	10.888	7.188	6.765	-4.123	-37,9	-422	-5,9	4,2	4,3	4,2
BANSABADELL INVERSION	10.451	5.845	5.610	-4.842	-46,3	-235	-4,0	4,0	3,5	3,5
BANKINTER Gº ACTIVOS	9.239	5.463	5.217	-4.022	-43,5	-246	-4,5	3,5	3,3	3,2
IBERCAJA GESTION	6.298	4.135	4.955	-1.342	-21,3	820	19,8	2,4	2,5	3,0
BARCLAYS WEALTH MANAG.	6.994	4.809	3.946	-3.048	-43,6	-863	-18,0	2,7	2,9	2,4
TOP 10	187.542	122.152	114.340	-73.203	-39,0	-7.812	-6,4	71,8	72,9	70,3
CAIXA CATALUNYA GEST.	3.721	2.771	2.852	-869	-23,4	81	2,9	1,4	1,7	1,8
BBK GESTION	3.486	2.438	2.809	-677	-19,4	371	15,2	1,3	1,5	1,7
MUTUACTIVOS	2.227	1.928	2.741	513	23,1	812	42,1	0,9	1,2	1,7
BESTINVER GESTION	4.632	1.672	2.429	-2.203	-47,6	757	45,3	1,8	1,0	1,5
MAPFRE INVERSION DOS	2.988	1.991	2.165	-823	-27,5	174	8,8	1,1	1,2	1,3
CAJA ESPAÑA FONDOS	2.686	1.890	1.889	-797	-29,7	-1	-0,1	1,0	1,1	1,2
GESNAVARRA	1.910	1.533	1.697	-213	-11,1	164	10,7	0,7	0,9	1,0
DWS INVESTMENTS	1.914	1.744	1.672	-241	-12,6	-72	-4,1	0,7	1,0	1,0
KUTXAGEST	2.274	1.360	1.631	-643	-28,3	271	19,9	0,9	0,8	1,0
CAIXAMANRESA (INV.)	1.541	1.008	1.512	-29	-1,9	504	50,0	0,6	0,6	0,9
TOP 20	214.920	140.488	135.736	-79.184	-36,8	-4.751	-3,4	82,3	83,8	83,5
RESTO	46.142	27.167	26.830	-19.312	-41,9	-337	-1,2	17,7	16,2	16,5
TOTAL GESTORAS	**261.062**	**167.655**	**162.567**	**-98.495**	**-37,7**	**-5.088**	**-3,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Fuente: INVERCO.

En consecuencia, las gestoras que podemos denominar pequeñas han perdido cuota, hasta sumar apenas un 16,5% entre unas 80 entidades. Aunque no existe un consenso generalizado, debido a las particularidades de cada gestora, muchas de ellas se están acercando (o lo han perdido ya), al umbral de rentabilidad que supone los 500 millones de EUR bajo gestión. Un *breakeven* que, por cierto, se estaría elevando. Porque desde el lado de los ingresos es previsible que el negocio se desarrolle en un contexto en el que probablemente asistamos a rebajas de las comisiones de gestión en los fondos más defensivos (ante los reducidos niveles de rentabilidades de los activos financieros en los que invierten). Además, la Directiva UCITS IV va a generar un aumento de la competencia entre fondos, mientras que el mayor endurecimiento normativo y regulatorio supondrán un aumento de los costes.

En definitiva, el futuro entorno competitivo puede hacer difícil la supervivencia de aquellas gestoras pequeñas sin producto diferenciado (al menos, desde un criterio de rentabilidad económica; no entramos a valorar otras razones comerciales o estratégicas). Sólo podrían tener continuidad aquellas pequeñas con un producto "estrella" que bien podría ser, por ejemplo, un fondo global o uno de renta variable muy alejado de los benchmark (historias de éxito ya observadas en años anteriores).

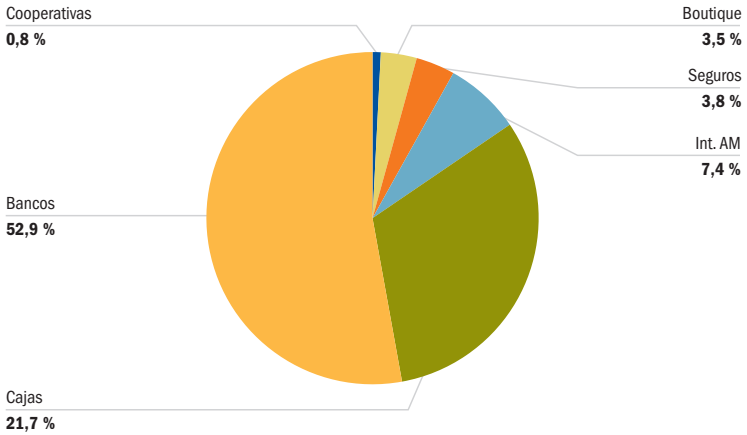
Regresando al estudio de la distribución por SGIIC, además de segmentar por tamaño se puede realizar el análisis a partir de la pertenencia a un determinado sector. Así, la elevada bancarización de la economía española provoca que bancos y cajas sean los grandes gestores de fondos de inversión (con una cuota del 86%). El formato "boutique" es todavía marginal (3,5%) y posiblemente seguirá siéndolo hasta que se vuelva a expandir el sector, momento en el que, si se cumplen algunas de las condiciones señaladas anteriormente, podrían ganar cuota. En lo que sí existe consenso es en esperar un progresivo aumento de las gestoras internacionales (INT. AM) hasta recuperar, al menos, la cuota alcanzada en 2006. El otro grupo de gestoras son las pertenecientes a compañías de seguros que tienen su nicho establecido en este mercado, pero que no terminan de aprovechar las economías de escala en gestión pero, sobre todo, en comercialización (si exceptuamos a Mutuactivos y, en menor medida, a Mapfre).

DISTRIBUCIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN POR SGIIC

	PATRIMONIO (EN EUR)		CUOTA (%)		VARIACIÓN (%)	
	DIC-09	MAY-07	DIC-09	MAY-07	PATRIMONIO	CUOTA
BANCOS	86.013.559	142.225.836	52,9	54,5	-39,5	-1,6
CAJAS	51.473.050	78.095.490	31,7	29,9	-34,1	1,8
INT. AM	12.009.871	20.471.579	7,4	7,8	-41,3	-0,5
SEGUROS	6.106.864	7.437.445	3,8	2,8	-17,9	0,9
BOUTIQUE	5.642.999	10.208.318	3,5	3,9	-44,7	-0,4
COOPERATIVAS	1.308.216	2.637.665	0,8	1,0	-50,4	-0,2
TOTAL	**162.554.559**	**261.076.332**	**100**	**100**	**-37,7**	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Distribución de fondos de inversión por SGIIC
(a 31 de diciembre de 2009)

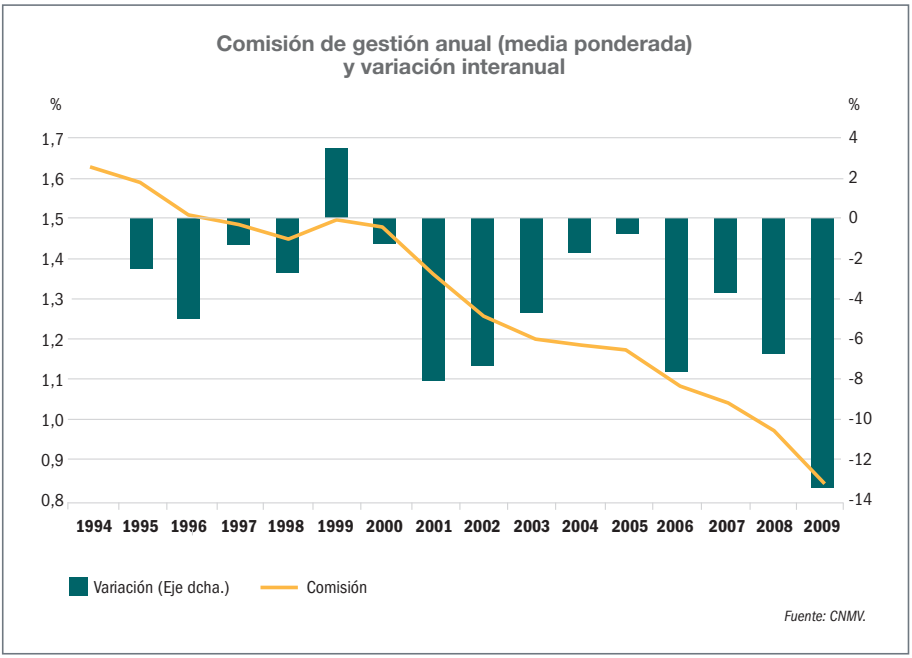


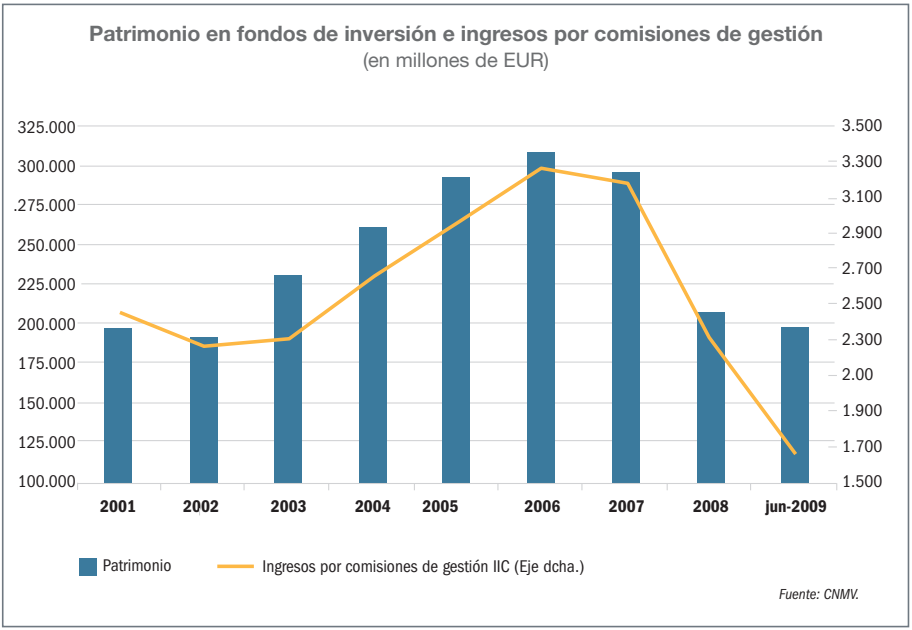
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Análisis de la rentabilidad del negocio

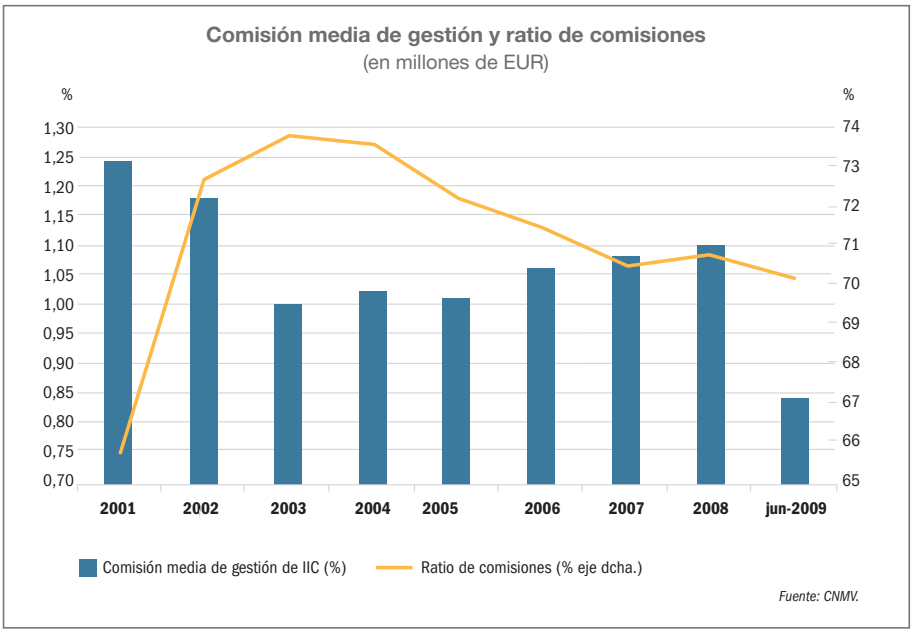
La consecuencia más inmediata de la caída del patrimonio gestionado ha sido un descenso en los ingresos percibidos por la gestión, que ha dado lugar a una caída sustancial en el beneficio agregado de las SGIIC. Éste se ha visto presionado, además, por la tendencia a la rebaja de la comisión de gestión media de los últimos 15 años, situándose prácticamente en la mitad: desde el 1,65% de 1994 hasta al 0,84% de 1999 (a junio).

Un tercer factor explica la menor comisión media ponderada. Como se comenta en el capítulo 10, la crisis financiera ha provocado que la composición de la cartera de los inversores en fondos sea más conservadora, lo que implica estar orientada a categorías de IIC más baratas (con una menor comisión de gestión). Como consecuencia de estos tres factores (menor patrimonio, comisiones más reducidas y mayor sesgo hacia fondos defensivos) los ingresos totales por comisiones han caído desde los 3.300 millones de EUR en 2006 a poco más de 1.703 millones de EUR en 2009.


Comisión de gestión anual (media ponderada)
y variación interanual
%
%
1,7
1,6
1,5
1,4
1,3
1,2
1,1
1,0
0,9
0,8
4
2
0
-2
-4
-6
-8
-10
-12
-14
1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009
Variación (Eje dcha.)
Comisión
Fuente: CNMV.


Patrimonio en fondos de inversión e ingresos por comisiones de gestión
(en millones de EUR)
325.000
300.000
.275.000
250.000
225.000
200.000
175.000
150.000
125.000
100.000
3.500
3.300
3.100
2.900
2.700
2.500
2.300
2.00
1.900
1.700
1.500
2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 jun-2009
Patrimonio
Ingresos por comisiones de gestión IIC (Eje dcha.)
Fuente: CNMV.

Y dentro de las predominantes redes bancarias, también se observa cómo la retribución media de sus comercializadores, medido por el ratio de comisiones que distribuyen las SGIIC, ha disminuido en los últimos años, si bien lo ha hecho de forma menos que proporcional.



El cuadro comparativo de todas las partidas anteriormente comentadas (patrimonio, ingresos, comisión media y ratio de comisiones), es el fiel reflejo del impacto de la crisis sobre el sector. Y el beneficio es su cuantificación. Así el resultado antes de impuestos agregado del sector en 2009 alcanzó los 243,1 millones de EUR, aproximadamente la mitad de lo que obtuvieron en el conjunto de 2008 y un tercio de lo alcanzado en su año record, 2007.

SGIIC: PATRIMONIO GESTIONADO, INGRESOS POR GESTIÓN Y RATIO DE COMISIONES (EN MILLONES DE EUR Y EN %)

AÑO	PATRIMONIO	INGRESOS POR COMISIONES DE GESTIÓN DE IIC	COMISIÓN MEDIA DE GESTIÓN DE IIC (%)	RATIO DE COMISIONES* (%)*
2001	198.115	2.465	1,24	66
2002	192.099	2.259	1,18	73
2003	231.458	2.304	1,00	74
2004	262.132	2.670	1,02	74
2005	293.973	2.976	1,01	72
2006	308.476	3.281	1,06	72
2007	295.922	3.194	1,08	71
2008	209.020	2.302	1,10	71
2009	207.999	1.703	0,82	69

Fuente: CNMV, en millones de euros

(*) Relación entre las comisiones de comercialización y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

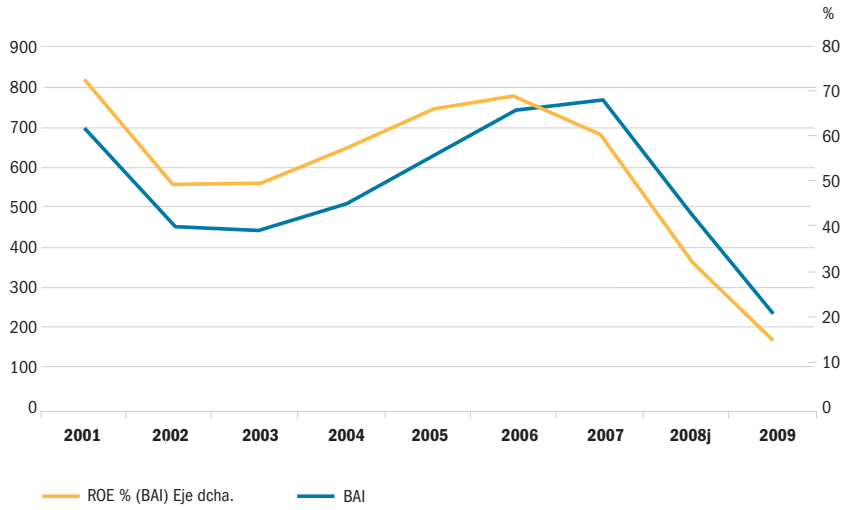
SGIIC: RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS Y ROE. EN MILLONES DE EUR Y EN %

AÑO	RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	ROE ANTES DE IMPUESTOS (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	503,5	34,0
2009	243,1	15,4

Fuente: CNMV

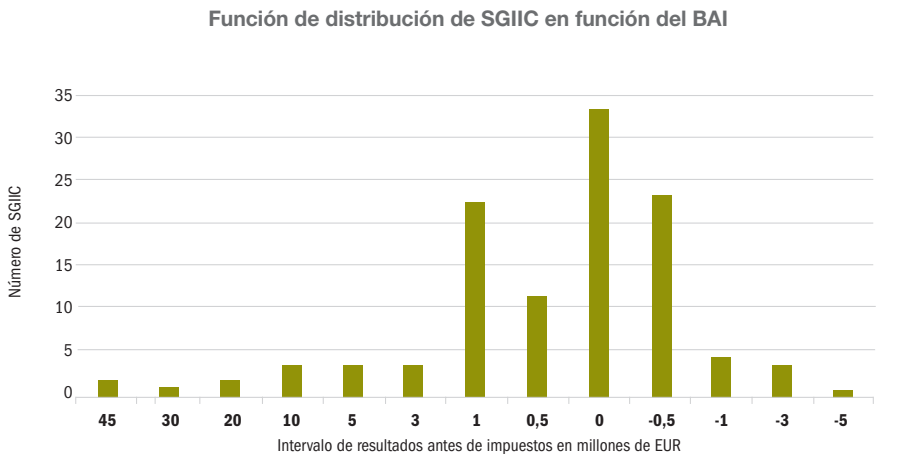
En consecuencia, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) cayó desde el 34% de 2008 hasta el 15,4% en el 2009, manteniéndose los fondos propios estables en este periodo, tras el significativo aumento de 2008.

Beneficio antes de impuestos (BAI) y ROE de las SGIIC españolas.
En millones de EUR y en %



Fuente: CNMV.

En este contexto, no extraña que el número de SGIIC en pérdidas haya crecido desde 34 a finales de 2008 hasta 39 (de un total de 122 SGIIC). El gráfico adjunto muestra cómo existe un elevado grado de concentración de gestoras por debajo de 3 millones de EUR de beneficio, y que sólo 17 superan dicha cifra. Dadas las perspectivas existentes para la evolución del patrimonio bajo gestión en el corto plazo (con expectativas de mantenimiento o de ligero aumento en los próximos 2 años), podría esperarse que el número de SGIIC en pérdidas se mantenga en los niveles actuales, consolidando el exceso de capacidad en el sector. Tal circunstancia, unida a la reestructuración en el mapa de entidades de crédito (en cuyos grupos se integran casi la mitad de las gestoras) y a la eventual utilización del pasaporte comunitario a la actividad de gestión de IIC por parte de los grupos extranjeros con presencia en España, provocan que el escenario más probable sea el de un notable proceso de reestructuración del sector de SGIIC en los próximos años.



Fuente: INVERCO.

Retos para el futuro

Existe consenso a la hora de anticipar que las tendencias regulatorias y las mayores exigencias de supervisión aumentarán la presión sobre el control de las IIC, generando mayores costes en las unidades de administración y control de riesgos, cumplimiento normativo y unidad de control interno de las SGIIC.

Es previsible que persista la tendencia de los últimos años hacia mayores niveles de información, así como el reforzamiento de las medidas para fomentar la transparencia y evitar conflictos de interés. Asimismo, es de esperar un mayor rigor en la aplicación de la MiFID por parte de las autoridades a través de diversos desarrollos reglamentarios por parte de la Comisión Europea a propuesta del futuro regulador comunitario CESR. Las tendencias apuntan hacia:

- Una mayor exigencia y precisión en la identificación, medición y control de los riesgos en los activos invertidos por parte de las IIC: plazos y calificaciones crediticias (ratings) de la inversión, liquidez de cada instrumento y del conjunto de la cartera
- Profundización en los requisitos y necesidades de justificación en los procesos de valoración de los activos en cartera a “precios de mercado”
- Mayor vigilancia y necesidad de justificación de las condiciones en las que se realizan las transacciones
- Mayor atención a la separación entre las actividades de gestión e intermediación, tanto para evitar posibles conflictos de interés como para

reducir el riesgo global de la entidad ante movimientos de los mercados que afecten a más de un área de negocio de forma simultánea.

Ya desde el año 2008 se han aprobado un gran número de circulares y cambios reglamentarios provocando un aumento de los costes internos y desviación de recursos fuera del prioritario objetivo, desde un punto de vista estrictamente empresarial, de centrarse en la recuperación de ingresos e implementación de estrategias orientadas hacia una implantación de estrategias y planes financieros de recuperación de las rentabilidades previas a la crisis financiera.

Especialmente relevante es la reciente aprobación de la Circular de control interno de las SGIIC, para comenzar a adaptarse al inminente desarrollo de UCITS IV, de homogeneización del pasaporte comunitario para estas sociedades. Dicha Circular afecta fundamentalmente a aspectos organizativos, fortalecimiento de la separación de funciones y nuevos requerimientos de control y riesgos por parte de la CNMV.

Ante un entorno de disminución del patrimonio gestionado en IIC y el mantenimiento de la tendencia al crecimiento de gastos fijos por los requerimientos de reguladores y supervisores, sería necesario analizar las siguientes alternativas:

- Compartir estructuras de administración, valoración, control de riesgos, etc., con otras SGIIC mediante procesos de integración o prestación de servicios externos, en busca de eficiencia operativa y administrativa en los recursos y generando economías de escala sobre las mismas.
- Integración operativa con otras ramas de gestión de activos para diluir los costes fijos de la actividad. Puede ser interesante que la SGIIC revise la relación de actividades complementándola con otras sinergias o alianzas en gestión en el ámbito de otros competidores o actividades compatibles (pensiones, seguros, etc).
- Por último y como posibles estrategias:
  - Fusión entre gestoras pequeñas independientes que podrían dar fruto a gestoras especializadas y de “nicho”.
  - Fusión entre gestoras medianas derivada de la fusión de sus respectivas entidades financieras dentro del marco de reordenación bancario en el que estamos inmersos.
  - Venta a un grupo internacional especializado en la gestión de activos, de gestoras grandes con capacidad de distribución y redes comerciales establecidas y en funcionamiento.

Conclusiones

Como no podía ser de otra forma, la caída del 40% en el patrimonio bajo gestión en fondos de inversión desde 2007 ha impactado sobre los beneficios de las SGIIC. Pero el entorno competitivo y el sesgo más defensivo de la cartera media han sumado también para que hayamos asistido a una reducción de los ingresos que, en un contexto de mayores costes, ha provocado que en España, en 2009, 39 de 122 SGIIC incurrieran en pérdidas. Las perspectivas para los dos o tres próximos años no son especialmente positivas, por cuanto la recuperación del patrimonio bajo gestión será gradual, pero el aumento de costes es imparable y la competencia de SGIIC extranjeras se intensificará. Es previsible, por tanto, que asistamos a un proceso de concentración en el sector en España que estará dirigido en última instancia por el propio de las "matrices" de un buen número de SGIIC, el de las cajas de ahorro.

Capítulo 13

PESO ECONÓMICO DEL SECTOR DE LAS IIC Y FONDOS DE PENSIONES

Introducción

A lo largo de los capítulos anteriores se ha evidenciado la importancia de las IIC (pero también de los fondos de pensiones, FP), a la hora de canalizar el ahorro financiero, y para contribuir al desarrollo de la economía española. Es tiempo ahora de estimar el peso económico del sector de las IIC y FP a través de la medición del valor añadido bruto (VAB) y del empleo generado por el sector tanto de forma directa como a través de las compras que el sector realiza a otros sectores. Este ejercicio es relevante para darnos cuenta de la importancia de las IIC y de los FP, a la vez que cuantificar los retornos fiscales generados por la actividad del sector.

Peso económico y efectos sobre el VAB y el empleo generados por el sector

El análisis del VAB y del empleo generado por el sector de las IIC y FP -tanto de manera directa a través de su actividad como indirectamente a través de las compras que hace a otros sectores- ofrece una información relevante a la hora de determinar el peso económico y la contribución del sector a la riqueza nacional.

La actividad de las IIC y FP se encuentra integrada dentro de la rama de actividad de Intermediación financiera y, en concreto, está representada en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-2009) por las actividades 643-Inversión colectiva, fondos y entidades financieras similares, 653-Fondos de pensiones y 663-Actividades de gestión de fondos. La Contabilidad Nacional de España, fuente utilizada para estimar el VAB y el empleo, sólo ofrece información sobre el conjunto de actividades de Intermediación financiera, que en el año 2008 (último año disponible) generaron un total de 53.400 millones de euros de VAB y 418.900 empleos, lo que representa el 5,4% del VAB y el 1,9% del empleo de la economía española en ese año.

Sin embargo, es posible aproximar la actividad de las IIC y FP a partir de los datos de Afiliación a la Seguridad Social para los que se dispone de información desagregada por ramas de actividad a cinco dígitos de la CNAE de trabajadores y centros de trabajo. Según los últimos datos disponibles a diciembre de 2008 el

sector empleaba aproximadamente a 4.000 trabajadores en un total de 200 centros de trabajo. Por lo que respecta a los ingresos generados por su actividad, según la información facilitada por INVERCO, ascenderían en 2007 a 4.000 millones de euros, de los cuales en torno a 3.150 millones de euros corresponden a compras intermedias al resto de sectores, principalmente al propio sector financiero, que absorbe en torno al 94% de las compras intermedias totales. Dichas compras corresponden en su mayoría a pagos a las comercializadoras, unos pagos que ascenderían a unos 2.800 millones de euros, aproximadamente.

Además del sector financiero, en su estructura de compras destacan otras ramas de actividad como servicios a empresas, actividades inmobiliarias, correos y telecomunicaciones, construcción o actividades informáticas. Un rasgo que caracteriza al sector es el elevado peso en su estructura de compras intermedias de las compras interiores, es decir, compras realizadas dentro de España, lo que incrementa los efectos indirectos del sector ya que al no recurrir a importaciones el valor de su producción y empleo es mayor.

ESTRUCTURA DE COMPRAS INTERMEDIAS DEL SECTOR DE LAS IIC Y FP EN 2007

RAMAS DE ACTIVIDAD	CONSUMOS INTERMEDIOS (MILLONES EUR)	CONSUMOS INTERMEDIOS INTERIORES (MILLONES EUR)	PESO CI (% SB PRODUCCIÓN TOTAL)
Intermediación financiera y act. auxiliares	2.957,0	2.927,4	93,9
Otras actividades empresariales	63,9	54,9	2,0
Actividades inmobiliarias	27,0	27,0	0,9
Correos y telecomunicaciones	22,6	22,6	0,7
Construcción	12,8	12,8	0,4
Actividades informáticas	9,3	9,3	0,3
Edición y artes gráficas	8,4	8,2	0,3
Producción y distribución de energía eléctrica	6,4	6,4	0,2
Alojamiento	6,4	5,6	0,2
Transporte aéreo y espacial	6,4	2,8	0,2
Industria del papel	3,9	3,9	0,1
Coquerías, refino y combustibles nucleares	2,2	1,4	0,1
Actividades asociativas de mercado	2,1	2,1	0,1
Venta y reparación de vehículos de motor	2,1	2,1	0,1
Restauración	2,1	2,1	0,1
Muebles y otras industrias manufactureras	1,8	1,7	0,1
Máquinas de oficina y equipos informáticos	1,4	0,5	0,0
Seguros y planes de pensiones	1,3	-0,4	0,0
Transporte terrestre y transporte por tubería	1,2	1,2	0,0
Actividades recreativas, culturales y deportivas	1,2	1,1	0,0
Comercio al por mayor e intermediarios	1,1	1,1	0,0
Sanidad y servicios sociales de mercado	0,9	0,9	0,0
Total a precios básicos	**3.147,7**	**3.099,8**	**78,7**
Valor añadido bruto a precios básicos	**825,0**		**20,6**
Producción a precios básicos	**4.000,0**		**100,0**

Fuente: Elaboración propia a partir de TIO-2005 (INE).

Para cuantificar los efectos indirectos sobre la economía española que genera el sector de las IIC y FP se utiliza la información que proporciona la Tabla Input - Output (TIO) de España del año 2005 del INE. Estos efectos se generan por los gastos en las diferentes ramas de actividad y se pueden medir en términos de VAB y empleo. Estos efectos se registran preferentemente en España, aunque una parte de la actividad económica y el empleo generados por el sector se dará también en el resto del mundo a través de las importaciones, que no son cuantificables con la metodología utilizada.

EFECTOS DIRECTOS E INDIRECTOS SOBRE VAB Y EMPLEO DEL SECTOR DE LAS IIC Y FP EN 2008

	VAB (MILLONES EUR)	EMPLEO (NÚMERO)
TOTAL EFECTOS (Directos+indirectos)	**3.640**	**31.785**
Total efectos directos	**825**	**4.000**
Total efectos indirectos	**2.815**	**27.785**
Ramas de actividad		
Intermediación financiera y act. auxiliares	2.324	19.261
Otras actividades empresariales	138	3.401
Actividades inmobiliarias	80	190
Correos y telecomunicaciones	51	502
Construcción	36	848
Actividades informáticas	32	435
Edición y artes gráficas	23	472
Producción y distribución de energía eléctrica	14	36
Actividades recreativas, culturales y deportivas	14	258
Alojamiento	12	283
Comercio al por mayor e intermediarios	10	168
Industria del papel	7	112
Actividades asociativas de mercado	6	202
Transporte terrestre y transporte por tubería	6	173
Restauración	4	83
Actividades anexas a los transportes	4	66
Muebles y otras industrias manufactureras	4	162
Fabricación de productos metálicos	4	90
Sanidad y servicios sociales de mercado	3	99
Alquiler de maquinaria y enseres domésticos	3	45
Transporte aéreo y espacial	3	37
Venta y reparación de vehículos de motor; comercio de combustible para automoción	3	81
Educación de mercado	3	79
Resto de ramas	32	702

Fuente: Elaboración propia a partir de TIO-2005 (INE).

Los resultados muestran que el sector de las IIC y FP generó en 2008 un VAB de 3.640 millones de EUR y un empleo de 31.785 efectivos. De estos importes, el 77% (2.815 millones de EUR) y el 87% (27.785 ocupados) son efectos indirectos. Los efectos indirectos en términos de VAB recaen mayoritariamente en el sector de intermediación financiera (un 82,5%), un 4,9% sobre otras actividades empresariales y un 2,8% en actividades inmobiliarias. En términos de empleo destaca, además del generado en el sector de intermediación financiera (un 69,3%), el 12,2% de otras actividades empresariales. El resto se lo reparten otras ramas de actividad. Considerando todos los efectos, el peso económico del sector en el conjunto de la economía española se sitúa en el 0,37% del VAB y el 0,15% del empleo en 2008.

Retornos fiscales del sector

Finalmente es relevante analizar la aportación que hace el sector a la economía española a través de la recaudación impositiva generada por su actividad. Dicha recaudación fiscal depende del comportamiento temporal de las bases imponibles sujetas a gravamen, que suelen estar estrechamente correlacionadas con el comportamiento del VAB. A partir de las variaciones de este último y del cálculo de tipos medios efectivos para cada uno de los impuestos en relación con éste, obtenemos las cuantías totales recaudadas. Este procedimiento puede ser utilizado para el cálculo de la cantidad recaudada por impuestos sobre la renta (IRPF, sociedades, etc.) o por impuestos sobre la producción y las importaciones. Dada la estrecha relación entre el PIB y la remuneración de asalariados, también podemos utilizar la variación del PIB para el cálculo de las cotizaciones sociales.

Como muestra el cuadro adjunto, la recaudación impositiva asociada al sector de las IIC y FP en 2008 ascendió a 305 millones de EUR, de los cuales el 39% se obtuvo a través de cotizaciones sociales, el 32% de impuestos corrientes y el resto de impuestos sobre la producción y las importaciones.

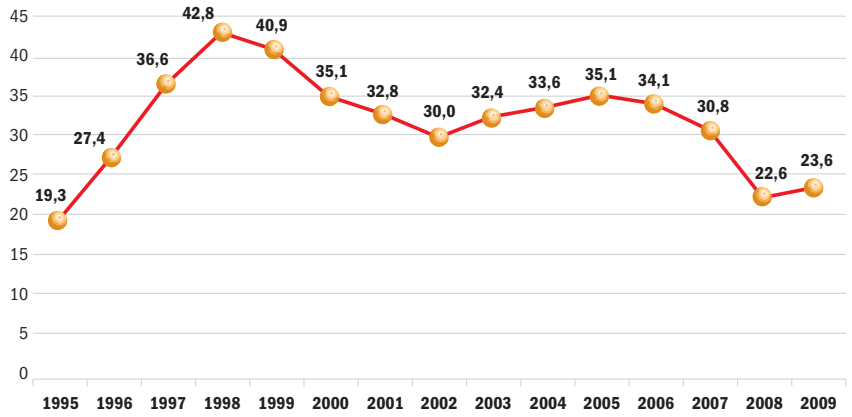
RETORNOS FISCALES DEL SECTOR DE LAS IIC Y FP EN 2008

	VALOR (MILLONES EUR)
Impuestos sobre la producción y las importaciones	89,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio,etc.	97,3
Cotizaciones sociales	118,5
Total Recaudación Impositiva	**304,9**

Fuente: Elaboracióm propia a partir de INE.

En resumen, el sector de las IIC y FP presenta unas características tangibles como su elevado nivel de productividad, mano de obra cualificada, efectos de arrastre sobre otros sectores, retornos fiscales, etc… pero también intangibles a través de la liquidez que aporta al sistema financiero, el efecto riqueza que aporta a los inversores, etc… que hacen recomendable incrementar su peso en la economía española en el futuro.

Evolución de la ratio patrimonio de las IIC y FP sobre PIB (%)
1995-2009



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco y CNE (INE).

Conclusiones

En los últimos años, la actividad del sector de las IIC y FP se ha intensificado, lo que ha contribuido a incrementar la producción del sector y su peso en la estructura productiva española. La actividad de las IIC y FP aportó un total de 825 millones de EUR y aproximadamente 4.000 puestos de trabajo en 2008, lo que supone el 0,08% del total del VAB nacional y el 1,54% del valor añadido del sector de intermediación financiera. En términos de empleo, el 0,02% de los trabajadores que se ocuparon en España en 2008 lo hicieron en el sector de las IIC y FP, porcentaje que se incrementa hasta el 0,95% si el ámbito de referencia es el sector de intermediación financiera.

Una característica del sector de las IIC y FP es su elevada productividad, que superó más del doble la productividad del conjunto de la economía española en el año 2008. Al igual que ocurre con el conjunto de la intermediación financiera, estos sectores han basado su

crecimiento en mayor medida en ganancias de productividad que en la intensificación del factor trabajo.

Además de los efectos directos generados por el propio sector, hay que tener en cuenta los efectos de arrastre sobre otros sectores a través de las compras intermedias que realiza. En su estructura de compras destaca el propio sector financiero, pero también otras ramas de actividad como servicios a empresas, actividades inmobiliarias, correos y telecomunicaciones, construcción o actividades informáticas. Si tenemos en cuenta estos efectos indirectos, el sector de las IIC y FP contribuyó a generar en 2008 un VAB de 3.640 millones de EUR y un empleo de 31.785 efectivos. De estos importes, el 77% (2.815 millones de EUR) y el 87% (27.785 ocupados) son efectos indirectos. Considerando todos los efectos, el peso económico del sector en el conjunto de la economía española se sitúa en el 0,37% del VAB y el 0,15% del empleo en 2008.

Finalmente señalar que la recaudación impositiva asociada al sector de las IIC y FP en 2008 ascendió a 305 millones de EUR, de los cuales el 39% se obtuvo a través de cotizaciones sociales, el 32% de impuestos corrientes y el resto de impuestos sobre la producción y las importaciones.

Capítulo 14

PANORÁMICA INTERNACIONAL DE LA GESTIÓN COLECTIVA

Introducción

Una de las principales características de la crisis económica y financiera reciente ha sido su globalidad. Han sido muy pocos los países que han evitado experimentar una caída de su PIB y aquellos, como algunos emergentes, que se han expandido, no se han librado de hacerlo a una mucho menor tasa (con la única excepción relevante de China y la India). Como no podía ser de otra manera, la inversión colectiva ha sufrido con intensidad en todos los países al compartir varios de los factores que explican la caída global del patrimonio bajo gestión (pérdidas en las bolsas, necesidad de captación de depósitos del sistema crediticio, casos de incorrecto asesoramiento, fraude Madoff, etc.). No obstante, las características propias de cada economía (mayor o menor severidad de la crisis financiera, nivel de ahorro y necesidades de financiación exterior, composición de la cartera de inversión media, redes de distribución y comercialización, tamaño del mercado, etc.) permiten encontrar diferencias por países en la cuantía del ajuste en el patrimonio bajo gestión. Este mismo planteamiento sirve para exponer los principales retos a los que se enfrentará la inversión colectiva: muchos son comunes a la industria, pero otros son particulares por países.

Entorno internacional

Según datos de IIFA (International Investment Funds Association) y EFAMA, a diciembre de 2009 (último dato disponible) el total del patrimonio bajo gestión a nivel mundial en IIC se eleva a 15,9 billones de EUR (a lo que habría que sumar 12,7 billones en fondos de pensiones). De esta forma, 2009 se habría saldado con un incremento del 16,9% del patrimonio, recuperando parcialmente la caída acumulada de 2007 y de 2008, que habría sido del 40% (es decir, en línea con lo observado en España, como ya se expuso en el capítulo 10).

IIC: ANÁLISIS INTERNACIONAL COMPARADO

	PATRIMONIO (MILES DE MILLONES EUR)					
	IVTR09	PESO (%)	IVTR07	VAR. ACUMULADA IVTR07/IVTR09 (%)	IVTR08	VAR. ACUMULADA IVTR08/IVTR09 (%)
Mundo	**15.884**	**100**	**17.208**	**-7,7**	**13.593**	**16,9**
EEUU	7.719	48,6	8.165	-5,5	6.898	11,9
Europa	**5.237**	**33,0**	**6.069**	**-13,7**	**4.477**	**17,0**
Luxemburgo	1.592	10,0	1.824	-12,7	1.337	19,1
Francia	1.254	7,9	1.352	-7,2	1.143	9,7
Australia	832	5,2	810	2,7	604	37,7
Irlanda	597	3,8	646	-7,6	518	15,3
Brasil	544	3,4	474	14,8	344	58,1
R. Unido	506	3,2	645	-21,6	396	27,8
Japón	458	2,9	485	-5,6	413	10,9
Canadá	392	2,5	418	-6,2	298	31,5
Alemania	220	1,4	266	-17,3	185	18,9
Italia	194	1,2	285	-31,9	189	2,6
España	187	1,2	269	-30,5	195	-4,1
África	**74**	**0,5**	**64**	**15,6**	**49**	**51,0**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO, IIFA y EFAMA.

Si al patrimonio bajo gestión en IIC le sumamos el de fondos de pensiones (12,7 billones de EUR a cierre de 2009), el total equivaldría al 57% de la capitalización total de la renta fija y de la variable, y una cifra mucho más relevante en el volumen de negociación de los mercados, constatando la importancia de la inversión colectiva.

INVERSIÓN COLECTIVA MUNDIAL. EN MILES DE MILLONES DE EUR

	1990	1995	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009
IIC	**1.719**	**3.731**	**12.617**	**10.816**	**11.884**	**16.574**	**17.298**	**13.659**	**15.884**
Norteamérica	1.081	2.133	7.687	6.332	6.256	8.337	8.640	7.198	8.197
Europa	400	1.137	3.514	3.325	4.158	5.929	6.160	4.544	5.237
Asia y Oceanía	228	456	1.202	1.010	1.231	1.865	1.943	1.464	1.790
Iberoamérica	10	5	191	129	199	384	490	403	582
Otros	-	-	23	20	40	59	65	50	78
FP	**2.806**	**5.049**	**11.641**	**11.135**	**10.310**	**13.428**	**13.383**	**10.926**	**12.740**
Norteamérica	1.620	2.980	8.190	8.116	6.664	8.379	8.091	6.435	7.550
Europa	786	1.404	2.517	2.026	2.350	3.341	3.396	2.721	3.175
Asia y Oceanía	385	550	700	786	1.024	1.273	1.401	1.309	1.490
Iberoamérica	10	63	160	142	189	305	370	346	400
Otros	5	52	74	65	83	130	125	115	125
Total mundial	**4.525**	**8.780**	**24.258**	**21.951**	**22.194**	**30.002**	**30.681**	**24.585**	**28.624**

Fuente: OCDE e INVERCO.

Por lo que respecta a IIC, EEUU, con 7,7 billones de EUR continúa siendo el mayor mercado (representa casi un 50% del total), seguido de Europa, que con sus 5 billones de EUR supone un tercio del mercado, mientras que el resto de países todavía son "marginales", con un total de algo menos de 3 billones. En estos "otros" destaca la excepción de Brasil, que supera ya los 500.000 millones de EUR bajo gestión tras experimentar un fuerte crecimiento en los últimos años, evitando así los impactos negativos de la crisis financiera.

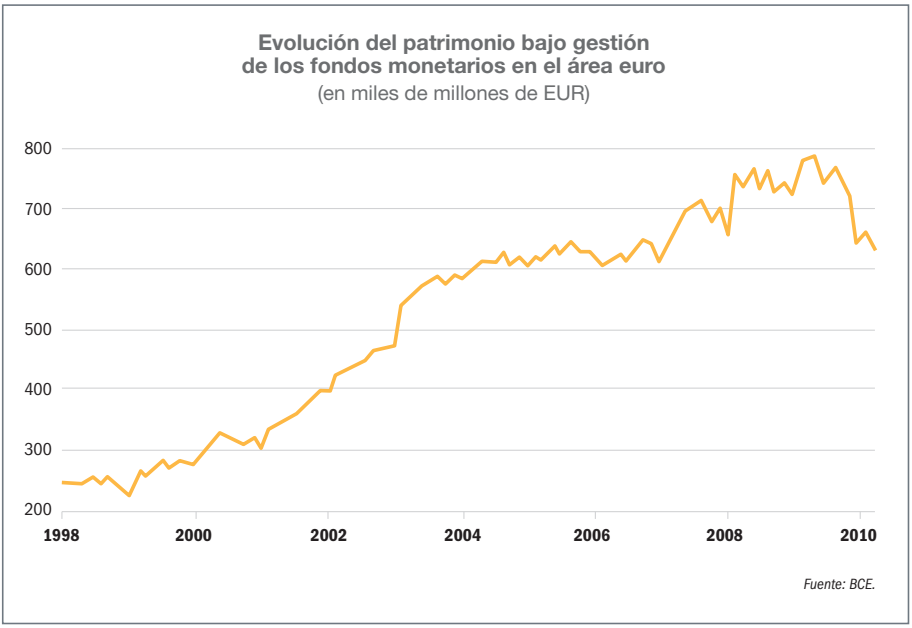
Una parte importante de la caída en el patrimonio gestionado a nivel mundial (pero también de la recuperación en 2009) se debe al elevado peso que, en media, suponen los fondos de renta variable y de gestión global (un 40% y 10%, respectivamente), por lo que la evolución de los mercados bursátiles explica parte de la cesión y recuperación en el patrimonio bajo gestión.

Pero el patrimonio no sólo se ha reducido por el comportamiento de las bolsas o de alguna tipología de activos de renta fija, sino que muchos inversores han optado por retirar su dinero de los fondos como respuesta al que podríamos denominar "efecto decepción", que se habría producido por diferentes causas. La primera se corresponde con casos de incorrecto asesoramiento del comercializador, que en ocasiones antepuso sus objetivos "de colocación" a los intereses del cliente. Ahora bien, en esta causa englobamos otros errores como puede ser el incompleto conocimiento del producto y de sus riesgos por parte del asesor/comercializador, la escasa probabilidad de ocurrencia de determinados acontecimientos (quiebra de Lehman Brothers) o los movimientos extremos vividos por ciertos mercados (en mayor medida en el renta fija privada y titulizaciones que en el de renta variable que, en cualquier caso, no han sufrido pérdidas de mayor cuantía que en 2000-2003, por ejemplo).

La segunda causa de la fuerte caída del patrimonio bajo gestión tiene que ver con la existencia de productos alternativos atractivos, como han sido, principalmente, los depósitos bancarios. La incapacidad de captación de financiación mayorista por parte de las entidades financieras les llevó a lanzar una masiva campaña de depósitos con una atractiva remuneración que, si bien, en ocasiones, no hacía más que reflejar la evolución de los tipos de interés interbancarios (distorsionados por, entre otras razones, el riesgo de crédito), no es menos cierto que batían a cualquier categoría de inversión.

Pero los fondos de inversión no han tenido que hacer frente sólo a productos "alternativos" como los depósitos, sino a productos "similares" como los *Exchange Traded Fund* (ETF)[1] que, aunque se pueden considerar inversión colectiva, poseen elementos diferenciales que, en un capítulo como éste, recomiendan su diferenciación. Nos referimos a la percepción del cliente de la incapacidad del gestor de batir al mercado, asociada a la consideración de que las comisiones soportadas son excesivas y están injustificadas. Así pues, la tercera de las causas de la caída del patrimonio sería la existencia de productos alternativos.

[1] *Ver capítulo 10.*



La principal categoría de fondos de inversión a nivel mundial son los monetarios, con un 23% de cuota sobre el total a cierre de 2009, aunque la composición es dispar por países. Más allá del impacto inicial de las turbulencias financieras de verano de 2007 y de la quiebra de Lehman Brothers (ver capítulos 6 y 7), esta categoría ha resistido relativamente bien la crisis. No en vano, hasta comienzos de 2009 marcaron máximos en patrimonio bajo gestión. Ahora bien, a partir de ahí[2], como reflejo de los mínimos en los tipos de interés a corto plazo (tanto de los Tesoros como de las compañías privadas) comenzó a observarse un trasvase hacia la renta fija privada de mayor duración para, posteriormente, hacia los fondos de renta variable y, especialmente, los mixtos (entre los que se incluyen globales y de rendimiento absoluto).

Pero el gran reto para los fondos monetarios se sitúa en los dos próximos años cuando las mayores restricciones de inversión impuestas por los reguladores y supervisores (reducción de la duración, aumento de la calidad crediticia, imposibilidad de exposición a divisa, etc.), en un contexto de tipos de interés a corto plazo muy reducidos durante, previsiblemente, mucho tiempo, reduce su expectativa de rentabilidad de forma muy importante, lo que podría obligar a rebajar comisiones de gestión.

[2] *Ver el gráfico del capítulo 7 en el que se recoge la evolución del patrimonio de los fondos monetarios en EEUU.*

PATRIMONIO POR CATEGORÍAS DE IIC A NIVEL MUNDIAL (EN %)

	1995				2000				2006				2007				2008				2009			
	MM	RF	MX	RV	MM	RF	MX	RV	MM	RF	MX	RV	MM	RF	MX	RV	MM	RF	MX	RV	MM	RF	MX	RV
EEUU	27	25	3	45	26	12	5	57	23	14	6	57	26	14	6	54	32	15	6	47	28	5	24	42
Europa	31	36	8	25	13	24	17	46	16	25	16	43	20	24	17	39	24	27	18	31	21	23	22	34
Japón	25	44	2	29	22	48	6	24	4	15	0	81	4	13	0	83	4	13	0	83	3	11	20	66
Total mundial	**27**	**31**	**5**	**37**	**22**	**18**	**9**	**51**	**18**	**19**	**9**	**54**	**21**	**18**	**10**	**51**	**26**	**20**	**12**	**42**	**23**	**13**	**23**	**41**

Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO, EFAMA e IIFA.

Estas menores comisiones podrían extenderse al resto de categorías por competencia de productos alternativos y por percepción de los clientes de no generación de alfa. En definitiva, para recuperar credibilidad una de las estrategias podría ser reducir las comisiones.

Los menores ingresos coexistirán con un aumento de costes derivados de las mayores exigencias de medición y control de riesgos (no sólo de mercado y crédito, sino también de liquidez), de valoración de activos, así como la mayor obligación de suministro de información en la venta y seguimiento posterior (MiFID). En definitiva, la crisis financiera y sus consecuencias no harán más que acelerar el proceso de reducción de rentabilidad de la industria de gestión colectiva, tanto por una minoración de ingresos como por un aumento de costes. Esta presión sobre las cuentas de resultados podría provocar un mercado dual:

- Mega-gestoras internacionales nacidas del proceso de concentración (al estilo de la observada en 2009 con la fusión de BlackRock y BGI, que suman 3 billones de USD bajo gestión).
- Gestoras pequeñas (1.000 - 5.000 millones EUR) especializadas en producto (renta fija, mercados emergentes, gestión alternativa, etc.) y segmento (*retail,* banca privada, *family office* e institucional).

En este contexto, la situación podría ser muy complicada para las gestoras de tamaño intermedio, salvo que opten por prestar servicios tanto a las más grandes como, principalmente, a las más pequeñas (depositaría, control interno, administración, etc.).

No cabe duda de que la denominada “arquitectura abierta” puede ahondar en este mercado dual, ya que es un gran rival para las gestoras medianas, la gran fortaleza para las grandes y la única vía para las gestoras especializadas eficientes y con producto rentable (y habitualmente de pequeño tamaño). En este sentido, la red de distribución sigue siendo clave: papel del asesoramiento financiero independiente frente al del agente financiero vinculado a una entidad (cobra retrocesión de comisiones).

En este entorno complejo para las gestoras, especialmente las de tamaño mediano, uno de los grandes rivales, ya vigentes, pero todavía no tan "peligrosos" son las compañías de seguros, que en los últimos años han desarrollado su producto de gestión colectiva si bien, por el momento, no han conseguido alcanzar cuotas de mercado relevantes.

PRINCIPALES OPERACIONES CORPORATIVAS EN EL SECTOR DE LA GESTIÓN DE ACTIVOS

FECHA	ADQUIRIDA	PAIS	TIPO	COMPRADOR	PAIS	ACTIVOS* (MILL. USD)	ADQUIRIDO %	PRECIO (MILL. USD)	PRECIO SOBRE ACTIVOS
jun-09	Barclays Global Investors	US	División	BlackRock, Inc.	US	1.440.000	100	13.502	0,9%
ene-09	Société Générale AM	FR	Fusión	Crédit Agricole AM	FR	839.000	25/75	ND	ND
oct-09	Sal. Oppenheim	GE	Compañía	Deutsche Bank	GE	201.000	100	1.900	0,9%
sep-09	Bank of America's Columbia Management	US	División	Ameriprise Financial	US	165.000	100	1.000	0,6%
ago-09	Insight Investment Management from Lloyds Banking Group	GB	División	Bank of New York Mellon	US	132.000	100	387	0,3%
ago-09	Lincoln Financial's Delaware Management	US	División	Macquarie Group	AU	125.000	100	428	0,3%
ene-09	Sumitomo Mitsui AM Co.	JN	División	Sumitomo Mitsui Group	JN	122.430	25	ND	ND
oct-09	Morgan Stanley (retail AM & Van Kanpen Investments)	US	División	Invesco Ltd.	US	119.000	100	1.500	1,3%
jun-09	Conning & Company	US	Compañía	Aquiline Capital Partners LLC	US	100.000	100	ND	ND
may-09	Fortis	BE	Compañía	BNP Paribas	FR	100.000	100	ND	ND
jul-09	Citigroup's Nikko Asset Management	US	División	Sumitomo Trust & Banking	JN	93.000	64	844	0,9%
sep-09	AIG's asset management business	US	División	Pacific Century	US	89.000	100	500	0,6%
ene-09	Credit Suisse AM	CH	División	Aberdeen AM PLC	UK	60.000	100	360	0,6%
sep-09	Artio Global Investors	US	IPO	Artio Global Investors	US	53.300	35	650	1,2%
feb-09	Apax Partners LLP	UK	Hedge Funds	GIC Special Investments and Future Fund	Singapore	40.000	8	ND	ND
may-09	INTECH (Enhanced Investment Technologies)	US	Compañía	Janus Capital Group, Inc.	US	38.319	3	ND	ND
dic-09	Gartmore Group	UK	IPO	Gartmore Group	UK	35.000	50	553	1,6%
dic-09	Psagot Investments House (York Capital Management LLC)	ISR	Compañía	Apax Partners LLP	UK	31.900	76	622	1,9%
dic-09	Metropolitan West AM	US	Compañía	TCW Group	US	30.000	100	ND	ND
jun-09	Highbridge Capital Management	US	Hedge Funds	JPMorgan Chase & Co.	US	21.000	23	ND	ND
abr-09	New Star Asset Management Group plc	UK	Compañía	Henderson Group plc	UK	10.000	100%	115	1,2%
abr-09	Woori Credit Suisse Asset Management	Korea	Fondos	Woori Finance Holdings	Korea	9.417	30%	ND	ND
abr-09	Augustus Asset Managers Ltd.	UK	División	Julius Baer Holding AG	SWI	7.600	100%	ND	ND

Fuente: Jefferies Putnam Lovell y elaboración propia.
**Activos bajo gestión en toda la tipología de vehículos de inversión.*

Entorno europeo

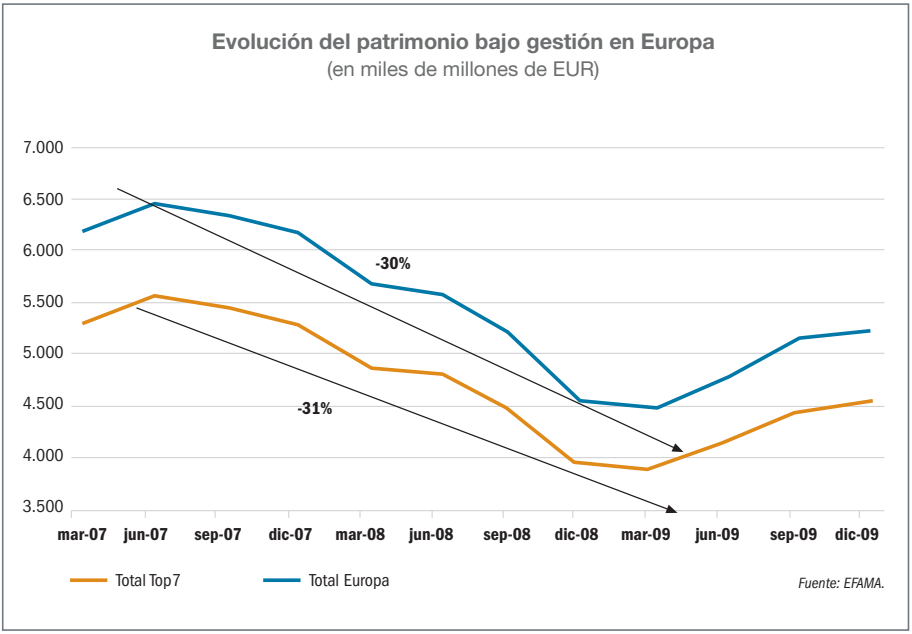
Adentrándonos en Europa, el impacto de la crisis, según EFAMA, ha sido importante, ya que el patrimonio gestionado en nuestro continente cayó entre el máximo de junio de 2007 (6,5 billones de EUR) y el mínimo de marzo de 2009 (4,5 billones) en un 30,6%. Ahora bien, si tenemos en cuenta la fuerte recuperación (14,8%) observada desde el segundo trimestre de 2009, el impacto de la crisis se reduce a un 19,2%.

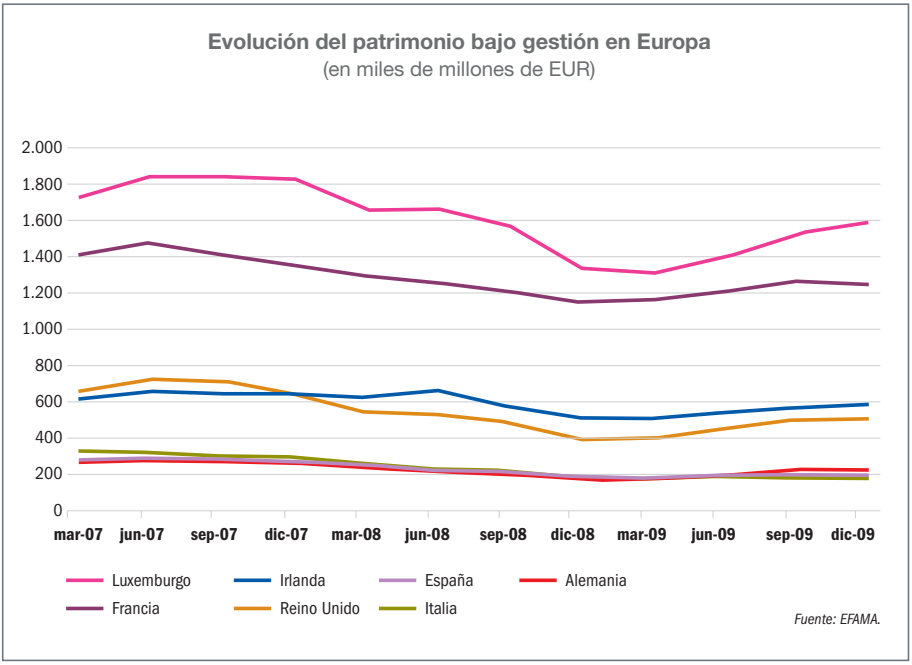
PATRIMONIO Y VARIACIÓN ENTRE DISTINTAS FECHAS (EN MILES DE MILLONES DE EUR)

					VARIACIÓN PATRIMONIO %	
	MAR-07	JUN-07	MAR-09	DIC-09	30/06/07-30/03/09	30/06/07-31/12/09
Luxemburgo	1.732	1.839	1.310	1.592	-28,8	-13,4
Francia	1.413	1.473	1.156	1.253	-21,5	-14,9
Irlanda	617	654	511	597	-21,9	-8,7
Reino Unido	668	729	400	506	-45,1	-30,6
España	283	286	187	187	-34,6	-34,6
Italia	328	315	182	194	-42,2	-38,4
Alemania	273	282	176	220	-37,6	-22,0
TOTAL TOP7	5.314	5.578	3.922	4..549	-29,7	-18,4
Total Europa	**6.188**	**6.478**	**4.494**	**5.237**	**-30,6**	**-19,2**

Fuente: Elaboración propia con datos de EFAMA.

Los principales siete mercados (Luxemburgo, Francia, Irlanda, R. Unido, España, Italia y Alemania) muestran un mejor comportamiento relativo frente al resto de países, lo que les permite incrementar su cuota, desde el 86,1% de junio de 2007 hasta el 86,9% de diciembre de 2009. Esta crisis ha provocado, por tanto, un paso más hacia una mayor concentración por mercados, que, dentro del "Top 7" se ha intensificado a favor de aquellos que ya tenían mayor peso, como es el caso de Luxemburgo, Francia e Irlanda.


Evolución del patrimonio bajo gestión en Europa
(en miles de millones de EUR)
7.000
6.500
6.000
5.500
5.000
4.500
4.000
3.500
-30%
-31%
mar-07
jun-07
sep-07
dic-07
mar-08
jun-08
sep-08
dic-08
mar-09
jun-09
sep-09
dic-09
Total Top7
Total Europa
Fuente: EFAMA.


Evolución del patrimonio bajo gestión en Europa
(en miles de millones de EUR)
2.000
1.800
1.600
1.400
1.200
1.000
800
600
400
200
0
mar-07
jun-07
sep-07
dic-07
mar-08
jun-08
sep-08
dic-08
mar-09
jun-09
sep-09
dic-09
Luxemburgo
Irlanda
España
Alemania
Francia
Reino Unido
Italia
Fuente: EFAMA.

Porque, efectivamente, dentro de los principales países el comportamiento no es homogéneo. Si Luxemburgo, Francia e Irlanda han ganado entre un punto y dos de cuota, los otros cuatro países pierden en agregado un 3,7% de cuota. Reino Unido e Italia son los países que sufrieron las mayores caídas en el patrimonio bajo gestión durante la crisis (-45% y -42%) y la recuperación posterior (27% y 7%) no ha sido suficiente como para impedir que el Reino Unido haya perdido la tercera posición del ranking europeo (superada por Irlanda) e Italia la cuarta a favor de Alemania que, además, ha superado a España. Nuestro país, con un +0,1% es el mercado que menos crecimiento ha experimentado en la recuperación observada entre el segundo y el cuarto trimestre de 2009, lo que provoca que haya sido relegado a la última posición del Top 7 (el octavo mercado es Suecia, con 118 mil millones de EUR bajo gestión y el noveno Suiza, con 117 mil millones).

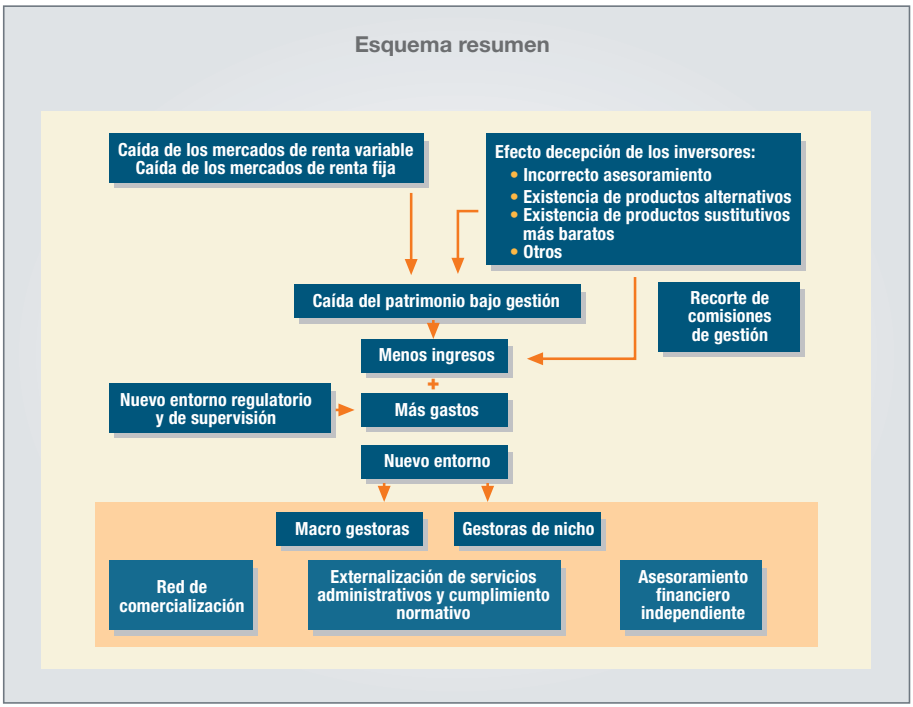
PATRIMONIO BAJO GESTIÓN, CUOTA Y VARIACIÓN EN LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS (MILLONES DE EUR)

				VARIACIÓN PATRIMONIO (%)		CUOTAS (%)		VARIACIÓN CUOTA (%)	
	JUN-07	MAR-09	DI-09	30/06/07-30/03/09	30/06/07-31/12/09	JUN-07	MAR-09	DIC-09	JUN07-DIC09
Luxemburgo	1.839	1.310	1.592	-28,8	-13,4	28,4	29,1	30,4	2,0
Francia	1.473	1.156	1.253	-21,5	-14,9	22,7	25,7	23,9	1,2
Irlanda	654	511	597	-21,9	-8,7	10,1	11,4	11,4	1,3
Reino Unido	729	400	506	-45,1	-30,6	11,3	8,9	9,7	-1,6
España	286	187	187	-34,6	-34,6	4,4	4,2	3,6	-0,8
Italia	315	182	194	-42,2	-38,4	4,9	4,0	3,7	-1,2
Alemania	282	176	220	-37,6	-22,0	4,4	3,9	4,2	-0,2
TOTAL TOP7	5.578	3.922	4.549	-29,7	-18,4	86,1	87,3	86,9	0,8
Total Europa	**6.478**	**4.494**	**5.237**	**-30,6**	**-19,2**				

Fuente: elaboración propia con datos de EFAMA.

Conclusiones

Si bien el impacto de la crisis financiera sobre las IIC ha sido global, su magnitud ha dependido de la composición media de la cartera en términos de riesgo (es decir, su mayor o menor exposición a renta variable frente a activos monetarios). Además, también se han observado diferencias en la capacidad de recuperación del patrimonio gestionado desde marzo de 2009, lo que podría configurar, al igual que sucede con la economía real, un mapa de la recuperación desigual por países, en un negocio, el de la gestión de inversiones, que no debería tener fronteras. Menos aún en Europa con la Directiva UCITS IV, como ya se comentado en anteriores capítulos de esta obra. El futuro está plagado de retos para las sociedades gestoras, que deberán potenciar la comercialización internacional de sus fondos de inversión, y ya no sólo dentro de la UE, sino también en otros países, especialmente los denominados "emergentes". Ahora bien, parece que sólo las grandes gestoras podrán aprovechar estas economías de escala, lo que refuerza nuestra previsión de mercado dual: pocas y muy grandes gestoras junto con muchas y "pequeñas" gestoras especializadas en producto, estrategia, mercado y/o zona geográfica.



Capítulo 15

EL AHORRO Y LA INVERSIÓN DE LOS HOGARES ESPAÑOLES Y SU REACCIÓN ANTE LA CRISIS

Introducción

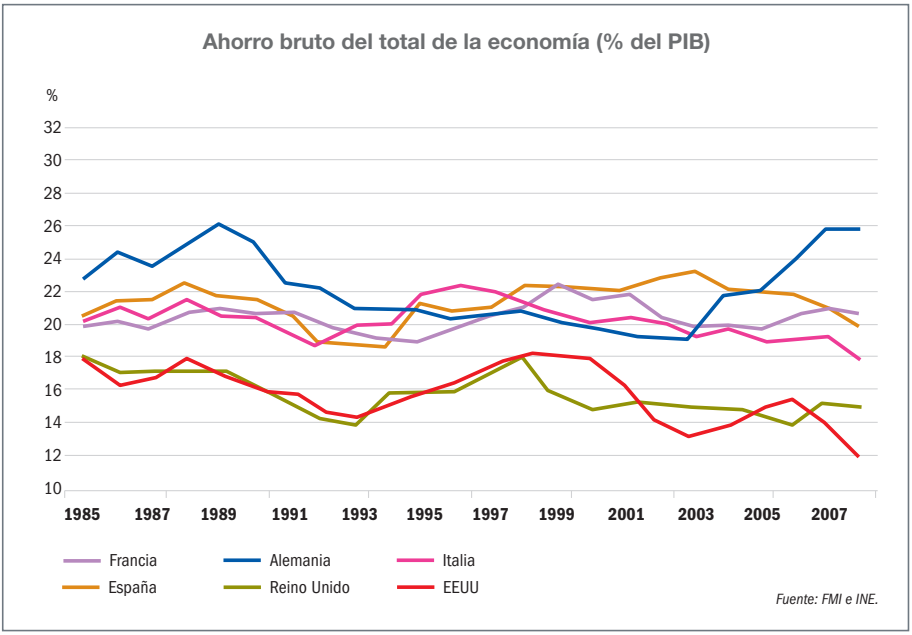
En los capítulos anteriores, especialmente el 6, el 10 y el 11, se ha expuesto el impacto de la crisis financiera sobre la inversión colectiva en España, que se ha tenido que enfrentar a retos adicionales, entre ellos, fuertes necesidades de financiación del sistema crediticio y un intenso deterioro del cuadro económico, con un destacado aumento de la tasa de paro y del nivel de ahorro de las familias.

Para estudiar el impacto que la crisis financiera ha tenido sobre la economía real es necesario analizar la posición de partida de ésta en términos de ahorro e inversión. El caso español es uno de los más singulares de entre las economías desarrolladas, por presentar al inicio de la crisis una de las mayores divergencias entre su tasa de inversión y de ahorro, y experimentar la primera uno de los más relevantes ajustes en un período de tiempo reducido. La contracción de la demanda interna no sólo se ha materializado en menor inversión (tanto en construcción residencial como en inversión empresarial en bienes de equipo), sino también en una caída muy significativa del consumo privado. La recuperación del ahorro de familias y empresas desde mediados de 2008 constituye una de las principales manifestaciones del contexto reciente de menor gasto y reducción de los niveles de endeudamiento privado. Ese incremento del ahorro, fundamentalmente por parte de los hogares, podría haberse canalizado hacia uno de los vehículos más eficientes de inversión colectiva, los fondos de inversión. Sin embargo, no ha sido así, en parte porque una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido la necesidad por parte de las entidades crediticias de sustituir financiación ajena captada en los mercados mayoristas por depósitos, estrategia favorecida, desde el punto de vista del inversor, por las distorsiones en los tipos de interés interbancarios.

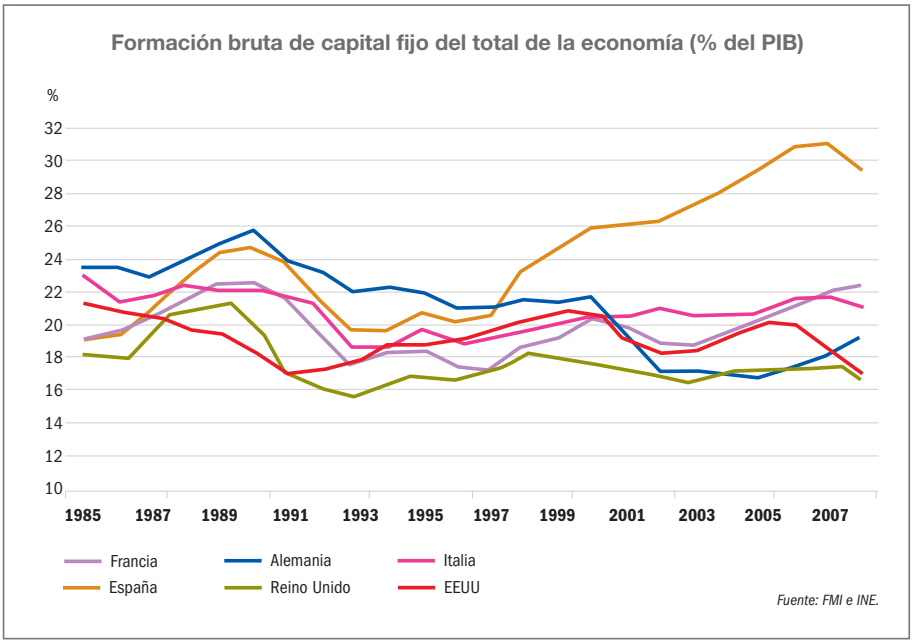
Evolución del ahorro y la inversión de España desde una perspectiva agregada

La economía española ha sufrido cambios sustanciales a lo largo de los últimos veinte años y los hogares han sido un actor protagonista. Hasta la adopción del euro, el patrón de comportamiento de la inversión y el ahorro a nivel agregado

en España no difería de forma significativa del de países europeos de su inmediato entorno, como Alemania, Francia o Italia. Así, la tasa de ahorro del conjunto de la economía rara vez se había situado por debajo del 20% del PIB, mientras que la tasa de inversión había oscilado entre el 20% y el 25%. Las mayores divergencias se observan con Estados Unidos y el Reino Unido, economías donde la tasa de ahorro agregada tendió a situarse, entre 1985 y 1998, por debajo de la cota del 18%, mientras que la tasa de inversión, si bien superior a la de ahorro, se situó por debajo de los niveles alcanzados en los principales países de la Europa continental.



Con todo ello se puede afirmar que, en términos generales, hasta la entrada en el Área Euro, el ahorro y la inversión agregados de la economía española mantenían un comportamiento similar al de los mayores países de la Unión Europea. Además, los sectores institucionales mostraban una tendencia a ahorrar mayor, en promedio, que los de las economías anglosajonas.

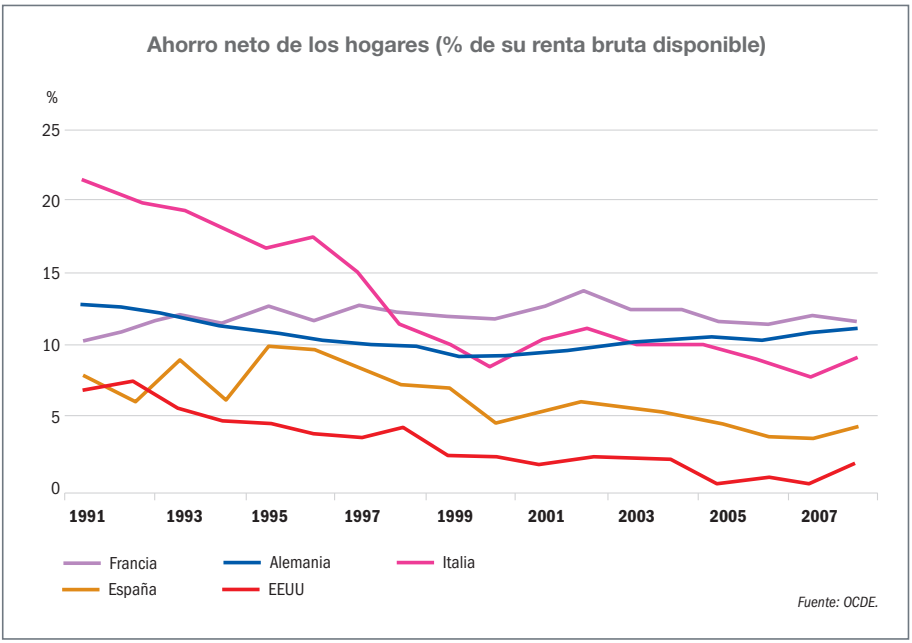


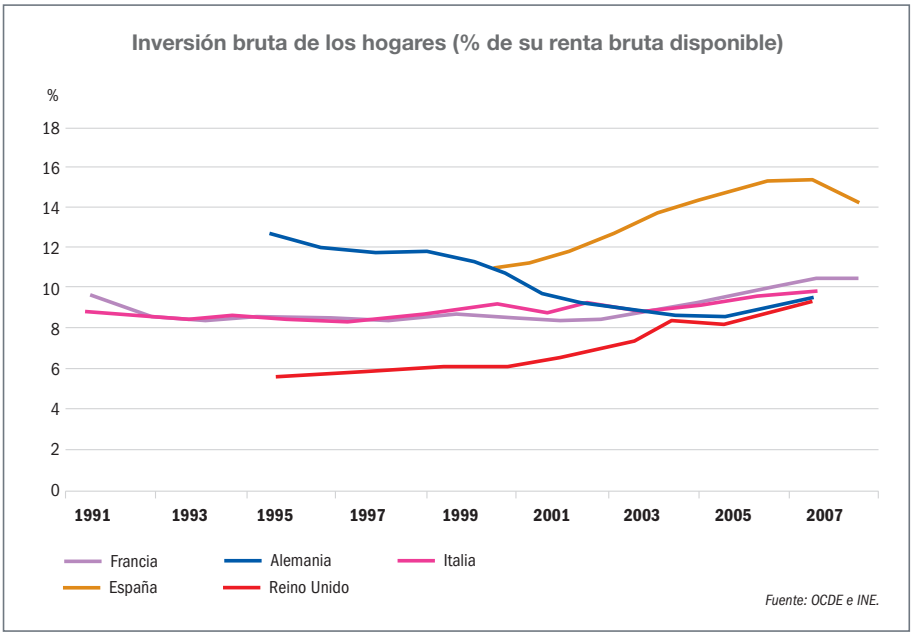
La entrada en la Unión Monetaria Europea (UME) supuso un punto de inflexión en la dinámica de comportamiento de dos de las economías europeas de referencia: España y Alemania. Mientras en Alemania la tasa de ahorro se incrementa significativamente hasta niveles previos al proceso de unificación entre el Este y el Oeste (en cotas del 26% del PIB), en España se inicia una senda de crecimiento sostenido de la tasa de inversión, que llega a superar el 30% del PIB en 2007.

El hecho de que ese aumento de la inversión en España, realizada sobre todo por empresas y hogares (estos últimos vía adquisición de vivienda), no viniese acompañada de una tendencia similar de la tasa de ahorro (muy estable en el 20-22% del PIB), explica la apelación creciente a la financiación exterior durante la última década (en última instancia, la diferencia entre la tasa de inversión y ahorro explica la cuantía del déficit por cuenta corriente de la economía española en ese período). La mayor integración económica y financiera que trajo consigo la UME posibilitó que parte del ahorro neto acumulado por economías superavitarias de fondos, como la alemana, se canalizase hacia aquellas demandantes netas de financiación exterior, como la española, a través de instrumentos considerados, a efectos de Balanza de Pagos, inversión en cartera (incluye la financiación captada a través de pagarés, bonos, obligaciones, etc.), y que en el caso de España se materializó en gran medida en títulos emitidos por entidades financieras y respaldados por préstamos hipotecarios.

La importancia de los hogares en la dinámica de ahorro e inversión del conjunto de la economía española

El dinamismo exhibido por el mercado laboral español en la última década se ha traducido en crecimientos medios de la renta disponible de los hogares del orden del 7% anual (en precios corrientes) entre 2000 y 2007, permitiéndoles no sólo relanzar su gasto en consumo, sino también destinar una parte de dicha renta al ahorro. Si la comparativa con los principales países de referencia se establece en términos de ahorro bruto, España es, junto con Francia y Alemania, de las economías que presenta ratios de ahorro de sus hogares más elevados (en media, del 11% de su renta disponible). Sin embargo, cuando se incorpora el efecto de las decisiones de inversión, deduciendo del ahorro bruto el consumo de capital fijo (fundamentalmente en vivienda) –ahorro neto–, los hogares españoles invierten su posición y se sitúan, con Estados Unidos, en el rango inferior.



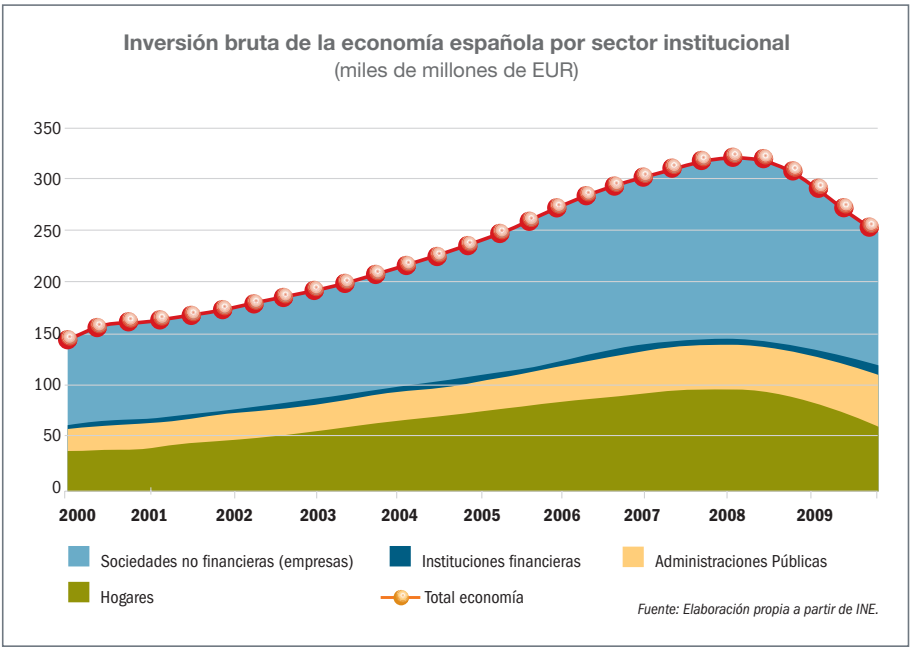


Este comportamiento está en consonancia con el hecho de que hayan sido los hogares quienes hayan explicado un 30% de la inversión agregada en el último ciclo expansivo, lo que en 2007 llegó a suponer 100.000 millones de EUR (la inversión de las sociedades no financieras -empresas-, sector institucional que acomete el grueso de decisiones de inversión en cualquier economía, se cifró en ese mismo año en 180.000 millones de EUR) y a representar un 15% de su renta disponible.

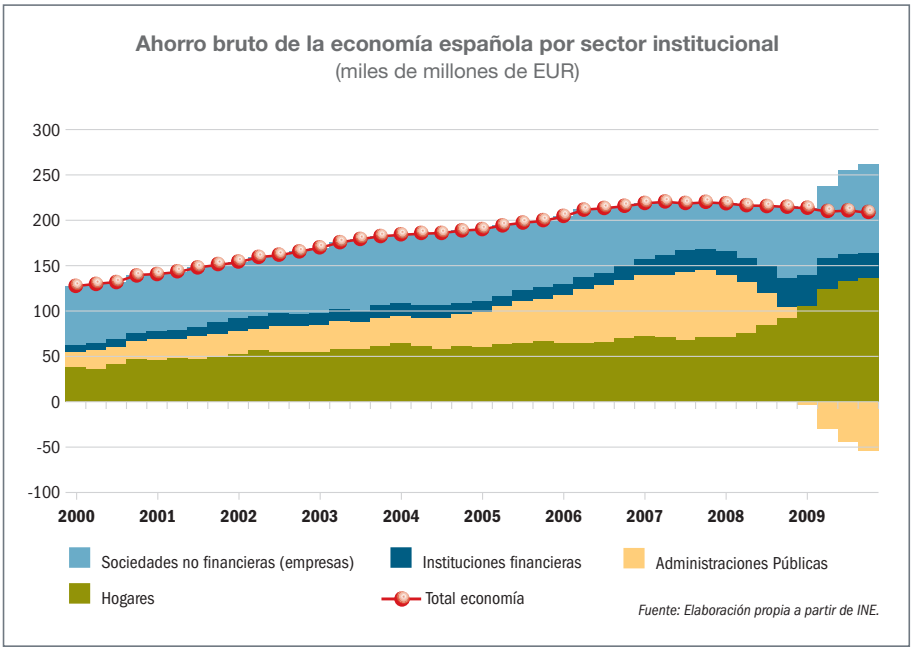
Del análisis anterior podemos concluir que:

- El proceso inversor acometido por la economía española en la última década y, en particular, por sus hogares y empresas como principales agentes inversores, no ha tenido parangón en su historia reciente ni se ha observado en ninguna de las principales economías del Área euro, Estados Unidos o el Reino Unido.

- El fuerte incremento de la inversión en vivienda por parte de los hogares se ha producido en un contexto de expansión demográfica, crecimiento del empleo, condiciones financieras laxas y aumentos de valor (tanto real como nominal) de los activos inmobiliarios. A los condicionantes de demanda por vivienda habitual (formación de nuevos hogares) y segunda residencia (en parte, demanda turística) -casi el 90% de las viviendas ocupadas en España lo están en régimen de propiedad-, se unieron los vinculados al denominado “motivo inversión”: en fases alcistas de los precios de la vivienda, la inversión en inmuebles gana atractivo frente a otras inversiones, por ejemplo de naturaleza financiera.



- La tasa de ahorro agregada de la economía española se ha mantenido estable en niveles del 22% del PIB desde principios de la década de los 2000, similares a los de sus homólogas del Área euro y mayores a las de Estados Unidos y el Reino Unido. Por sector institucional, cabe destacar la estabilización de la aportación de los hogares y las empresas al ahorro agregado y la mayor contribución de las Administraciones públicas desde 2005, en línea con el saneamiento y posterior superávit de sus finanzas.



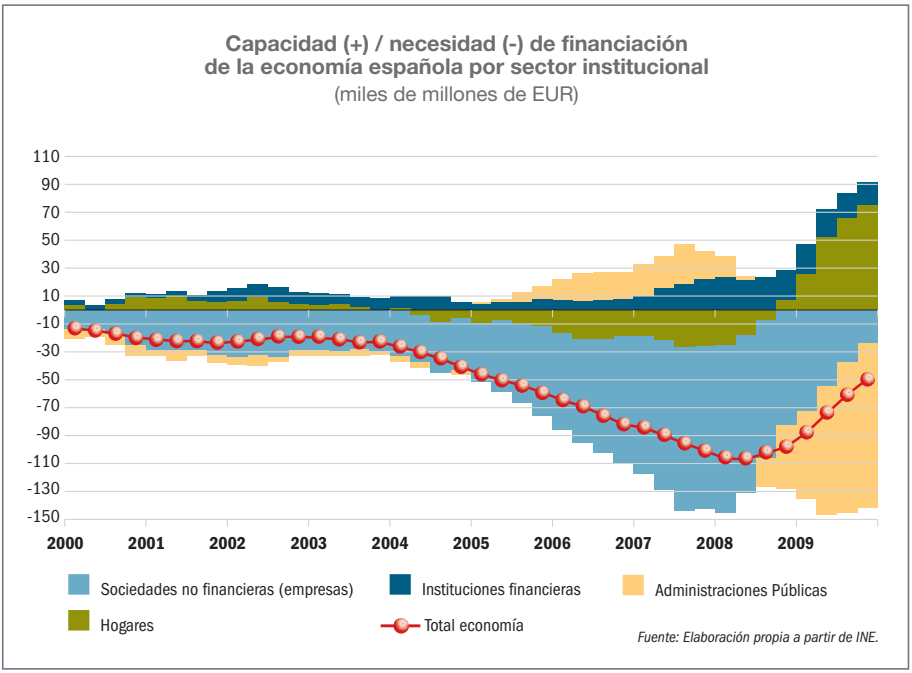
La diferencia entre lo que invierte y ahorra una economía, y por extensión cada uno de sus sectores institucionales, constituye su capacidad (si dicha diferencia es negativa: ahorra más de lo que invierte) o necesidad (si es positiva: invierte más de lo que ahorra) de financiación en un determinado período de tiempo. Las necesidades de financiación del conjunto de la economía sólo pueden cubrirse con ahorro externo. Si por el contrario, lo que tiene dicha economía es capacidad de financiación, se considera prestamista neta frente al resto del mundo y con fondos disponibles para hacer frente al exceso de inversión de economías deficitarias. La brecha entre la tasa de inversión y ahorro bruto comentada anteriormente para España explica que sus necesidades de financiación hayan llegado a superar el 10% del PIB en 2007.

Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación = inversión - ahorro =

= variación de pasivos - variación activos financieros

Esta relación aplicada por cada sector institucional nos permite conocer la contribución que cada uno de ellos ha hecho al déficit agregado y, en este sentido, a lo largo de la última década se han detectado dos patrones que merecen especial mención:

- El primero se refiere al comportamiento de los hogares observado a partir de 2004 y hasta 2008: pasan de tener capacidad de financiación, a convertirse en el segundo sector con mayores necesidades, sólo por detrás de las empresas. La clave reside en el aumento experimentado por la inversión en vivienda en este período, que ha más que compensado las ganancias de ahorro bruto.
- El segundo afecta a las Administraciones Públicas, en la medida en que durante el mismo período que el establecido en el análisis de la posición de los hogares, se convirtieron en el sector institucional con mayor capacidad de financiación, logrando incluso compensar el déficit de los hogares. De este modo, y de forma simplificada, las necesidades de financiación del conjunto de la economía han coincidido con las necesidades de su principal sector inversor: el empresarial (no financiero).



Tendencias: ¿en qué invierten los hogares españoles? Importancia de los activos reales y financieros

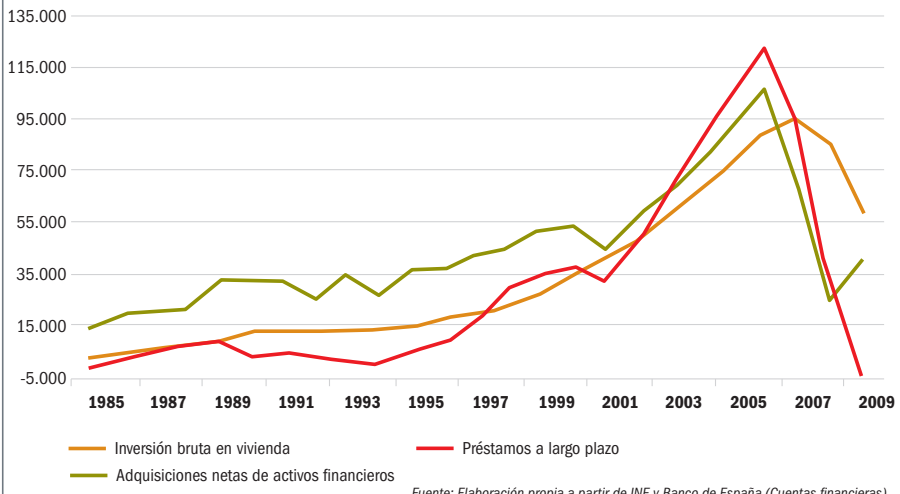
La mayor propensión a la compra de vivienda que existe en España en relación a otros países europeos de referencia o a las economías anglosajonas justifica que sea la inversión en inmuebles la más relevante de las realizadas por los hogares, y la que genera el grueso de su captación de pasivo, principalmente a través de la contratación de préstamos con garantía hipotecaria a largo plazo. En términos de riqueza, tanto el aumento del volumen de viviendas adquiridas (de 2004 y 2007 se transaron más de 800.000 viviendas al año), como su revalorización, elevaron al 550% del PIB en 2009 la riqueza inmobiliaria de las familias españolas. Ello supone el 80% de la riqueza total de las familias españolas.

Sin embargo, el incremento de su cultura financiera en los últimos años se ha traducido en un repunte considerable de las adquisiciones netas de activos financieros, que además, ha venido acompañado de cambios en su composición.

Si bien es cierto que el grueso de la financiación captada ha ido destinada a costear la compra de vivienda, el hecho de que a partir de 2003, y hasta 2007, el volumen de préstamos netos contraídos a largo plazo haya superado la inversión realizada en vivienda en ese mismo período, evidencia que los hogares también han destinado una parte, aunque reducida, de esa financiación ajena a la compra de activos financieros.

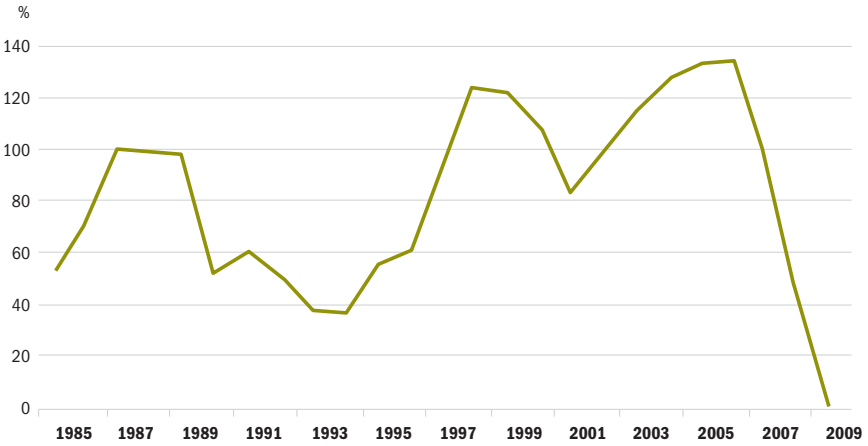
Con datos a septiembre de 2009, el endeudamiento de los hogares materializado vía préstamos (tanto a corto como a largo plazo) suponía el 88,7% del PIB, casi el doble del registro de principios de 2000. El intenso proceso de apalancamiento de las familias queda, si cabe, más patente cuando se relativiza el pasivo contraído por su renta disponible. En este caso, supera el 120%, sintomático de las implicaciones que los niveles actuales de endeudamiento pueden tener en las decisiones de los hogares en un contexto de fuerte corrección del empleo y ausencia de expectativas de recuperación inmediata de la renta. De hecho, el proceso de desapalancamiento iniciado en 2007 se ha acentuado de forma muy significativa en 2008 y 2009, como pone de manifiesto la corrección de la ratio entre el valor de los préstamos a largo plazo contraídos y la inversión realizada en vivienda.

Inversión en vivienda, adquisiciones netas de activos financieros y préstamos a largo plazo contraídos por los hogares en España
(flujo neto acumulado en cuatro trimestres, millones de EUR)

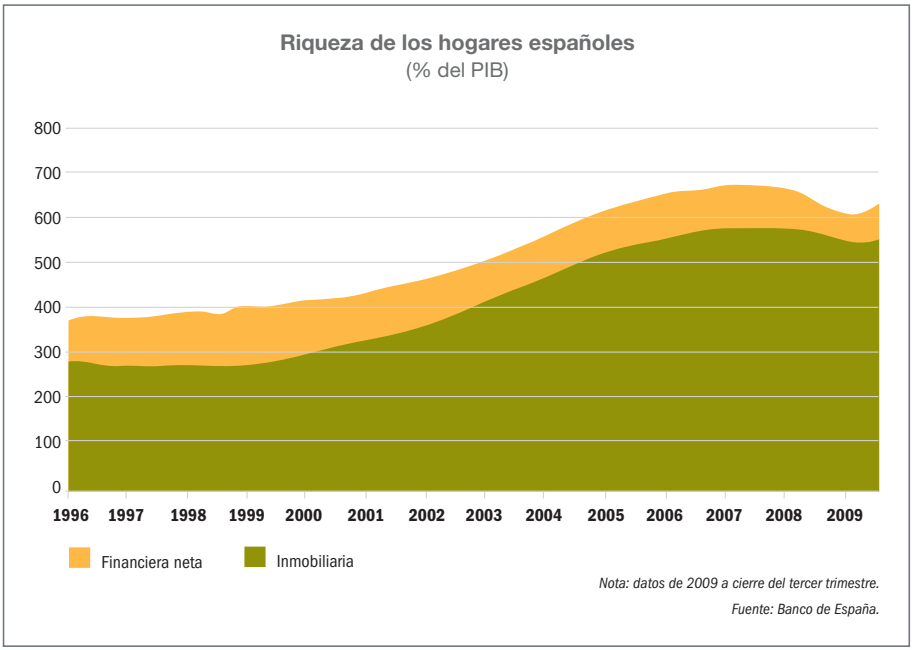


Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Banco de España (Cuentas financieras).

Préstamos a largo plazo contraídos sobre inversión en vivienda por los hogares en España
(flujo neto acumulado en cuatro trimestres)



Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Banco de España (Cuentas financieras).



Aclarada la importancia de la inversión inmobiliaria, centraremos el análisis en la adquisición de activos financieros por parte de los hogares desde la década de los ochenta, haciendo especial hincapié en los cambios observados en la tipología de los activos adquiridos. En este sentido, cabe destacar:

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES EN ESPAÑA (%)

	EFECTIVO Y DEPÓSITOS	VALORES DISTINTOS ACCIONES	ACCIONES Y OTRAS PARTICIP.	FONDOS DE INVERSIÓN	SEGUROS DE VIDA	FONDOS DE PENSIONES	PRIMAS Y SINIESTROS	OTROS
31/12/80	61,3	2,3	21,5	0,1	0,5	0,4	0,5	13,5
31/12/85	63,0	8,1	15,6	0,3	0,5	0,9	0,6	11,0
31/12/90	61,0	7,4	14,2	1,6	2,2	4,2	0,9	8,6
31/12/95	51,2	3,6	20,1	10,2	4,5	4,5	1,1	4,8
31/12/00	39,8	2,5	26,7	13,7	6,8	5,8	1,3	3,4
31/12/05	36,8	2,1	31,0	12,7	6,8	6,0	1,5	3,1
31/12/09	47,5	2,6	23,3	8,5	7,0	6,4	1,7	3,1

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España.

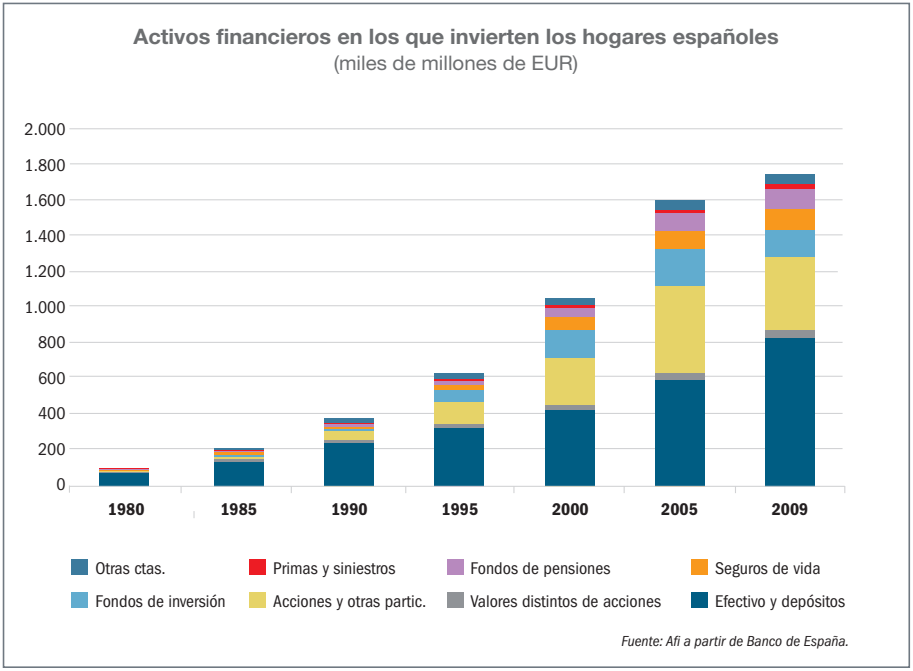
- La importancia relativa de los activos con un menor rendimiento (efectivo y depósitos) ha caído a lo largo del tiempo: su peso sobre el total de activos financieros ha pasado del 61% en 1980 al 36,8% (mínimo) en 2005.
- Por el contrario, aquellos activos con un mejor binomio rentabilidad - riesgo, como es el caso de las acciones, han ganado cuota en las inversiones financieras de los hogares: a mediados de los ochenta representaban un 15% del total, la mitad de lo que lo hacían en 2005.
- El patrón de comportamiento de los hogares en sus decisiones de inversión financiera no sólo da cuenta de una mayor predisposición a asumir riesgos a cambio de conseguir un plus de rentabilidad, sino también de la necesidad de adecuar la estructura de inversión al ciclo vital de cada hogar. Dentro de esta última tendencia se encuadra la mayor demanda de instrumentos de cobertura de la vejez, como son los planes de pensiones, los seguros de vida, etc., que a finales de 2009 suponían más del 15% del total del activo financiero de las familias españolas.
- En lo que respecta a la posición agregada de los hogares en fondos de inversión, merece especial mención el aumento registrado desde la década de los noventa, a pesar de que en 2009 todavía su importancia relativa era inferior a la de las acciones y otras participaciones (un 8,5% frente al 23,3% de las segundas[1]).
- De hecho, como se expone en el capítulo 10, el peso de los fondos de inversión de renta variable es muy reducido, canalizando los fondos menos arriesgados (monetarios y de renta fija) o con cierta sofisticación (garantizados) el grueso del ahorro destinado a inversiones financieras a través instrumentos de inversión colectiva.
- La reforma de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), que entró en vigor en 2007, también ha podido contribuir a frenar la tendencia de incremento de los fondos de inversión, al equiparar sus ventajas fiscales frente a los depósitos bancarios (salvo la del traspaso con la que todavía cuentan los fondos).

En conclusión, los hogares españoles han mejorado su cultura financiera en las últimas décadas hasta el punto que:

- Han logrado diversificar sus fuentes de obtención de flujos financieros, adecuando la estructura de compra de activos a sus necesidades vitales de liquidez: se aprecia tanto un incremento en la asunción de riesgos, propia de etapas tempranas de la vida laboral de un individuo, como de una cobertura frente a sucesos previstos (jubilación -a través de los planes de pensiones) e imprevistos (accidentes -seguros de vida, etc.).

[1] *En este 23,3% se incluyen acciones no cotizadas que en la mayoría de los casos no se pueden invertir a través de IIC.*

- Han empleado el principal instrumento de captación de financiación -préstamos a largo plazo- para endeudarse en mayor medida que en el pasado y hacer frente, fundamentalmente, a la compra de vivienda pero también de activos financieros.



Contexto actual: implicaciones de la crisis sobre las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

Una de las principales singularidades de la crisis económica en España es el impacto que la contracción de la actividad ha tenido en el mercado de trabajo. Los niveles de destrucción de empleo observados, sobre todo en la parte final de 2008 y primera mitad de 2009, han lastrado la evolución de la renta de los hogares y mermado su confianza a la hora de adoptar decisiones de gasto (el consumo privado ha llegado a caer un 6% interanual en el segundo trimestre de 2009) e inversión (la construcción residencial acumula dos años en contracción y los indicadores adelantados de actividad no dan visos de recuperación).

Desde los máximos del ciclo inmobiliario registrados a mediados de 2007, la inversión en vivienda ha experimentado una cesión acumulada del orden del 38%. El declive de la demanda, en un escenario de fuerte destrucción de empleo y expectativas de caída del valor de la vivienda, unido a la persistencia de la restricción crediticia, también explica la corrección en vertical de los préstamos a largo plazo contraídos por los hogares.

Las transferencias corrientes recibidas y la devolución de impuestos han amortiguado la ralentización de la renta disponible provocada por la caída de la remuneración al factor trabajo. Sin embargo, la contracción del consumo privado ha superado la sugerida por la evolución de la renta, liderando el repunte de la tasa de ahorro de los hogares hasta máximos de la última década, y poniendo de manifiesto la importancia adquirida por el motivo precaución en sus decisiones de gasto en la fase recesiva reciente.

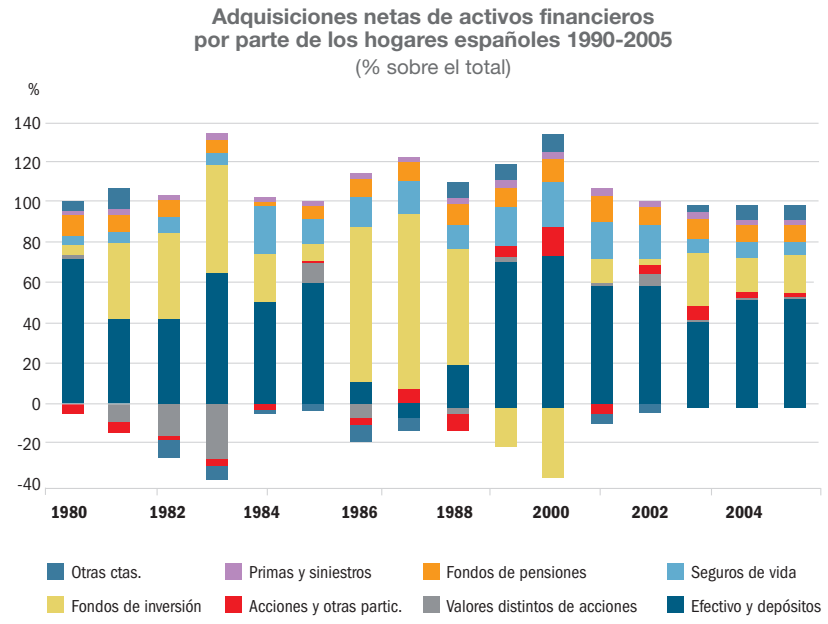
La combinación de una menor inversión y un ahorro creciente ha invertido la posición de financiación de las familias a partir de 2009: los hogares han pasado de ser un sector institucional prestatario neto frente al resto de sectores a poseer capacidad de financiación.

En el contexto descrito, no resulta extraño que también se haya producido una caída de sus inversiones en activos financieros, con motivo de la mayor aversión al riesgo suscitada por la elevada volatilidad de mercado, la pérdida de valor de algunos de ellos y la menor confianza suscitada por algunos instrumentos financieros a raíz de la crisis.

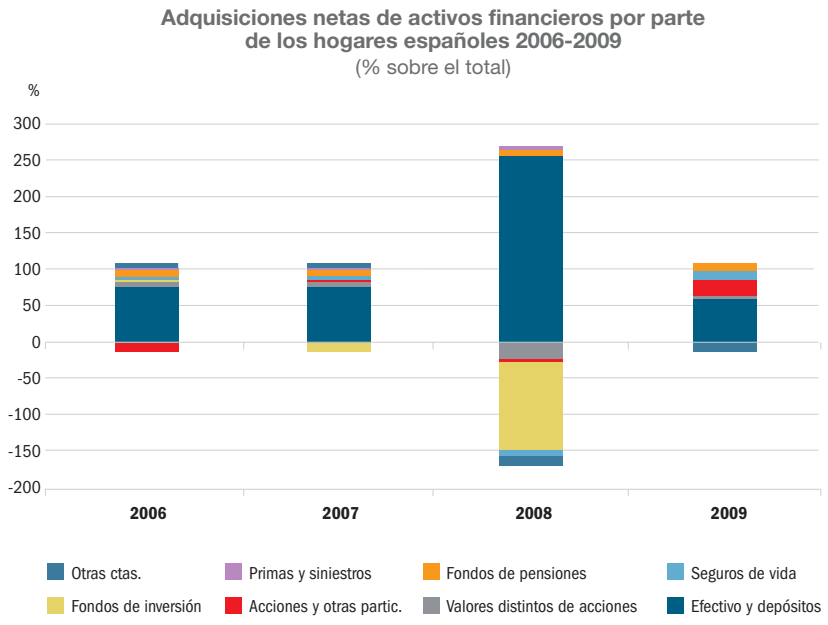
A la reducción en el volumen total de inversiones financieras, cabe añadir los cambios que la propia crisis ha originado sobre la composición de los activos adquiridos. La naturaleza y magnitud de la misma establecen divergencias claras con otros períodos recesivos (el más representativo, la crisis de la década de los noventa): la extrema aversión al riesgo del episodio reciente no es comparable a la de los observados con anterioridad y recogidos en los gráficos adjuntos.

La búsqueda de refugio en activos considerados menos arriesgados y/o con garantía explícita por parte del sector público se tradujo en importantes posiciones vendedoras en activos cuya evolución está estrechamente vinculada al comportamiento del mercado (acciones y otras participaciones y fondos de inversión) y en la canalización de esos fondos a efectivo, depósitos y fondos de pensiones. Este movimiento fue especialmente intenso durante 2008; en 2009 la recuperación de los activos de riesgo propició de nuevo la vuelta a posiciones netas compradoras en renta variable.

Las estrategias de captación de pasivo minorista por parte de las entidades financieras con las que cubrir la brecha de financiación generada por la menor apertura de los mercados mayoristas, también incrementó el atractivo de instrumentos como los depósitos, que ofrecían remuneraciones sustancialmente superiores a las sugeridas por el nivel de los tipos de intervención.



Fuente: Banco de España.



Fuente: Banco de España.

Conclusiones

En conjunto, la información que proveen las cuentas financieras de la economía española (junto con la información relativa a las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales provista por el INE) pone de manifiesto la gravedad de la crisis desencadenada en verano de 2007 y el impacto que ha tenido en los hábitos de comportamiento financiero de los hogares en España. Los cambios observados presentan elementos comunes con otros episodios de ajuste, que se han visto acentuados en esta ocasión por la crudeza del entorno económico: caída del gasto familiar, repunte del ahorro proporcionalmente mayor al deterioro de la renta bruta y freno en la compra de activos financieros derivada de la pérdida de valor agregada.

Pero también existen diferencias con otros episodios de crisis derivadas de la magnitud de la crisis reciente: para una misma posición neta de financiación, han tenido lugar cambios bruscos de posicionamiento debido tanto al incremento de la percepción de riesgos de contrapartida como a las mayores rentabilidades ofrecidas por ciertos activos, con motivo en parte de las restricciones de liquidez a las que se han enfrentado las entidades financieras.

Capítulo 16

IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS Y DE LAS EMPRESAS. EL PAPEL DE LAS IIC Y DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Introducción

Tras el comienzo de la crisis financiera en 2007, los Estados iniciaron una contundente campaña (especialmente en la parte final de 2008) destinada a frenar el impacto negativo de las turbulencias del sistema financiero sobre el crecimiento del PIB. Este proceso supuso el desarrollo de políticas de gasto público con una clara implicación en términos de aumento del déficit público y de la deuda pública en circulación. Paralelamente, el cierre del canal bancario para la financiación empresarial generó un incremento en la emisión de deuda corporativa por parte de las compañías de mayor tamaño. Este aumento en la demanda de financiación por parte de los agentes públicos y privados ha sido canalizado a través de los mercados financieros.

Así, el mercado primario de deuda se ha convertido en una de las principales herramientas con las que han contado los agentes privados para intentar contener los efectos adversos de la crisis financiera, en una situación de fuerte competencia con los Estados por la captación de fondos, aunque aliviada por las políticas monetarias expansivas (intenso aumento de la base monetaria).

De cara a los próximos trimestres, y a pesar de que la normalización del ámbito financiero está en curso, la importancia de los mercados de deuda seguirá siendo destacada (o incluso aumentará). El pago de la factura por las medidas fiscales adoptadas por los Estados y las necesidades de refinanciación de deuda por parte del sector corporativo y financiero en un contexto de tipos de interés al alza, seguirán situando a los mercados de deuda en el centro de la actualidad financiera.

En este sentido, se puede anticipar un extraordinario dinamismo del mercado primario de bonos en el que competirán los agentes públicos y privados por la captación de financiación. Pero para la correcta absorción del importante volumen de deuda que inundarán los mercados financieros durante los próximos años, el papel de las instituciones de inversión colectiva será destacado. Así, los fondos y las sociedades de inversión, pero también los fondos de pensiones, se configuran

como elementos clave en el correcto funcionamiento del mercado de renta fija y, por lo tanto, de la capacidad de superación de la crisis.

Ante la mayor crisis económica de las últimas décadas

La economía mundial se ha enfrentado a una de las crisis de crecimiento más intensas y de mayor calado a nivel global de las últimas décadas. La desconfianza de los agentes financieros y el extraordinario incremento de las tensiones de liquidez que soportó el sistema financiero mundial (capítulo 5), en un contexto de desapalancamiento del sector privado y fuerte apelación a los activos refugio (deuda pública), impactó con intensidad sobre un ciclo de actividad económica, que ya estaba dando señales de agotamiento desde el segundo semestre de 2007, tras casi 4 años de expansión.

Dada la magnitud de la crisis económica y los factores que delimitaron la eficacia de la política monetaria (disfunción de los canales de crédito), las herramientas monetarias no convencionales desempeñaron un papel crucial en la generación de estímulos anticíclicos que evitasen el colapso de los mercados financieros y la paralización de la economía a escala global. Desde el frente monetario, los tipos de interés de referencia en las principales economías desarrolladas se aproximaron al cero por ciento. Con la vía convencional agotada, los bancos centrales tuvieron que recurrir a otro tipo de medidas con un corte no convencional para apoyar la reconducción de la situación financiera, caracterizada por un incremento de las tensiones de los tipos de interés a largo plazo. Para ello, las autoridades monetarias utilizaron tanto el tamaño como la composición de sus balances con el objetivo de reducir las primas de riesgo a largo plazo en el mercado de deuda y así garantizar unos reducidos niveles de tipos de interés durante un periodo prologando de tiempo. Respecto al ámbito fiscal, la vía de actuación fue clara y "tradicional": incrementar el gasto público.

CRECIMIENTO MUNDIAL DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB Mundial	**4,9**	**5,5**	**4,9**	**3,0**	**-0,6**	**4,2**	**4,3**
Economías desarrolladas	2,5	3,1	2,7	0,5	-3,2	2,3	2,4
EEUU	3,2	3,3	2,1	0,4	-2,4	3,1	2,6
UME	1,4	2,6	2,6	0,6	-4,1	1,0	1,5
Alemania	0,9	2,7	2,5	1,3	-5,0	1,2	1,7
Francia	1,2	2,0	1,9	0,7	-2,2	1,5	1,8
Italia	0,1	1,9	1,5	-1,3	-5,0	0,8	1,2
España	3,5	3,9	3,8	0,9	-3,6	-0,4	0,9
Japón	1,9	2,2	2,1	-1,2	-5,2	1,9	2,0
Reino Unido	1,9	2,7	3,1	0,5	-4,9	1,3	2,5
Economías emergentes	9,3	8,6	8,3	6,1	2,4	6,3	6,5

Fuente: FMI (WEO; Abril de 2010).

Implicaciones en términos de déficit público

Pero la crisis financiera y económica ha contado también con novedosos elementos de impacto sobre los saldos presupuestarios. Ante la magnitud del deterioro en el crecimiento y el contagio al sistema financiero y crediticio, los Gobiernos reaccionaron tratando de evitar una "crisis sistémica" caracterizada por un fuerte incremento en la morosidad que, llegado el caso, podría derivar en un agotamiento del capital del sistema bancario en su conjunto. Para ello[1], además de llevar a cabo políticas orientadas a fomentar el gasto público y la inversión, los Gobiernos otorgaron garantías públicas para los préstamos interbancarios y para las nuevas emisiones de deuda de las entidades de crédito, facilitando su acceso a la financiación, así como su recapitalización, vía mercados financieros (con emisión de acciones o de instrumentos de renta fija).

Las medidas adoptadas tienen, de una u otra forma, un impacto sobre las finanzas públicas. Por un lado, encontramos los denominados pasivos contingentes (garantías) que, mientras no se confirmen mediante la quiebra de una entidad, no comenzarán a forman parte explícita del presupuesto público; en otros casos son operaciones financieras (recapitalizaciones a través de adquisiciones de acciones nuevas) que pueden tener un resultado positivo o negativo en el período de inversión; por último, otras herramientas no tienen impacto sobre las cuentas públicas (swaps entre los bancos centrales[2]).

Por lo tanto, no es fácil estimar a priori el importe e impacto de dichas medidas de apoyo sobre el déficit público de los Estados que las han adoptado. En este sentido, es útil recurrir al pasado para observar cómo en episodios similares los compromisos asumidos se han trasladado en términos de PIB. Según el BCE (2009) las medidas tomadas por Japón o los países escandinavos durante la crisis de los noventa, oscilaron entre el 3% y el 13% del PIB. En todo caso, esas cifras podrían quedar empañadas ante la magnitud de la crisis actual, de mayor calado y difusión que las del pasado. Como ya hemos señalado, al posible importe del rescate bancario habría que sumar el incremento del gasto público y la reducción de la recaudación provocada por la crisis económica. Como señala Ledo (2009)[3], la respuesta de la política fiscal ha supuesto el retorno de las medidas discrecionales frente a la idea vigente en los últimos años de que era preferible dejar actuar solamente a los estabilizadores automáticos. Como consecuencia, en 2009 los déficits públicos anuales se elevaron en los países desarrollados hasta cotas de entre el 5% y el 12%, unos niveles que deberían marcar un máximo, pero de difícil reconducción (en 2010 apenas se reducirán) ya que la mayor parte de este deterioro de las cuentas públicas tiene un carácter estructural.

---

[1] *Ver: "Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los gobiernos al sector bancario". Boletín Mensual del BCE. Julio de 2009.*

[2] *Ver Capítulo 5.*

[3] *"Impacto global de la expansión fiscal como respuesta a la crisis". Mayte Ledo. Cuadernos de Información Económica. 211. Julio/agosto 2009.*

ENTIDADES RESCATADAS E IMPORTES INYECTADOS Y DEVUELTOS (MILLONES DE USD)

ENTIDAD	PAÍS	INYECTADO	DEVUELTO
TOTAL EEUU		451.200	190.576
Citigroup	EEUU	60.000	35.000
Fannie Mae	EEUU	59.900	0
Freddie Mac	EEUU	50.700	0
AIG	EEUU	46.911	0
Bank of America	EEUU	45.000	45.000
Wells Fargo	EEUU	25.000	25.000
JP Morgan	EEUU	25.000	25.000
GMAC	EEUU	16.290	0
Morgan Stanley	EEUU	10.000	10.000
Goldman Sachs	EEUU	10.000	10.000
PNC Financial	EEUU	7.579	7.579
US Bancorp	EEUU	6.599	6.599
TOTAL RU		99.304	6.144
RBS	RU	69.895	0
Lloyds	RU	17.358	1.536
Northern Rock	RU	5.223	0
HBOS	RU	4.608	4.608
Bradford & Bingley	RU	2.220	0
Allied Irish Bank	IRL	4.712	0
Bank of Ireland	IRL	4.712	0
ING	HOL	13.462	6.731
Fortis	HOL	5.385	0
Aegon	HOL	3.000	0
BNP Paribas	FRA	6.866	6.866
Societe Generale	FRA	4.577	4.577
Credit Agricole	FRA	4.039	4.039
Credit Mutuel	FRA	1.615	0
Commerzbank	ALE	24.501	0
Bayerische LB	ALE	15.212	4.754
Hypo Real Estate	ALE	7.672	3.000
West LB	ALE	6.731	0
Landesbank BW	ALE	6.731	0
IKB	ALE	3.096	0
KBC	BEL	7.404	0
Dexia	BEL+LUX+FRA	4.000	0
UBS	SUI	5.632	0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg. A 30 de abril de 2010.

DÉFICIT PÚBLICO (% DEL PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EEUU	-2,8	-6,6	-12,5	-11,0	-8,2	-5,9	-5,7
Alemania	-0,5	0,0	-3,3	-5,7	-5,1	-4,0	-3,0
Francia	-2,7	-3,4	-7,9	-8,2	-7,0	-6,1	-5,1
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,2	-4,9	-4,9	-4,8
España	2,2	-4,1	-11,4	-10,4	-9,6	n.d.	n.d.
Japón	-2,5	-4,2	-10,3	-9,8	-9,1	-8,5	-8,1
Reino Unido	-2,6	-4,8	-10,9	-11,4	-9,4	-7,6	-6,2

Fuente: FMI (WEO; abril de 2010).

Fuerte emisión en el primario por parte de los Estados

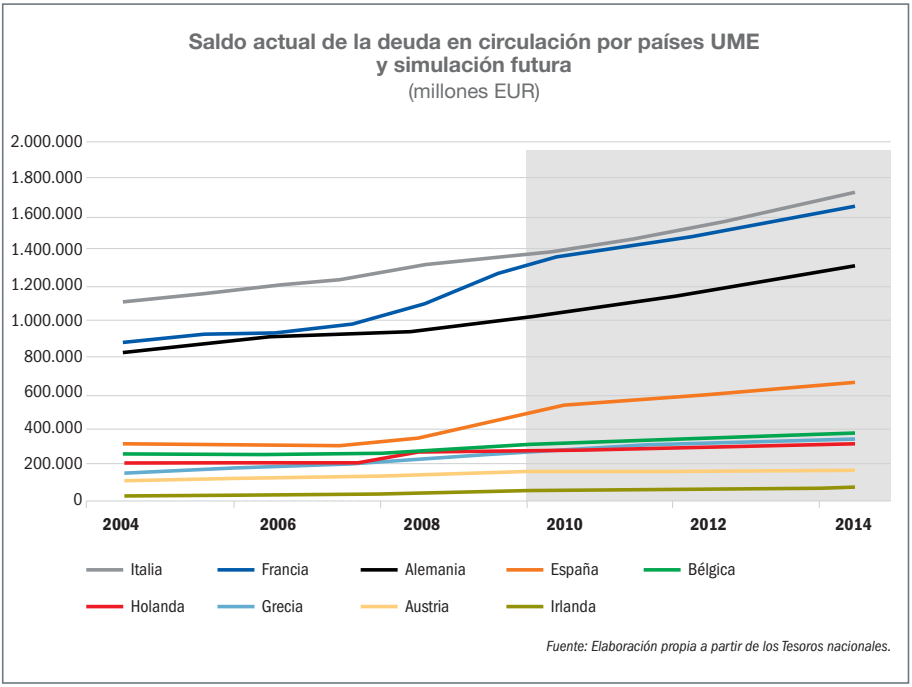
Consecuencia lógica de lo anterior es el importante aumento del saldo vivo de deuda por parte de los Estados, que se ha situado en 5 billones de euros a nivel global a cierre de 2009, elevando los ratios deuda / PIB en un proceso que podría continuar a medio y largo plazo por varios motivos. El ritmo de crecimiento previsto para los próximos años se situará por debajo del potencial mientras que la deriva en el deterioro de las cuentas públicas tardará tiempo en normalizarse. Adicionalmente, el abandono de la recesión vendrá acompañado de un aumento de los niveles de rentabilidad exigidos por los inversores, sobre todo si la expansión de la base monetaria es percibida como un riesgo para la inflación. Los mayores tipos de interés demandados por los inversores pueden suponer todo un reto para los Tesoros y sus programas de emisión, que sólo se compensaría, parcialmente, por el previsible aumento de las tasas de ahorro en los países desarrollados y por el mantenimiento de elevados niveles en los emergentes, en un contexto de alta movilidad internacional del capital. En cambio, un factor que podría reducir la presión alcista de los tipos de interés, aunque sólo fuese parcialmente, sería el diseño de estrategias creíbles de consolidación fiscal por parte de los Estados, punto en el que ya han incidido diversos países entre los que se encuentra España. Por último, aunque resulta difícil estimar su impacto a priori, las Administraciones Públicas podrían obtener importantes ingresos por las comisiones, dividendos e intereses pagados por el sector bancario a cambio del respaldo financiero ofrecido desde 2007, así como potenciales plusvalías en el proceso de retirada de su capital. En cualquier caso, y aunque sujeto a importantes incertidumbres, cualquier previsión de la deuda en circulación de los Estados apunta a un aumento de ésta durante los próximos años[4].

DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)

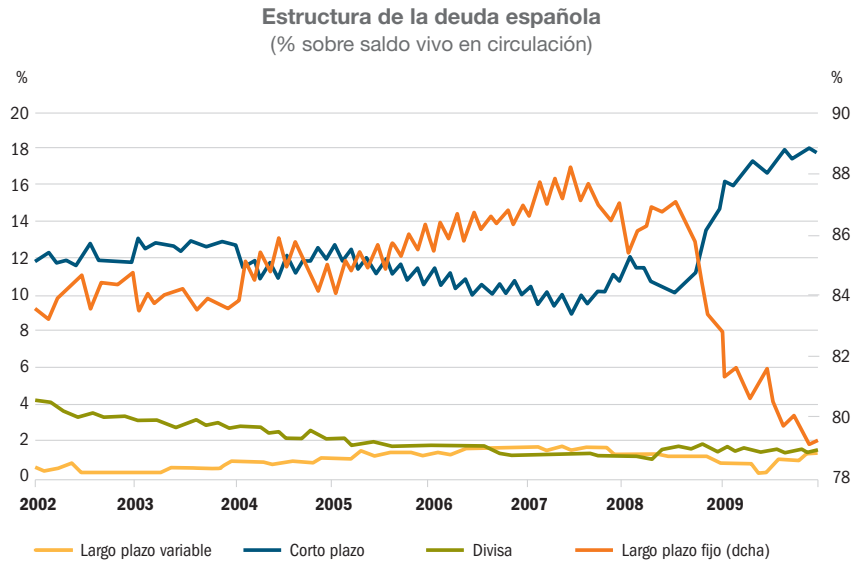
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EEUU	63	71	83	93	97	101	103
UME	66	69	79	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Alemania	64	66	73	77	80	81	82
Francia	64	67	77	84	89	92	93
Italia	103	106	116	119	120	122	123
España	36	40	53	65	75	83	92
Japón	188	199	218	227	234	240	244
Reino Unido	44	52	68	78	85	89	90

Fuente: FMI y Eurostat.

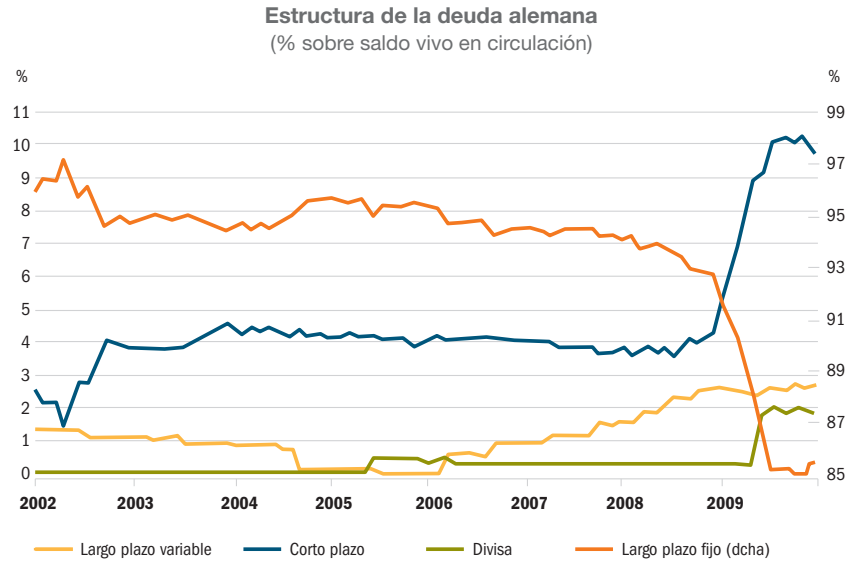
[4] *Si el tipo de interés nominal supera la tasa de crecimiento del PIB nominal, escenario relativamente probable en los próximos años, se necesita superávit presupuestario primario para, al menos, mantener la ratio de deuda pública. Este requisito parece difícil de conseguir en los próximos años, salvo una sorprendente recuperación del crecimiento económico.*



Las mayores necesidades de financiación de los Estados vendrán acompañadas de un cambio en la estructura de vencimientos. Hasta ahora, la búsqueda de financiación se ha orientado hacia el corto plazo aprovechando los mínimos históricos de los tipos de interés de referencia, y evitando las elevadas pendientes de las curvas y la ampliación de los diferenciales exigidos por los mercados ante el temor a un deterioro de la calidad crediticia de los emisores. Pero esta estrategia de captación de fondos a corto plazo, aunque justificada por la coyuntura, podría suponer un importante riesgo de refinanciación en el futuro.



Fuente: Elaboración propia a partir de BCE.



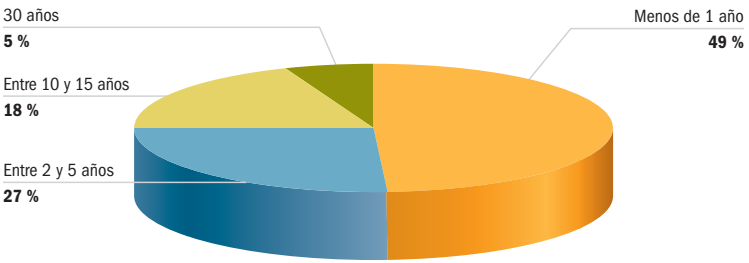
Fuente: Elaboración propia a partir de BCE.

VENCIMIENTOS ACUMULADOS DE DEUDA (% SOBRE EL SALDO EN CIRCULACIÓN TOTAL A 20 DE ABRIL DE 2010)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Irlanda	7,0	10,8	15,6	20,5	28,7	28,8
Holanda	2,7	9,8	16,9	22,8	26,4	32,3
Grecia	3,3	10,9	18,8	24,9	32,7	37,9
Italia	11,0	20,6	28,8	33,8	38,3	42,5
Portugal	10,5	19,9	25,1	30,0	38,2	44,1
Francia	13,0	22,1	28,7	34,5	39,5	44,3
ESPAÑA	9,8	19,1	27,8	35,0	41,7	45,3
Alemania	15,1	26,9	34,7	41,4	47,7	52,8
Bélgica	17,0	26,5	34,2	40,9	47,3	54,7

Fuente: Elaboración propia a partir de Tesoros nacionales.

Distribución por plazos de las emisiones de deuda del Tesoro español
(diciembre de 2009)

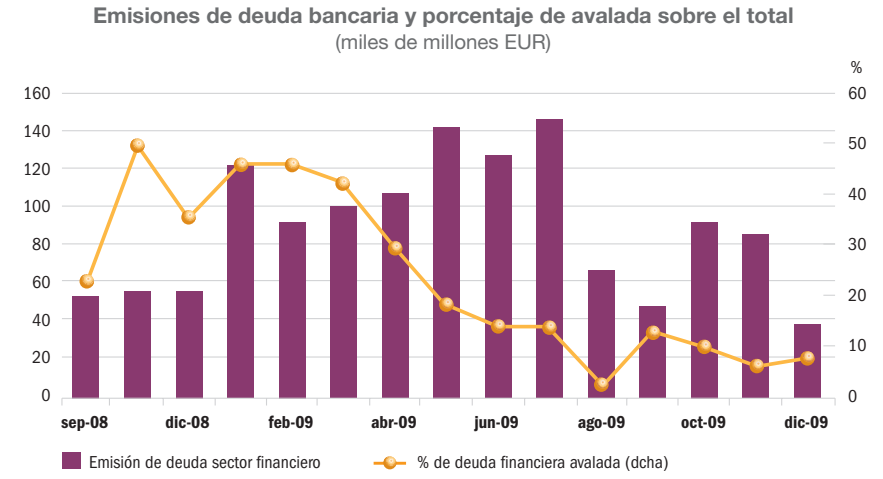


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Tesoro.

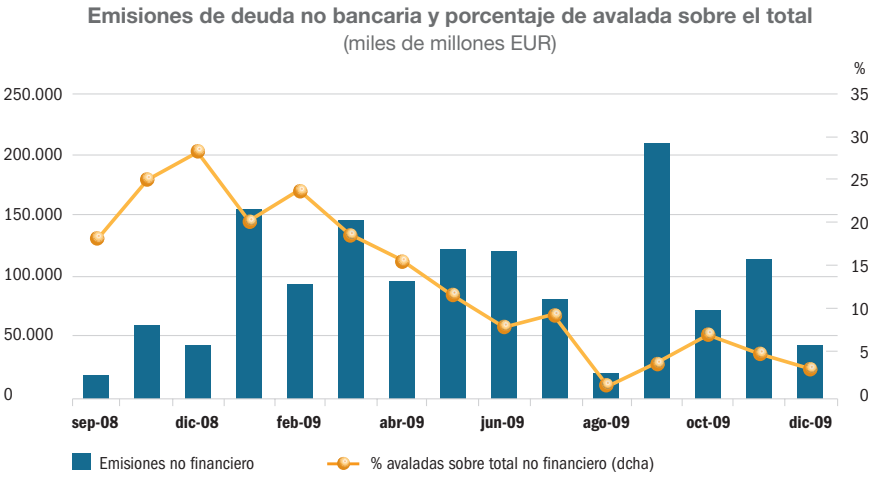
Fuerte emisión en el primario también por parte de las empresas

Una de las consecuencias de la crisis financiera, especialmente desde la quiebra de *Lehman Brothers,* fue el cierre, prácticamente absoluto, de los mercados de deuda corporativa, en un momento de máxima exigencia por cuanto coincidió con las restricciones de financiación desde el canal bancario. Fue necesario el apoyo estatal, en forma de avales públicos a la emisión de deuda privada (financiera y no financiera) para que, poco a poco, se produjeran operaciones en el primario. Tras este primer paso, en el arranque de 2009 se observó un importante dinamismo de las emisiones *corporate* (confirmado en la parte final del ejercicio) que no hizo más que afianzar la idea expuesta anteriormente: el mercado de renta fija se ha

convertido en uno de los protagonistas de la crisis y en una de las claves para sentar las bases de la recuperación económica. Su renovado dinamismo ha servido para compensar, al menos para las grandes compañías, las restricciones de financiación desde el canal bancario.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bloomberg.

El papel de la inversión colectiva y los fondos de pensiones en este contexto

Como se ha expuesto en las líneas anteriores, el mercado de renta fija se ha convertido en uno de los protagonistas de la crisis financiera y económica. Por un lado, como vía de financiación para los Estados de sus importantes déficits públicos. Por otro, como alternativa al canal bancario por parte de las empresas de mayor tamaño. Es previsible que a lo largo de los próximos años continúe el dinamismo del mercado de bonos, tanto para hacer frente a nuevas necesidades como para refinanciar, sobre todo porque las emisiones realizadas en 2009 se caracterizan por su reducido vencimiento (especialmente en el caso de los Tesoros). Por tanto, el mercado de renta fija tendrá que hacer frente a un aumento de la competencia por el capital, en un contexto en el que sería recomendable ampliar vencimientos para el emisor, no sólo para evitar el riesgo de refinanciación, sino también el del previsible repunte del coste de financiación asociado a una normalización de las condiciones monetarias.

Asistiremos, por tanto, al desarrollo de instrumentos de renta fija menos convencionales en su estructura de cupones, amortización del principal, etc, con un claro aumento de la vida media. En definitiva, productos más complejos que deberán contar con una demanda, no sólo abundante sino, lo que es más importante, conocedora de los riesgos y oportunidades de inversión en el mercado de renta fija. Estas características las cumple la inversión colectiva.

Por un lado, los fondos de inversión, que podrían ser los principales demandantes de productos híbridos como convertibles o *callable*, o de los más arriesgados como *high yield*. Mientras, el recomendable aumento de la duración del pasivo por parte de los emisores necesitará de inversores a largo plazo, entre los que destacan los fondos de pensiones.

Como ya se observó en 2009, a lo largo de los próximos años el mercado de renta fija se configurará como pieza esencial en el proceso de financiación de los agentes públicos y privados y, por tanto, de la recuperación de la economía mundial. Pero sólo la inversión colectiva podrá ejercer de contrapartida desde el lado de la demanda y absorber el aumento de emisiones al que asistiremos en el mercado primario. Pero, al mismo tiempo, las IIC y los fondos de pensiones pondrán a disposición de los inversores las oportunidades de rentabilidad que se producirán en el mercado de renta fija, garantizando, al mismo tiempo, una minoración de los riesgos mediante la diversificación (o la asunción de éstos en el caso concreto de algunas carteras) y ofreciendo liquidez y gestión profesionalizada.

Conclusiones

La crisis financiera de 2007-2010 tendrá importantes implicaciones durante un período prolongado de tiempo. El esfuerzo realizado por los Estados en términos de déficit público, junto con el necesario proceso de desapalancamiento del sistema crediticio, configuran al mercado de renta fija (aunque también al de renta variable, si bien en menor medida), como una de las piezas imprescindibles para la financiación y, en definitiva, para la recuperación económica. Pero el análisis sería incompleto si sólo tenemos en cuenta la demanda de financiación. Para que ésta se case con la oferta, es imprescindible ser conscientes del papel que juega la inversión colectiva y los fondos de pensiones, por lo que debería ser considerada por los Gobiernos como lo que es, pieza de transmisión de la recuperación económica. El ejemplo de los Fontesoros españoles (ver capítulo 4) debe dejarnos enseñanzas para el futuro, y no sólo como vehículo para ayudar en la financiación, sino también para trasladarle al pequeño inversor las oportunidades de rentabilidad que generarán los mercados de capitales.

Bloque III

El ahorro-previsión

Capítulo 17

LAS PENSIONES PÚBLICAS Y EL FONDO DE RESERVA DE LA SEGURIDAD SOCIAL

Introducción

La inversión colectiva, en la que participan millones de particulares, se entronca naturalmente con la previsión colectiva. Tanto por la vía generalista de los Fondos de Inversión (que se integran en las carteras de ahorro-previsión de los particulares), como por la específica de los Fondos de Pensiones (en cuyas carteras también figuran, por otra parte, los FI), el sector desempeña un papel muy importante en este ámbito como muestran los capítulos anteriores. Ahora bien, el alcance de estas actividades se enfrenta a un límite muy poderoso en la extensión de la previsión social a cargo del Estado, es decir, las pensiones públicas.

A pesar del tratamiento fiscal que reciben las aportaciones a los Planes de Pensiones, la extensión de estos formatos de previsión depende crucialmente del espacio que las pensiones públicas dejen para ello. Una evidencia bien contrastada en numerosos países indica que allí donde las pensiones públicas sustituyen porcentajes elevados del salario previo a la jubilación, las pensiones privadas son más reducidas y fruto de esfuerzos contributivos por lo general voluntarios y moderados. Lo contrario sucede en países en las que las pensiones públicas tienen un carácter de prestaciones universales reducidas y las pensiones privadas toman el protagonismo en la reposición de rentas salariales tras la jubilación.

Las prestaciones de la Seguridad Social aseguran de forma vitalicia, como es bien sabido, las contingencias de jubilación, incapacidad permanente, viudedad y orfandad. Aunque las pensiones medias por estos conceptos son relativamente reducidas en la actualidad, fruto de la composición de colectivos muy heterogéneos con carreras de cotización más bien cortas y, especialmente, bases reducidas, las prestaciones que reciben los individuos que hoy se jubilan, por ejemplo, mientras cumplan los requisitos de elegibilidad plena (tener 35 años de cotización y 65 años de edad), reciben una prestación relativamente elevada, muy a menudo bastante cercana al salario previo a la jubilación.

El hecho de que las pensiones públicas tengan una tasa de sustitución del salario tan elevada, lo que requiere cotizaciones sobre los salarios igualmente elevadas, implica que queda poco espacio para que los trabajadores en particular, y los hogares en general, puedan destinar recursos significativos a la previsión complementaria. No cabe duda de que los hogares ahorran de muy diversas maneras, pero la parte de su ahorro que destinan expresamente a la jubilación (y contingencias afines) a través de vehículos específicos (como Planes de Pensiones o Seguros de Jubilación) es reducida pues el vehículo público ocupa un gran espacio, como se comentaba más arriba.

Pero, por otra parte, las pensiones públicas se enfrentan a problemas crecientes de suficiencia financiera a medida que el envejecimiento de la población se manifiesta en forma de una mayor esperanza de vida a partir del momento de la jubilación y la moderada natalidad se traduce en cohortes de cotizantes más reducidas. Dicha insuficiencia financiera se debe a la lenta adaptación de las fórmulas de cotizaciones y prestaciones al deterioro de los equilibrios demográficos resultante de las tendencias comentadas y a que el método financiero de las pensiones públicas (cobertura contemporánea de los gastos por pensiones con los ingresos por cotizaciones, o método de reparto) expone severamente dichas fórmulas a un creciente desajuste.

Los Planes de Pensiones basados en la capitalización de compromisos de pensión de contribución definida presentan por definición equilibrio actuarial entre aportaciones y prestaciones. No cabe insuficiencia financiera en ningún caso, ya que las prestaciones de esta modalidad, de recibirse en forma de renta, se ajustan a lo que los capitales acumulados hasta el momento de la jubilación, en los que se incluyen los rendimientos obtenidos y las desgravaciones fiscales, pueden comprar. Cuando las prestaciones se reciben en forma de capital, la equivalencia actuarial es obvia.

La perspectiva de expansión de las pensiones privadas está estrechamente ligada a la de evolución de las pensiones públicas ya que los hogares interpretan que las cotizaciones obligatorias a la Seguridad Social son una especie de ahorro forzoso que sustituye en buena medida a otras modalidades de ahorro voluntario, en especial a través de los Planes de Pensiones. Y ante las condiciones a las que verosímilmente se enfrentarán los sistemas públicos de pensiones en el futuro inmediato, surge la necesidad por parte de los hogares de tomar decisiones anticipadas en relación a la previsión complementaria.

En el caso español, la previsión privada es muy reducida en relación a la previsión pública y ni por capitales de jubilación medios ni por aportaciones medias puede decirse que representa a la fecha de hoy una alternativa relevante a la previsión pública, cuyas cotizaciones medias son muy elevadas, como lo son las pensiones medias en relación al salario que sustituyen con motivo de la jubilación.

Esta circunstancia hace que el futuro de las pensiones públicas se constituya en una cuestión de primera relevancia de cara al desarrollo de las pensiones privadas, pues la integración de ambos tipos de pensiones para la provisión de las mejores pensiones posibles para los ciudadanos es, en definitiva, lo que importa. Veamos a continuación cuál es la situación de las pensiones públicas en nuestro país, cómo éstas han resultado afectadas por la crisis, cuál es el futuro verosímil de dichas pensiones públicas de mantenerse el sistema en sus parámetros actuales y qué perspectivas de integración entre las pensiones públicas y privadas se abren en función de los análisis precedentes.

El contexto general de las pensiones en España

En España existen tres esquemas diferentes de pensiones: las pensiones públicas de la Seguridad Social, las pensiones de los funcionarios de carrera de la Administración Central del Estado y transferidos a las CCAA y las pensiones privadas complementarias.

Las primeras pueden ser contributivas y no contributivas. Las pensiones contributivas de la Seguridad Social se otorgan a trabajadores por cuenta ajena y por cuenta propia, que han cotizado un número mínimo de años y alcanzan una determinada edad, afiliados en diferentes regímenes de los cuales el predominante es el Régimen General. Las pensiones no contributivas se otorgan a trabajadores que no han cubierto el período mínimo de cotización a partir de los sesenta y cinco años y siempre que carezcan de recursos suficientes. Existen límites mínimos y máximos al montante de las pensiones.

Las pensiones de los funcionarios de carrera de la Administración Central y transferidos a las CC AA se otorgan a miembros de los cuerpos superiores de la Administración Pública, las Fuerzas Armadas y otros colectivos específicos (pero no a todos los funcionarios públicos) agrupados en el Régimen de Clases Pasivas del Estado que han cotizado durante un mínimo de años y alcanzan una determinada edad. El resto de funcionarios públicos pertenecen al Régimen General de la Seguridad Social. También existen límites máximos y mínimos sobre el importe de las pensiones.

LOS ESQUEMAS DE PENSIONES EN ESPAÑA

	PENSIONES PÚBLICAS		PLANES Y FONDOS DE PENSIONES [3]
	SEGURIDAD SOCIAL [1]	CLASES PASIVAS [2]	
Cotizantes/Partícipes (media anual)	17.916.800	985.413	8.085.935[4]
Pensionistas/Beneficiarios (media anual)	7.756.300[5]	522.434	167.197[6]
Nuevas altas (netas)	125.667	34.564	n.d.
Cotización/Aportación media anual (EUR)	5.808	1.103[7]	738
Pensión/Prestación media anual (EUR)	11.613	18.060	6.833[6]
Pensión/Prestación media mensual (EUR)	968[8]	1.290[8]	569[6][8][9]
Ingresos por cotizaciones/aportaciones (mill EUR)	104.066	1.087[10]	5.964[9]
Gastos en pensiones/prestaciones (mill EUR)	90.070	9.060	1.142[9]
Gastos de gestión (mill EUR)	3.488[9]	n.d.	783[9]
Patrimonio (a 31diciembre, mill EUR)	60.761[11]	–	78.406
Gastos ad. en % del gasto en pensiones	3,87[10]	0,093	n.d.
Gastos de gestión en % de los activos medios totales	–	–	1,03[12]
Gastos totales como % del PIB	8,90	0,83	0,10
Ingresos totales en contribuciones como % del PIB	9,90	0,10	0,55
Patrimonio como % del PIB	5,78	–	7,19

(1) *Trabajadores del sector privado por cuenta propia y ajena, funcionarios no de carrera de las Administraciones Central, Autonómicas y Locales. Datos para 2009.*

(2) *Régimen de Clases pasivas del Estado, datos para 2008.*

(3) *Fondos y Planes de pensiones voluntarios y complementarios a la Seguridad Social, individuales, asociados y de empresa. Datos para 2008.*

(4) *Partícipes estimados a partir del nº de cuentas de partícipes.*

(5) *El número de pensiones ascendió a 8,53 millones a razón de 1,1 pensión por pensionista.*

(6) *Beneficiarios de prestaciones en forma de renta (el 50,85% en 2007).*

(7) *Cotización anual media por derechos pasivos (3,86% del haber regulador según el grupo de pertenencia del funcionario).*

(8) *Por pensionista, por todas las contingencias y para todos los regímenes, equivalentes para 12 pagas al año.*

(9) *Estimaciones propias.*

(10) *Cotizaciones de los trabajadores, no existen cotizaciones a cargo del empleador y la diferencia con los gastos se financia a través de los PGE.*

(11) *Fondo de Reserva de la Seguridad Social. A 31/12/09.*

(12) *Comisión Global Media de los Fondos de Pensiones (datos 2007).*

Fuente: Mº de Trabajo y Asuntos Sociales, Mº de Economía y Hacienda, Mutualidades de Funcionarios, INVERCO, DGSFP y elaboración propia.

Las pensiones privadas, a diferencia de los esquemas anteriores, no son obligatorias para los individuos y son complementarias, nunca sustitutivas, de las pensiones públicas. Las perciben quienes hayan cumplido una determinada edad y hayan hecho previamente aportaciones económicas a un Plan de Pensiones o un Seguro de Jubilación sin limitaciones respecto al período de aportación, el importe de las mismas o la cuantía de las pensiones. Dichas pensiones guardarán una correspondencia actuarial y financiera estricta con las aportaciones realizadas. Los participantes en este esquema pueden ser trabajadores o individuos que no se

encuentren en situación laboral, ambos en el plano individual o asociativo, y trabajadores cuyos empleadores mantienen a su favor y financian en todo o en parte un Plan de Pensiones de empresa (denominado formalmente "sistema de empleo") u otro instrumento equivalente.

En el cuadro adjunto se muestran los indicadores básicos de los tres esquemas recién descritos para el año 2009. Puede apreciarse que se trata de esquemas muy diferentes por su cobertura, trayectoria histórica y peso en la economía.

Es poco conocida, en general, la circunstancia de que junto a las pensiones públicas para el conjunto de los trabajadores por cuenta propia y ajena, además de para la mayoría de los funcionarios de las AA PP (que se encuadran en el Régimen General de la Seguridad Social), los funcionarios de carrera de la Administración General del Estado y aquéllos que, perteneciendo a los cuerpos de carrera, han sido transferidos a las CC AA (docentes y sanitarios), pertenecen al Régimen Especial de Clases Pasivas gestionado desde la Subdirección General de Gestión de Clases Pasivas. El régimen de Clases Pasivas no pertenece a la Seguridad Social y sus parámetros de cálculo de cotizaciones y reconocimiento de pensiones son diferentes, dando como resultado el pago de cotizaciones menores que las de la Seguridad Social y la percepción de pensiones mayores.

Los Planes y Fondos de Pensiones, por otra parte, son la "tercera pata" del sistema de pensiones español. Sus principales peculiaridades respecto a las pensiones públicas son tres:

- Son voluntarios y complementarios a las pensiones públicas, es decir, no se puede optar por salir parcial o totalmente del sistema público para entrar en el sistema privado.
- Están basados en el método financiero de la capitalización, mientras que las pensiones públicas están basadas en el método financiero del reparto con una cierta acumulación no dedicada (generalista) de reservas en el caso de la Seguridad Social.
- La gran mayoría de las pensiones que se causan (en forma de renta o de capital) son de contribución definida (ligadas a la rentabilidad de los capitales acumulados mediante las aportaciones anuales), mientras que las pensiones públicas son de prestación definida (ligada al salario o a un salario "pensionable" relacionado).

En estas condiciones, a pesar del desarrollo notable que el sector ha tenido desde que el sistema complementario se puso en marcha, en 1988, la presencia de las pensiones complementarias es muy reducida, no tanto en términos de partícipes o cuentas de partícipes como en los capitales acumulados por el sistema que, en términos medios, representan unos 8.000 EUR por partícipe aunque dichos capitales ascendían a 84,8 millardos de EUR en diciembre de 2009, es decir, el 8,1% del PIB de ese año.

El dato del capital acumulado por partícipe es tan reducido que con dicho ciclo de acumulación es inconcebible que se puedan cumplir dignamente las funciones propias de un esquema de pensiones, ni siquiera complementarias. A estos ritmos de acumulación será imposible que las pensiones privadas puedan contribuir a paliar los problemas futuros de las pensiones públicas a través de un esquema de pensiones más integrado.

El problema de tan escasa acumulación previsional por la vía de los Planes y Fondos de pensiones no radica en la mayor o menor intensidad de los incentivos fiscales de que disfruta esta modalidad de previsión en España, que es similar al de otras economías en las que las pensiones privadas están presentes, ni en la historia más o menos larga del sistema, sino en que en esos países la presencia de las pensiones privadas se expresa a través de esquemas concretos de integración con las pensiones públicas. El que las pensiones públicas sustituyan en porcentajes muy elevados a los salarios previos a la jubilación, como es el caso en España, con una tasa de sustitución de las mayores de la OCDE, implica que hay poco margen para la expansión de las pensiones privadas, independientemente de cuán bueno sea el tratamiento fiscal o larga sea la historia del sistema complementario.

La incidencia de la crisis económica en el sistema de pensiones públicas

En esta sección nos referiremos fundamentalmente a las pensiones del esquema de la Seguridad Social, aunque conviene aportar algunos argumentos acerca del tipo de riesgos que los esquemas de pensiones privadas y pensiones de Clases Pasivas pueden afrontar durante una crisis económica. En este caso hablamos de una situación reversible y de consecuencias más o menos duraderas, pero no de deterioros estructurales que obligasen a un cambio radical de los esquemas de pensiones, aunque siempre es conveniente aprender lecciones que hagan a dichos esquemas más funcionales y adaptables a las condiciones adversas que toda crisis impone.

La severa crisis económica y financiera ha retraído la acumulación de capitales de jubilación en el esquema de Planes y Fondos de Pensiones, aunque los datos más recientes muestran que este indicador se está recuperando claramente, pero la rentabilidad de los fondos ha sufrido correspondientemente. El deterioro de los activos subyacentes a los derechos consolidados de los partícipes también puede ser severo en una recesión obligando ello a quienes más cerca estén de la jubilación a replantearse sus expectativas de jubilación a la edad prevista cuando sus pensiones dependen de manera relevante de las que otorga el esquema privado.

El esquema de pensiones complementarias, por otra parte, por definición, en ningún caso tendrá problemas de insuficiencia financiera para pagar las pensiones a las que está obligado por causa de una disminución del número de partícipes, ya

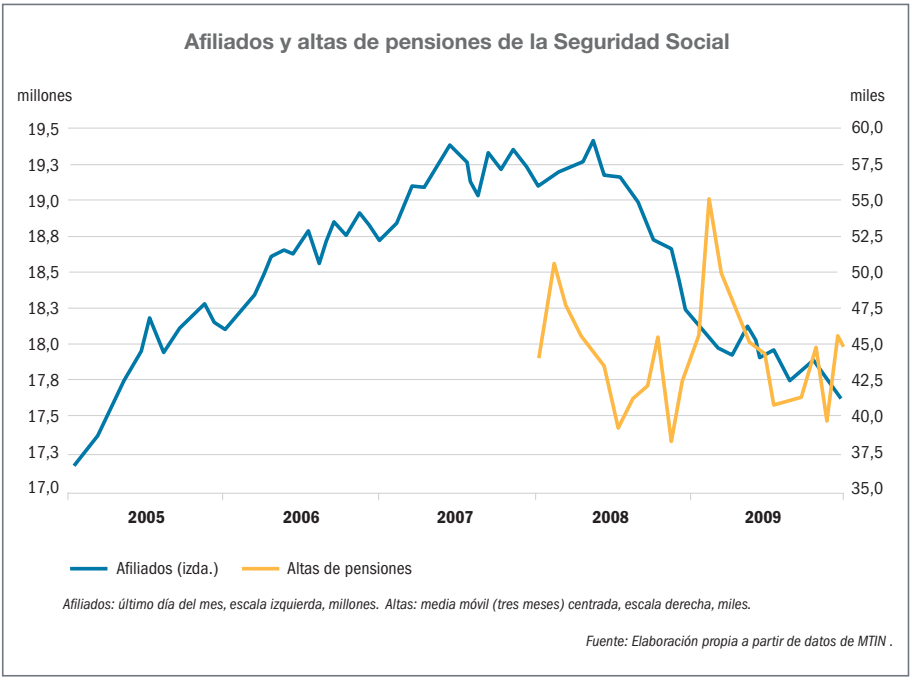
que dichas pensiones están plenamente respaldadas por los capitales acumulados por cada titular en el pasado. No obstante, la caída de las rentabilidades o la disminución de las aportaciones de los partícipes durante el periodo de acumulación harán que las pensiones futuras sean correspondientemente menores.

Por su parte, el esquema de Clases Pasivas, dados sus peculiares mecanismos, apenas sufrirá directamente una recesión económica. En este esquema, no existen capitales acumulados, las cotizaciones de los partícipes son muy modestas y la salud económica del mismo no depende de dichas cotizaciones salvo en aproximadamente un diez por ciento de los ingresos totales. Este colectivo está protegido por completo frente al riesgo de desempleo, por su estatuto de funcionario de carrera. No es concebible un desfase severo entre ingresos y gastos ya que los Presupuestos Generales del Estado contemplan los créditos necesarios para financiar íntegramente la diferencia entre los gastos previstos y los ingresos de cotizaciones. De producirse desfases, éstos serían ajustados dentro del ejercicio presupuestario mediante los mecanismos habituales. Solamente, en condiciones de insuficiencia financiera severa del Estado, las pensiones de este esquema podrían verse afectadas. Precisamente, uno de los principales factores que podría causar una insuficiencia financiera severa del Estado en el futuro es el esquema de pensiones de la Seguridad Social (ver sección siguiente).

El esquema de pensiones de la Seguridad Social, por último, por su naturaleza financiera de reparto, es sensible a las alternativas del mercado de trabajo, pues sus ingresos provienen de las cotizaciones de los trabajadores[1]. La extensión del desempleo en los últimos dos años ha tenido un efecto claro sobre dichos ingresos, pero no ha llegado a eliminar el superávit existente en las cuentas de la Seguridad Social desde hace años, cuando el boom del empleo provocó un aumento sostenido de las cotizaciones al tiempo que los gastos por pensiones se atemperaban por causa de un crecimiento moderado del número de pensiones. Las pensiones otorgadas por el sistema durante estos años no han dejado de crecer a un ritmo similar al de los años ordinarios impulsadas por la política del Gobierno de favorecer a las pensiones más bajas. Adicionalmente, su poder adquisitivo se ha visto reforzado por las actualizaciones ordinarias a las que se ha sumado el curso de la inflación durante 2009, negativa durante la mayor parte del año pasado. El número de nuevas altas de pensión, por fin, no se ha visto afectado por la crisis de manera significativa, como sucedió en la década de los años ochenta, cuando se utilizaba la jubilación anticipada o la jubilación por incapacidad permanente para dar salida a los excedentes laborales del sector industrial.

[1] *Además de los trabajadores efectivamente ocupados, los desempleados que perciben prestaciones siguen cotizando a la Seguridad Social ya que el Sistema Público de Empleo Estatal lo hace en su nombre, aunque por bases de cotización mínimas. Ello supuso en el ejercicio 2009 unos pagos del SPEE a la Seguridad Social de alrededor de 8.300 millones de EUR en detrimento del balance de la primera.*

La evolución de la afiliación a la Seguridad Social ha sufrido, como se decía, una considerable merma de efectivos, como puede apreciarse en el gráfico adjunto.



En diciembre de 2009, la afiliación se encontraba en niveles similares a los de marzo de 2005, habiéndose perdido más de 1,74 millones de afiliados desde mayo de 2008, cuando se alcanzó el máximo de la serie histórica. Esta clara indicación de las consecuencias de la crisis ha restado ingresos relevantes al sistema de Seguridad Social que podrían cifrarse en unos 10 mil millones de EUR acumulados desde el mencionado mes de mayo de 2008. Por otra parte, el gráfico adjunto muestra también que las altas de pensión, dentro de la estacionalidad que las caracteriza (suavizada por las medias móviles de tres meses) no han sufrido un aumento fuera de su tendencia a incorporar generaciones crecientemente numerosas de trabajadores en edad de jubilarse.

La crisis, sin embargo, como se decía anteriormente, no ha eliminado el superávit del sistema de pensiones, aunque ha detenido su aumento y ha provocado una rápida caída del mismo. Así, el sistema registró un superávit de 14.400 millones de EUR en 2008 que se ha visto reducido a 8.000 millones de EUR en 2009 y que podría descender a la mitad de este importe en 2010. Este superávit se encuentra en la actualidad sometido a las tensiones debidas al adverso ciclo económico después de haber tenido una situación muy

desahogada hasta el punto de haber contribuido decisivamente al superávit del conjunto de las AA PP registrado hasta 2007. Pero, en no muchos años, las tendencias demográficas y el consiguiente aumento del número de pensionistas harán que emerja un déficit estructural en el sistema de pensiones de la Seguridad Social que acabará con el Fondo de Reserva de las pensiones y generará una deuda equivalente al PIB en el horizonte 2050.

El futuro de las pensiones públicas

El comentario final de la sección anterior resume en pocas palabras cuál será la situación del sistema español de pensiones de Seguridad Social si las actuales fórmulas de cálculo de pensiones y cotizaciones se mantienen inalteradas (proyecciones a "legislación constante").

Desde mediados de los años ochenta, era ya patente para numerosos organismos internacionales que los sistemas de pensiones basados en el reparto se enfrentarían a problemas de insuficiencia financiera en el largo plazo como consecuencia del envejecimiento de la población y advertían de la necesidad de adoptar reformas con el tiempo necesario. Hasta los años noventa no se iniciaron reformas de cierta ambición en los países más avanzados (Suecia, Alemania), pero en muchos otros las condiciones de operación de los sistemas públicos de pensiones han cambiado relativamente poco. Han pasado más de dos décadas desde entonces y el tiempo disponible para adoptar las reformas oportunas se está acabando.

En el caso español, se han llevado a cabo diversas reformas del sistema de pensiones desde mediados de los años ochenta que no han supuesto un cambio radical en la operación del sistema de pensiones. La bonanza financiera de la que ha disfrutado el sistema hasta el presente, incluido el periodo de crisis, se ha debido en mucha mayor medida al boom del empleo como consecuencia de los fuertes flujos migratorios que a un efecto discernible de cualquiera de las reformas adoptadas, cuyas aparentemente numerosas medidas han tenido efectos moderados y de signo contrapuesto.

Lo cierto es que todos los estudios acerca del futuro de las pensiones públicas apuntan hacia una creciente insuficiencia financiera que se agudizará con motivo del paso a la jubilación de las numerosas generaciones del baby-boom español, que se producirá a partir de 2030. Antes de ese año, aproximadamente alrededor de 2020, se iniciaría la trayectoria del déficit estructural del sistema de pensiones[2].

A partir de las nuevas proyecciones de población recientemente libradas por el INE, se ha actualizado el modelo de proyección utilizado en Afi (2009) para obtener las proyecciones de gastos e ingresos del sistema de pensiones públicas en España al horizonte 2049. El resumen de dichas proyecciones se muestra en el cuadro adjunto.

[2] *Véanse los estudios recientes de Afi (2009), De la Fuente y Doménech (2009), Doménech y Melguizo (2009), Afi (2009) y Jimeno, Puente y Rojas (2008).*

PROYECCIÓN DE GASTOS E INGRESOS DEL SISTEMA ESPAÑOL DE PENSIONES CONTRIBUTIVAS 2009-2049 (IMPORTES EN EUR DE 2009)

FLUJOS DEMOGRÁFICOS DEL SISTEMA	2009	2049	RATIO 49/09
Población total (a 1 de julio) (miles)	46.857	55.219	1,2
Población 16-64	32.207	26.270	0,8
Población de 60-64	2.467	2.851	1,2
Población de 65 y +	7.925	15.919	2,0
Pensiones (miles)	8.532	16.779	2,0
Afiliados (miles)	17.917	17.625	1,0
FLUJOS ECONÓMICOS DEL SISTEMA	**2009**	**2049**	**RATIO49/09**
Gastos contributivos del sistema (millones de EUR)	91.645	365.135	4,0
Pensión media anual (EUR)	10.557	21.335	2,0
Cotización media anual (EUR)	5.568	11.329	2,0
Ingresos por cotizaciones (millones de EUR)	99.761	199.677	2,0
Superávit (+) / Déficit (-) del sistema (millones de EUR)	8.116	-165.458	–
Fondo de Reserva (+) / Deuda (-) (millones de EUR)	58.489	-1.977.307	–
EN PORCENTAJE DEL PIB	**2009**	**2049**	**RATIO49/09**
Ingresos totales	9,49	9,49	1,0
Gastos totales	8,72	17,35	2,0
Superávit/Déficit	0,77	-7,86	–
Fondo de Reserva/Deuda	5,56	-93,98	–
Ratio Afiliados/Pensiones	2,10	1,05	0,5
PRO MEMORIA	**2009**	**2049**	**RATIO49/09**
PIB (milllones de EUR)	1.051.151	2.103.939	2,0
PIB por afiliado (EUR)	58.669	119.375	2,0
PIB por habitante (EUR)	22.433	38.102	1,7

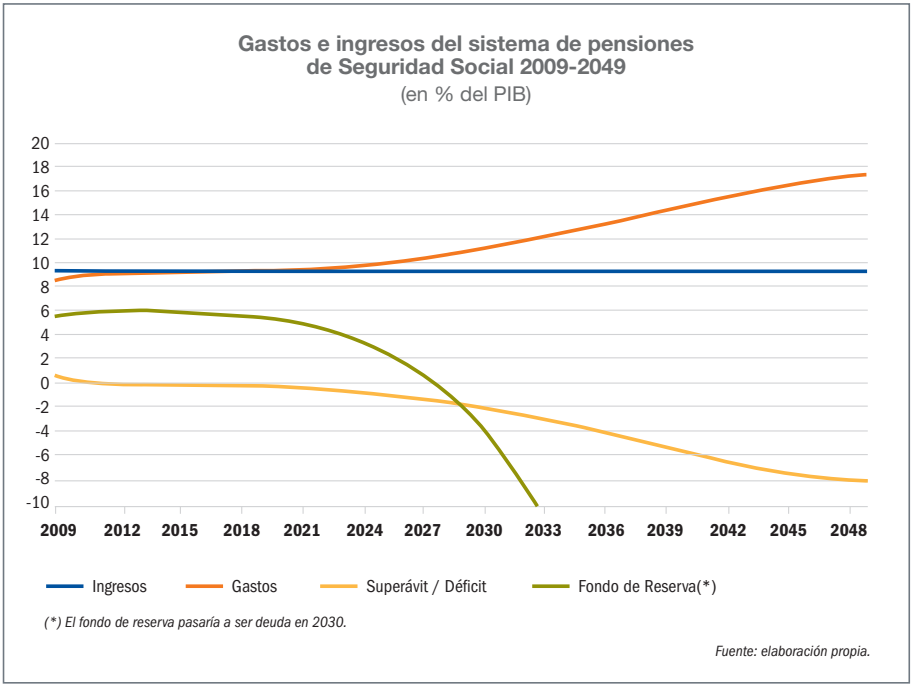
Fuente: elaboración propia.

De mantenerse las actuales condiciones de operación del sistema de pensiones públicas, en 2049, los gastos por pensiones en porcentaje del PIB se duplicarían mientras que los ingresos (también en porcentaje del PIB) se mantendrían constantes. Ello implicaría que el actual superávit se convirtiese en un déficit de casi el 8% del PIB al final del periodo de proyección arrastrando una deuda de equivalente al 94% del PIB de 2050.

El ritmo al que creciese la productividad o el empleo, de cuya composición resulta el crecimiento del PIB, serían indiferentes respecto a los resultados recién comentados, que se mantendrían en sus líneas generales. Ello es así porque los salarios, sobre los que se fijan las bases de cotización, crecen al mismo ritmo que el

PIB aproximadamente y la masa salarial y de gastos en pensiones repercute plenamente estos desarrollos. Si la productividad acabase ejerciendo algún efecto sustantivo en el control de los gastos por pensiones, ello sólo podría darse mediante una creciente desvinculación de las bases de cotización respecto a los salarios (por ejemplo, actualizándolas por debajo de éstos), lo que provocaría una disminución de la pensión media en relación al salario.

La trayectoria a lo largo del tiempo de las principales magnitudes del sistema puede apreciarse en el gráfico que se muestra a continuación.



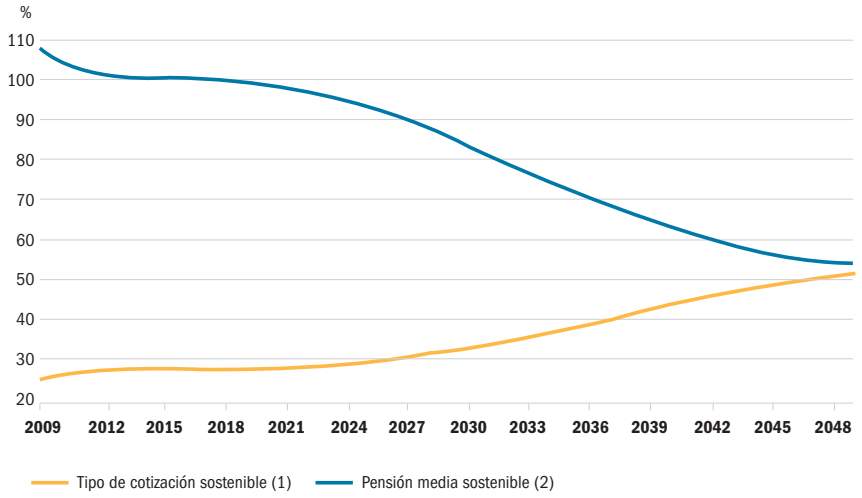
Esta situación es claramente desfavorable, aunque su cumplimiento depende de que las perspectivas demográficas en las que se basa se cumplan en los términos previstos. Puede pensarse que otra oleada de inmigrantes como la que ha registrado España en la primera década del siglo XXI ayudaría a resolver el problema. Nada más lejano de la realidad. La fuerte inmigración recibida en el pasado ha postergado el problema de la suficiencia financiera de nuestro sistema de pensiones, pero no lo ha resuelto, como muestran las proyecciones que aquí se comentan.

La razón estriba en que el aumento de la esperanza de vida, manteniéndose la edad de jubilación, implica un gasto en pensiones de ciclo vital que es creciente respecto al esfuerzo contributivo a lo largo de un ciclo laboral fijo. Esta es la verdadera

piedra de clave de la arquitectura de las pensiones de un sistema de pensiones, sea éste de reparto, capitalización, público o privado. La incoherencia creciente del balance de recursos y necesidades a lo largo del ciclo vital de individuos que se resisten a aceptar que una vida más larga conlleva ineludiblemente, para la mayoría de individuos, un ajuste de la edad de jubilación al alza. Las únicas alternativas a este ajuste son el aumento del esfuerzo contributivo o la disminución de las pensiones.

Si, en aplicación de las reglas del método de reparto hubieran de modificarse las pensiones medias o los tipos de cotización para ajustar los gastos estrictamente a los ingresos disponibles, evitando de esta manera la aparición de un déficit cualquiera, habría que reducir las pensiones considerablemente o aumentar los tipos de cotización de manera igualmente relevante, tal y como se muestra en el gráfico siguiente.

Pensión media y tipo de cotización "sostenibles" 2009-2049



(1) Tipo de cotización que habría que cargar sobre los salarios para financiar íntegramente el gasto en pensiones.
(2) Pensión futura en porcentaje de la pensión a "legislación constante" necesaria para ajustar el gasto a los ingresos.

Fuente: elaboración propia.

Los niveles actuales de pensiones medias y tipos de cotización son "sostenibles" en la medida en que logran el equilibrio de ingresos y gastos del sistema. Para que tal circunstancia siguiese dándose hasta el final del período de proyección, sería necesario revisar al alza el tipo de cotización hasta que éste alcanzase el 51,75% de las bases de cotización en 2049, frente al 28,3% actual. Alternativamente, si se optase por ajustar la pensión media, ésta debería situarse en el 54,69% del nivel que alcanzaría la pensión media en 2049 en ausencia de ajustes de ningún tipo.

El futuro de las pensiones públicas, como muestran estas proyecciones y muchas otras realizadas en los últimos años para España, incluidas las que el propio Gobierno realiza regularmente para la Comisión Europea, no es halagüeño y exige la apertura de un proceso intenso de reforma que considere una combinación de los siguientes elementos:

- Un aumento de la edad de jubilación.
- Un aumento del esfuerzo contributivo orientado a la acumulación de capitales de jubilación sustantivos.
- Una disminución de la tasa de sustitución de la pensión de reparto respecto al salario medio a compensar con los resultados de la medida anterior.

Las perspectivas de integración de las pensiones públicas y los sistemas complementarios de previsión social en España

La discusión con la que se cerraba la sección anterior evoca inmediatamente una cuestión relevante: el papel de las pensiones complementarias de capitalización en el futuro de la previsión colectiva en España.

Es, sin duda, posible que a mitad de siglo el panorama de las pensiones siga dominado casi en exclusividad por las pensiones públicas de la Seguridad Social, como sucede en la actualidad. Pero las perspectivas antes comentadas llevan a pensar que hay pocas alternativas aceptables para que ésto sea así sin llevar la pobreza relativa a los hogares de pensionistas, sin ahogar a las empresas y contribuyentes con cotizaciones o impuestos insoportables o sin lastrar a la economía con una deuda de Seguridad Social profundamente desestabilizadora. Más allá del ajuste ineludible de la edad de jubilación al alza, sería muy conveniente explorar con detenimiento las posibilidades que brinda la convivencia de las pensiones públicas y privadas de forma que el método subyacente a cada una de las fórmulas de previsión pudiese aportar una parte de la solución requerida.

La desigual convivencia actual que revelaba la sección segunda de este capítulo entre el esquema de pensiones públicas, cuyas cotizaciones son abrumadoramente pesadas sobre los salarios además de íntegramente deducibles del IRPF para los trabajadores y del IS para las empresas, y del esquema de pensiones complementarias, con muy modestas aportaciones deducibles hasta un límite, muestra bien a las claras que existe un margen amplio para un mejor equilibrio entre ambas modalidades de previsión colectiva.

La integración de las pensiones públicas con la previsión complementaria pasaría por la adopción de alguna, o una combinación, de las siguientes medidas, muy ligadas entre sí:

- La generalización de los Planes y Fondos de Pensiones y de los esquemas similares de previsión colectiva privada entre la población, especialmente entre los trabajadores.
- La posibilidad de permitir a los trabajadores afiliados a la Seguridad Social la opción por llevarse una parte prefijada de las cotizaciones pagadas al sistema público a un esquema obligatorio de pensiones privadas de capitalización
- El establecimiento del mismo trato fiscal tanto para las pensiones públicas como para las privadas.

En ausencia de cambios en este sentido, las pensiones complementarias, que han tenido un importante desarrollo en España desde 1988, pero que no constituyen hoy por hoy pilares suficientes para la jubilación, estarían condenadas a ser meros vehículos de un modesto ahorro únicamente guiado por el trato fiscal a fin de optimizar la cuenta fiscal de los contribuyentes.

Los capitales por partícipe acumulados hasta la fecha por los casi nueve millones de partícipes existentes en la actualidad son insignificantes a los efectos de la previsión para la jubilación. Entre los Planes del Sistema de Empleo, dichos capitales ascienden a un importe mayor que en los restantes sistemas, de unos 20 mil EUR por partícipe, el doble de los que se obtienen para el conjunto de Planes y Fondos de Pensiones.

Conclusiones

La inversión colectiva se entronca naturalmente con la previsión. A pesar del tratamiento fiscal que reciben las aportaciones a los Planes de Pensiones, la extensión de estos formatos de previsión depende crucialmente del espacio que las pensiones públicas dejen para ello. Y éstas se enfrentan a problemas crecientes de suficiencia financiera a medida que el envejecimiento de la población se manifiesta en forma de una mayor esperanza de vida a partir del momento de la jubilación y la moderada natalidad se traduce en cohortes de cotizantes más reducidas.

En el caso español, se han llevado a cabo diversas reformas del sistema de pensiones desde mediados de los años ochenta que no han supuesto un cambio radical en la operación del sistema de pensiones. La bonanza financiera de la que ha disfrutado el sistema hasta el presente, incluido el período de crisis, se ha debido en mucha mayor medida al boom del empleo como consecuencia de los fuertes flujos migratorios que a un efecto discernible de cualquiera de las reformas adoptadas, cuyas aparentemente numerosas medidas han tenido efectos moderados y de signo contrapuesto.

Lo cierto es que todos los estudios acerca del futuro de las pensiones públicas apuntan hacia una creciente insuficiencia financiera que se agudizará con motivo del paso a la jubilación de

las numerosas generaciones del baby-boom español, que se producirá a partir de 2030. Antes de ese año, aproximadamente alrededor de 2020, se iniciaría la trayectoria del déficit estructural del sistema de pensiones. De mantenerse las actuales condiciones de operación del sistema de pensiones públicas, en 2049, los gastos por pensiones en porcentaje del PIB se duplicarían mientras que los ingresos (también en porcentaje del PIB) se mantendrían constantes. Ello implicaría que el actual superávit se convirtiese en un déficit de casi el 8% del PIB al final del periodo de proyección arrastrando una deuda de equivalente al 94% del PIB de 2050.

Más allá del ajuste ineludible de la edad de jubilación al alza, sería muy conveniente explorar con detenimiento las posibilidades que brinda la convivencia de las pensiones públicas y privadas de forma que el método subyacente a cada una de las fórmulas de previsión pudiese aportar una parte de la solución requerida.

Capítulo 18

PLANES DE PENSIONES: IMPACTO DE LA CRISIS Y EVOLUCIÓN INTERNACIONAL COMPARADA

Introducción

La mayor parte de los países avanzados tienen un sistema muy desarrollado de planes de pensiones empresariales que abarcan a la mayoría de los trabajadores por cuenta ajena. Este desarrollo se ha dado históricamente en un contexto en el que tanto las pensiones públicas como las privadas de empresa han avanzado paralelamente buscando la complementariedad a partir de fórmulas muy diversas. Las pensiones de empresa tienen una trayectoria histórica que se remonta a antes de la aparición de la Seguridad Social de corte bismarckiano en la Europa de finales del siglo XIX.

Originalmente, en muchos países, las pensiones de empresa estaban integradas con las pensiones públicas de forma que entre ambas se garantizaba una pensión ligada al salario final del trabajador que pasaba a la jubilación. Se trataba de una pensión integrada de prestación definida. Los recortes de las pensiones públicas en muchos países expusieron severamente el riesgo que corrían las empresas que ofrecían este tipo de pensiones a sus empleados.

Con el tiempo, los esquemas de pensiones de empresa se han desintegrado de las pensiones de la Seguridad Social y han pasado a ser de contribución definida, de forma que se elimina el riesgo que incorporan las fórmulas de salario final. Igualmente, las empresas han sacado de su cuenta de resultados los flujos de aportaciones y prestaciones y de sus balances los capitales de jubilación y los compromisos de pensiones. Externalizar los esquemas de pensiones de empresa de los libros de las promotoras ha sido un proceso lento y costoso para muchas de ellas, pues los compromisos de pensión estaban, por lo general, muy poco provisionados o cubiertos o, en muchos casos, se hacía frente a ellos a medida que éstos se iban causando a partir de la cuenta de resultados, reservas contables, etc.

Aunque todavía se manifiestan muchos casos de grandes empresas cotizadas con problemas serios por causa de la situación de su Fondo de Pensiones, la norma actual es que las pensiones que las empresas ofrecen a sus nuevos empleados sean pensiones de aportación definida, no integradas con las pensiones de la Seguridad

Social y externalizadas a través de un Plan de Pensiones al que la empresa y el trabajador contribuyen con aportaciones pactadas, estando este Plan integrado en un Fondo de Pensiones con personalidad jurídica propia, separada de la de la empresa de forma que sus balances no tengan ningún tipo de dependencia. La empresa se limita a pagar regularmente al Plan las aportaciones pactadas, así como el trabajador, y es el Plan de Pensiones quien se encarga de pagar las prestaciones llegado el momento.

Más allá de la vigencia histórica de los Planes de Pensiones de empresa, la necesidad de introducir reformas relevantes en las pensiones públicas ha llevado a muchos países al impulso simultáneo de las pensiones de empresa creando una normativa muy prolija y convirtiendo a "la industria de las pensiones" en todo el mundo en uno de los sectores económicos más pesadamente regulado. Un caso elocuente es el de el Reino Unido, en el que el panorama de las pensiones es de una gran complejidad a medida que se han ido superponiendo reformas de entidad que han buscado fundamentalmente asegurar la cobertura de los trabajadores en materia de pensiones mediante pensiones básicas públicas, pensiones profesionales públicas, pensiones de empresa sustitutivas de las anteriores, pensiones estrictamente privadas (de grupo o individuales) y las nuevas pensiones personales que las empresas deberán ofrecer a sus empleados más jóvenes y menos protegidos a partir de 2012.

La presencia de pensiones de empresa es mayor en aquellos países en los que menor es la cobertura de las pensiones públicas, medida, por ejemplo, por la tasa de sustitución de las pensiones en relación al salario previo a la jubilación. Así, en España, donde la tasa de sustitución se sitúa en el 81%, la presencia de las pensiones de empresa es muy reducida, pudiendo cifrarse en sólo un 2,9% del PIB los capitales que corresponden a planes de empresa propiamente dichos (siendo el 8,1% del PIB el patrimonio de los planes y fondos de pensiones) que dan cobertura al 10% de los trabajadores. En Holanda, el país más desarrollado de Europa en la materia, la tasa de sustitución de la pensión es del 32%, mientras que el patrimonio de los planes de pensiones es del 155% del PIB siendo la mayor parte de ellos de empresa y llegando a una cobertura del 90% de los trabajadores.

Los planes de pensiones de empresas en España y el impacto de la crisis

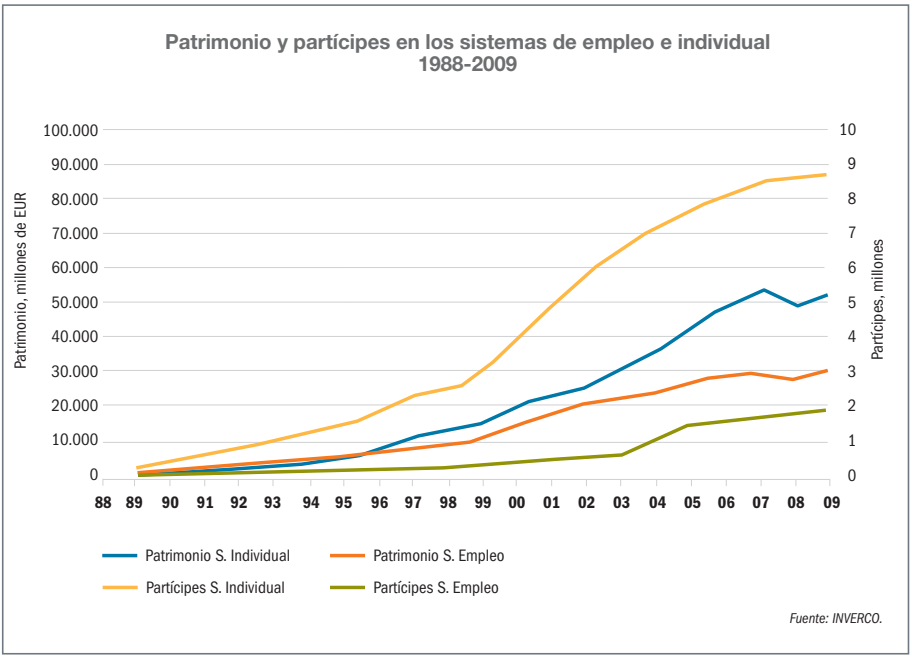
Antes de la promulgación de la normativa de Planes y Fondos de Pensiones, las grandes empresas, fundamentalmente los monopolios públicos y las entidades financieras, instrumentaban los compromisos de pensiones para sus empleados generalmente a través de sus cuentas de resultados, más que mediante la provisión de esquemas de capitalización o reservas. Sólo aquellas empresas que históricamente habían mantenido este tipo de compromisos con sus trabajadores formaban parte de panorama de la previsión colectiva de promoción empresarial existente en España.

Con la introducción de la normativa de Planes y Fondos de pensiones, a partir de 1987, las empresas empezaron a "externalizar" progresivamente los compromisos de pensiones que mantenían con sus empleados. Ello significó la creación de Planes de Pensiones segregados de las empresas promotoras y, naturalmente, la segregación de dichos compromisos de la cuenta de resultados y del balance de dichas empresas. Los compromisos de pensiones pasaron a estar a nombre de los beneficiarios, plenamente respaldados por los correspondientes capitales de jubilación acumulados en los fondos, gestionados independientemente por entidades gestoras y depositados en entidades depositarias. El gobierno de los Planes de Pensiones integrados en un fondo de pensiones pasó a corresponder a las Comisiones de Control estatutarias en las que los representantes de los trabajadores partícipes tenían un peso del 51%.

Aunque este requisito del ordenamiento de los planes de empleo supuso en un principio un obstáculo para la rápida externalización de los compromisos de pensiones de las empresas a través de los Planes de Pensiones, los ritmos impuestos por el regulador (la Dirección General de Seguros) acabaron por producir el que la mayor parte de los compromisos de pensiones de las empresas españolas se encuentran en la actualidad segregados, en términos de riesgo, de las cuentas de las empresas, si bien, naturalmente, vinculados a través de las aportaciones que las empresas están obligadas a hacer regularmente en virtud de dichos compromisos. Los capitales acumulados pertenecen a los trabajadores partícipes en los diferentes planes de pensiones y todo el riesgo del esquema queda plenamente asumido dentro del mismo por dichos partícipes, hasta que éstos comienzan a recibir las prestaciones correspondientes que, según la modalidad, pasa a las entidades aseguradoras de las rentas vitalicias en las que se materializan dichas prestaciones.

En principio, los Planes de Pensiones del Sistema de Empleo parecen el vehículo idóneo para instrumentar los compromisos de pensiones de las empresas hacia sus empleados. Aunque no son la única alternativa, ya que la empresa también puede trasladar dichos compromisos de pensiones a un seguro colectivo de vida. Pero analizando el desarrollo de dichos esquemas desde que se normalizó y reguló su actividad en España se encuentran algunos rasgos que revelan claramente que tales instrumentos no se han generalizado. En el gráfico adjunto se muestra una primera evidencia de ello.

El patrimonio acumulado a 31 de diciembre de 2009 en el sistema de empleo ascendía a 30.600 millones de EUR, algo más del 3% del PIB. Una acumulación claramente insuficiente si tenemos en cuenta que a esa misma fecha había encuadrados en el sistema casi dos millones de asalariados, aproximadamente el 13% de los asalariados totales. Si estuviesen debidamente cuantificados los compromisos de pensiones de Seguridad Social que el conjunto de asalariados tiene en estos momentos implícitamente acumulados (sin contar los de los pensionistas vigentes), estos compromisos ascenderían a una suma cercana al PIB, si no superior. Incluso teniendo en cuenta que tan sólo una porción reducida de los

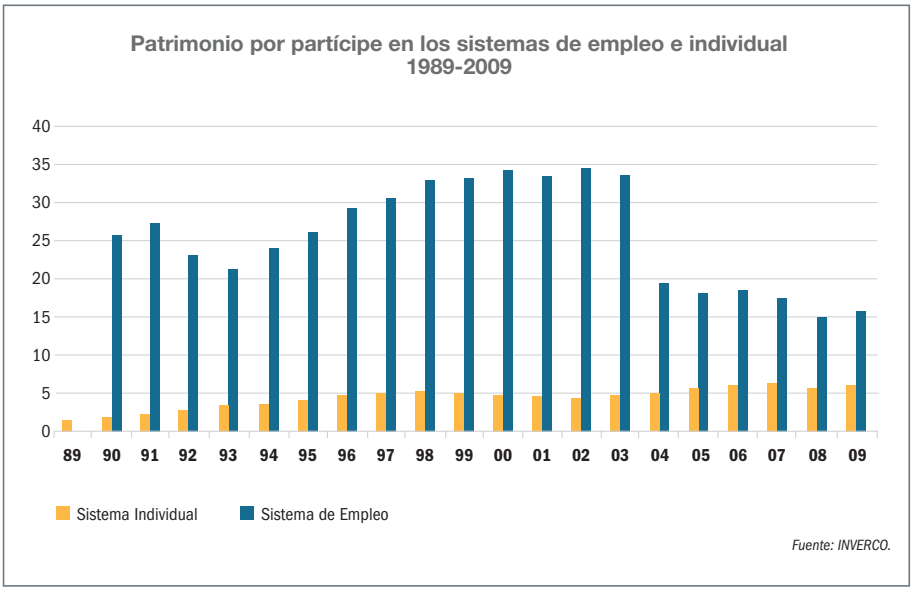


asalariados tiene acceso a las pensiones de empresa, el peso que los compromisos empresariales, ese 3% del PIB, refleja el modesto papel que frente a la Seguridad Social desempeñan las pensiones de empresa (las razones de esta asimetría se analizaron detenidamente en el capítulo anterior).

La trayectoria de acumulación de capitales e incorporación de partícipes a los planes de empleo no ha sido tan dinámica como la que han seguido los planes del sistema individual. En general, dicha trayectoria ha dependido íntegramente de la "externalización" de los compromisos internos de las grandes empresas ya existentes, adaptación exigida a plazo por la normativa establecida a partir de 1987. De hecho, a 31 de diciembre de 2004 debían encontrarse plenamente externalizados a través de planes de pensiones o seguros colectivos de vida la totalidad de los compromisos de pensiones de las empresas no financieras, si bien las entidades financieras, aseguradoras y agencias de valores quedaron exentas de esta obligación mientras aplicasen a sus planes internos las mismas normas establecidas para los planes externos.

En diciembre de 2004 no sólo se produjo la externalización definitiva de los planes internos de las empresas obligadas a ello, sino que, un mes antes, se había producido la creación del Fondo de Pensiones de los empleados públicos que incorporó instantáneamente a 530 mil asalariados de la Administración General del Estado (fundamentalmente ministerios y organismos autónomos) con una primera aportación global a cargo del ejercicio de 2004 de 55 millones de euros.

Ello tuvo varias consecuencias, una de las cuales, puede apreciarse en el gráfico siguiente. En efecto, los capitales acumulados hasta la fecha en los diversos sistemas no han sido muy importantes, a pesar de que algunos de éstos han surgido prácticamente de la nada, como es el caso de los planes y fondos de pensiones del sistema individual. El sistema de empleo, por su parte, se inició con unos capitales por partícipe de cierta entidad, es decir, unos 26.000 euros, que habían alcanzado los 35.000 euros a principios de los años dos mil. La incorporación de más de medio millón de asalariados del sector público en 2004 disparó, como comentábamos, el número de partícipes después de ese año, pero el resultado fue que el capital por partícipe disminuyó sensiblemente pues estos nuevos partícipes surgían sin una trayectoria de acumulación como la que tenían recorrida los restantes.



Naturalmente, este es un fenómeno estadístico y en absoluto implica que los capitales de jubilación de los partícipes no funcionarios de la AGE haya disminuido de manera significativa. Aún así, lo cierto es que la acumulación previsional en el seno de las empresas españolas es claramente simbólica y serán muy pocos los beneficiarios del sistema de empleo (no se diga de los del sistema individual o asociado) que puedan obtener pensiones privadas, sean éstas de renta o de capital, de cierta relevancia.

La evidencia previa muestra también que a lo largo del proceso de desarrollo de los sistemas de empleo e individual, los episodios económicos generales han afectado a dicho proceso. Así, desde 1990, la economía española ha sufrido dos recesiones y una desaceleración. La recesión de 1992/93, de cierta severidad

puntual pero de corta duración, no tuvo mayores efectos sobre los agregados del conjunto (patrimonio y partícipes), aunque el capital por partícipe del sistema de empleo se vio afectado disminuyendo en los dos años que caracterizaron dicha recesión. La desaceleración de los primeros años de la década de los dos mil tampoco afectó a los agregados, aunque estabilizó el patrimonio medio tanto del sistema de empleo como del sistema individual. Inmediatamente a la finalización de la citada desaceleración se produjo la caída de los capitales medios como consecuencia de la incorporación de los partícipes del Fondo de Pensiones de la AGE. Desde ese momento, no obstante, el patrimonio por partícipe de este sistema ha venido descendiendo paulatinamente. La crisis desatada en 2008, por fin, ha provocado ajustes relevantes en el agregado patrimonial, no así, lógicamente, en el de partícipes, que incluso aumentó, con el resultado de que, en 2008, el patrimonio por partícipe registró una caída significativa de casi el 16%, impulsado por esta doble fuerza. Esta caída se produjo tanto por menores aportaciones netas como, especialmente, por menores rentabilidades de los valores en los que se materializan los patrimonios implicados.

A la vista de la trayectoria de los patrimonios totales y por partícipe en el sistema de empleo, podría concluirse que los efectos de la crisis presente se han revertido en 2009, ya que tanto el patrimonio absoluto como por partícipe se ha recuperado en buena medida a los largo del año precedente. Ciertamente cabe esta interpretación ya que el patrimonio por partícipe era en diciembre de 2009 mayor incluso que en diciembre de 2007. El número de partícipes, como se ha comentado, también era mayor entre ambas fechas (casi 200 mil partícipes más).

Esta impresión se debe matizar cuando se consideran los flujos anuales de aportaciones y prestaciones del sistema de empleo, como se hace en el cuadro adjunto. Es evidente que las aportaciones brutas del sistema de empleo apenas se han resentido en el periodo 2007-2009. Incluso han crecido en 2008, respecto a 2007 y apenas han disminuido en 2009. El hecho de que las prestaciones hayan aumentado regularmente en estos años, en este mismo sistema de empleo, puede indicar en alguna medida la causación de pensiones de forma algo acelerada respecto a los ritmos habituales en este esquema motivada por la jubilación anticipada de trabajadores a causa de la crisis, tras un ajuste de plantillas en las grandes empresas que mantiene este tipo de compromisos de pensiones. Pero no son ritmos que podamos atribuir marcadamente al periodo recesivo en su totalidad. Por otra parte, el sistema de empleo tiene una inercia relativamente insensible a la crisis mientras los salarios no se vean muy afectados, como ha sido el caso en esta crisis (los ritmos de crecimiento de los salarios no han decaído apenas hasta 2009) y el despido de trabajadores no haya afectado a las plantillas de trabajadores con contrato indefinido, que son los principales beneficiarios de los planes de pensiones empresariales. En efecto, el enorme desempleo que ha acumulado la economía española se ha nutrido principalmente de trabajadores con contrato temporal, de pequeñas y medianas empresas y trabajadores autónomos, en su inmensa mayoría fuera de los esquemas de pensiones de las empresas.

APORTACIONES Y PRESTACIONES DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES 2007-2009 (MILES DE EUR)

	APORTACIONES	PRESTACIONES	APORTACIONES NETAS
Sistema Individual			
2007	5.242.985	2.744.665	2.498.320
2008	4.286.143	2.870.215	1.415.928
2009	3.973.288	2.630.018	1.343.270
Sistema de Empleo			
2007	1.666.054	1.094.060	571.994
2008	1.677.365	1.234.576	442.789
2009	1.589.099	1.322.904	266.195
Sistema Asociado			
2007	58.778	38.505	20.273
2008	42.289	35.079	7.210
2009	44.027	55.929	-11.902
Total			
2007	6.967.817	3.877.230	3.090.587
2008	6.005.797	4.139.870	1.865.927
2009	5.606.414	4.008.851	1.597.563

Fuente: INVERCO.

Pero la evidencia que se muestra en la tabla anterior apunta claramente a que las aportaciones de los partícipes en el sistema individual, la espina dorsal de las pensiones privadas en España, sí han sido muy sensibles a la crisis, marcando caídas muy relevantes tanto en 2008 como en 2009, si bien más amortiguadas en este último año. El sistema complementario, en su conjunto, ha contado con casi mil millones de euros menos de aportaciones brutas en 2008 que en 2007 y con otros 600 millones menos en 2009 que en 2008.

Claramente, las vías por las que la situación recesiva afecta a la industria de las pensiones pueden ser muy variadas. Pero en los países en las que éstas se encuentran arraigadas, la continuidad de la cobertura es determinante del futuro bienestar de los beneficiarios. Por definición, los capitales previsionales se encuentran instrumentados en valores sensibles a las cotizaciones de mercado y, como consecuencia de los descensos de dichas cotizaciones, pueden sufrir mermas relevantes. Pero, como también se ha visto, los mercados se recuperan y si las inversiones están debidamente diversificadas, el daño a los capitales sería limitado. Las aportaciones de los partícipes vendrán generalmente ligadas a los salarios, como las cotizaciones a las pensiones de la Seguridad Social, por otra parte, y las prestaciones estarán ligadas a los capitales acumulados.

Una situación recesiva que no expulse por mucho tiempo a los partícipes del esquema regular de aportaciones, lo que dependerá de la extensión y duración de

los episodios de desempleo, no tiene por qué representar una merma en los derechos consolidados de los futuros beneficiarios. De la misma manera, una política prudente por parte de los gestores de los fondos de pensiones, que "blinde" unos años antes de la jubilación de los partícipes los capitales que posteriormente se convertirán en prestaciones vitalicias, debería preservar el valor de dichas prestaciones. Una vez jubilados, los trabajadores recibirán preferentemente rentas vitalicias aseguradas, con lo que el riesgo de mercado, que hasta el momento de la jubilación había estado fundamentalmente soportado por los trabajadores, pasa a estar soportado por las entidades aseguradoras emisoras de los contratos de rentas vitalicias.

Las pensiones de empresas en el contexto internacional

No es muy abundante la información estadística relativa a las pensiones privadas en el mundo. Aunque es bien sabido que los planes de pensiones privados, sean de empresa o personales, están bien extendidos en la mayoría de países avanzados. La OCDE ofrece regularmente datos estadísticos actualizados acerca de la extensión y cobertura de las pensiones privadas en los países de su ámbito, entre los que se encuentran tanto países avanzados como emergentes. En el siguiente cuadro puede apreciarse que las pensiones privadas acumulan capitales de jubilación muy relevantes, digamos, por encima del 50% del PIB en tan sólo ocho países de la organización.

Una buena mitad de los países de la OCDE presentan un desarrollo muy insuficiente de las pensiones privadas ya que las tasas de capitalización no superan el 10% del PIB, entre ellos España. Las pensiones privadas en estos países pueden ser tanto de empresa como personales, lo que no se aprecia en el cuadro anterior en el que ambas están incluidas en las tasas de capitalización mostradas. Junto a las pensiones privadas, se observa que bastantes países tienen fondos de reserva de sus pensiones públicas, mientras que en algunos estos fondos de reserva superan el 20% del PIB. Tal es el caso de algunos países asiáticos, como Corea y Japón, y de Suecia. No es extraño, pues, que los sistemas de pensiones públicas acumulen reservas de pensiones, aunque lo hacen en mucha menor proporción del PIB que los sistemas de pensiones privadas.

PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS Y DE LOS FONDOS DE RESERVA PÚBLICOS 2007 (% DEL PIB)

	PENSIONES PRIVADAS	PENSIONES PÚBLICAS
Holanda	138,1	
Islandia	134,0	
Suiza	119,2	
Australia	105,4	4,9
Reino Unido	78,9	
Estados Unidos	76,7	16,6
Finlandia	71,0	
Canadá	55,3	7,9
Irlanda	46,6	11,5
Dinamarca	32,4	0,3
Japón	20,0	26,2
Portugal	13,7	4,3
Polonia	12,2	0,3
México	12,1	0,9
Nueva Celanda	11,1	7,8
Hungría	10,9	
Suecia	8,7	31,7
España	7,5	4,5
Noruega	7,0	5,2
Austria	4,8	
República Checa	4,7	
República Eslovaca	4,2	
Alemania	4,1	
Bélgica	4,0	
Italia	3,3	
Corea	3,1	23,9
Turquía	1,2	
Francia	1,1	1,9
Luxemburgo	1,0	
Grecia	0,0	
Total OCDE	**74,5**	**14,5**

Fuente: OCDE.

Puede apreciarse mejor la cobertura específica de los trabajadores por parte de las empresas en el siguiente cuadro, también con datos de la OCDE, en el que muestra que los planes de empresa están generalizados aunque son generalmente de aplicación voluntaria.

COBERTURA DE LAS PENSIONES PRIVADAS POR TIPO DE PLAN (% DE LA FUERZA LABORAL) 2007

	OBLIGATORIOS		VOLUNTARIOS		TOTAL
	EMPRESA	PERSONALES	EMPRESA	PERSONALES	
Australia		85,0	18,8	9,7	
Austria			13,9		
Bélgica			55,6		
Canadá			39,4		57,3
República Checa			45,0		
Dinamarca	>90,0/76,1	88,6			
Finlandia			8,7	7,3	
Francia			15		
Alemania			64	44	
Grecia					
Hungría		74	31.0		
Islandia	>90,0				
Irlanda			42,9	14,9	55
Italia			10,6	5,1	
Japón			45		
Corea					
Luxemburgo			5,6		
México		34,5			
Holanda	>90,0				
Nueva Zelanda			13.0/32.6	5.5/10.7	n.a./43.3
Noruega	>90,0		60	3	
Polonia		71,7		1,0	
Portugal			4		
República Eslovaca		65,8			
España			8,7		
Suecia	>90,0	>90,0			
Suiza	>90,0				
Turquía					
Reino Unido			47,1	18,9	59,1
Estados Unidos			46	34,7	57,7

Fuente: OCDE.

Allí donde los planes de empresa son obligatorios, la cobertura de los trabajadores es casi universal en los planes de empresa y bastante elevada en los personales, no siendo estas dos figuras, por lo general, compatibles. Cuando la aplicación de las pensiones privadas es voluntaria la cobertura es menor y puede darse simultaneidad en la titularidad, por parte de los trabajadores, de las pensiones de empresa con las pensiones personales.

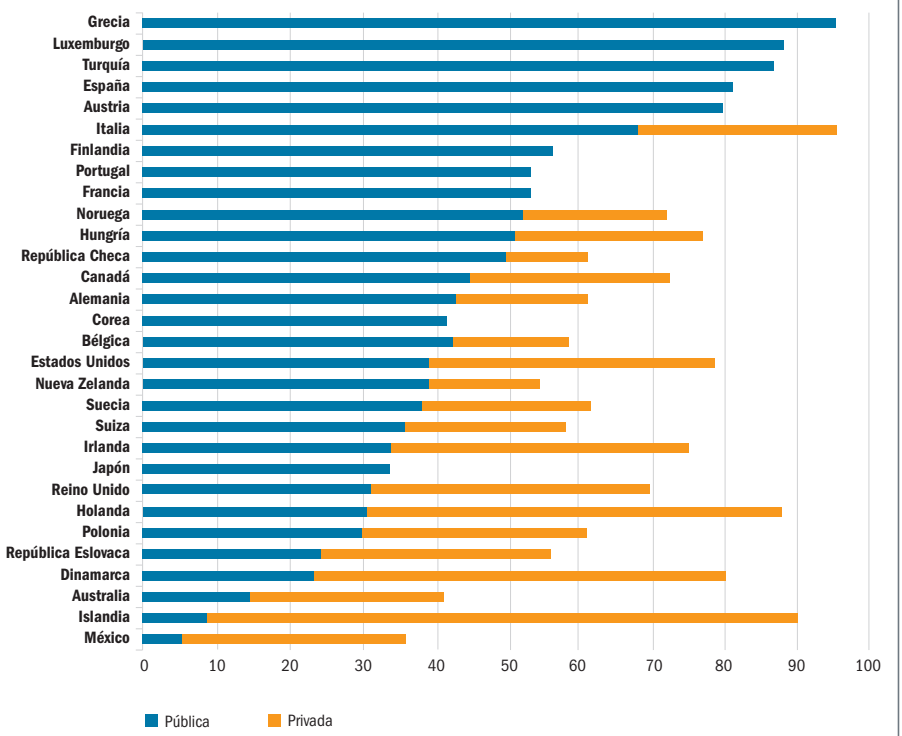
Estas elevadas coberturas personales, sin embargo, sólo representarán pensiones privadas relevantes para sus beneficiarios cuando la cobertura personal venga acompañada de capitales previsionales significativos. En general, como se muestra en el cuadro siguiente, en los países de la OCDE, entre las pensiones públicas y las pensiones privadas, las tasas de sustitución de los salarios previos a la jubilación rondan el 70% para salarios equivalentes al salario medio. De estos 70 puntos, las pensiones públicas cuentan por unos 46 puntos correspondiendo los restantes 24 puntos a las pensiones privadas.

TASAS DE SUSTITUCIÓN EN LOS ESQUEMAS PÚBLICOS Y PRIVADOS DE PENSIONES EN LA OCDE

	PÚBLICOS OBLIGATORIOS			PRIVADOS OBLIGATORIOS			PRIVADOS VOLUNTARIOS AD			PRIVADOS VOLUNTARIOS PD			TOTAL OBLIGATORIOS			TOTAL TOTAL		
	0,5	1	1,5	0,5	1	1,5	0,5	1	1,5	0,5	1	1,5	0,5	1	1,5	0,5	1	1,5
Australia	40,1	14,6	6,2	26,9	26,9	26,9										67,0	41,6	33,1
Austria	80,1	80,1	76,4										80,1	80,1	76,4	80,1	80,1	76,4
Bélgica	58,1	42,0	32,5				16,6	16,6	13,0				58,1	42,0	32,5	74,7	58,7	45,4
Canadá	76,5	44,5	29,7				33,2	33,2	33,2	26,4	26,4	30,8	76,5	44,5	29,7	93,2	72,6	59,4
Repúb. Checa	79,2	49,7	36,4				11,6	11,6	11,6				79,2	49,7	36,4	90,8	61,3	48,0
Dinamarca	61,5	22,9	11,7	62,5	57,4	55,8							124,0	80,3	67,5	124,0	80,3	67,5
Finlandia	66,5	56,2	56,2										66,5	56,2	56,2	66,5	56,2	56,2
Francia	61,7	53,3	48,5										61,7	53,3	48,5	61,7	53,3	48,5
Alemania	43,0	43,0	42,6				8,3	18,3	18,1				43,0	43,0	42,6	61,3	61,3	60,8
Grecia	95,7	95,7	95,7										95,7	95,7	95,7	95,7	95,7	95,7
Hungría	50,7	50,7	50,7	26,2	26,2	26,2							76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9
Islandia	26,4	8,3	5,5	81,9	81,9	81,9							108,3	90,2	87,5	108,3	90,2	87,5
Irlanda	68,4	34,2	22,8				40,8	40,8	40,8	0,0	15,7	27,1	68,4	34,2	22,8	109,2	75,0	63,6
Italia	67,9	67,9	67,9				27,7	27,7	27,7				67,9	67,9	67,9	95,6	95,6	95,6
Japón	47,1	33,9	29,4										47,1	33,9	29,4	47,1	33,9	29,4
Corea	64,1	42,1	33,6										64,1	42,1	33,6	64,1	42,1	33,6
Luxemburgo	99,4	88,1	84,3										99,4	88,1	84,3	99,4	88,1	84,3
México	23,8	4,6	3,1	31,4	31,4	31,4							55,3	36,1	34,5	55,3	36,1	34,5
Holanda	60,5	30,2	20,2	32,9	58,1	66,5							93,4	88,3	86,6	93,4	88,3	86,6
Nueva Zelanda	77,5	38,7	25,8				15,9	15,9	15,9				77,5	38,7	25,8	93,3	54,6	41,7
Noruega	60,1	51,9	41,9	6,0	7,4	7,9	9,1	12,8	18,1				66,2	59,3	49,8	75,2	72,1	67,9
Polonia	30,0	30,0	30,0	31,3	31,3	31,3							61,2	61,2	61,2	61,2	61,2	61,2
Portugal	63,0	53,9	53,1										63,0	53,9	53,1	63,0	53,9	53,1
Rep. Eslovaca	24,0	24,0	24,0	32,4	32,4	32,4							56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
España	81,2	81,2	81,2										81,2	81,2	81,2	81,2	81,2	81,2
Suecia	52,9	37,8	27,9	23,7	23,7	47,7							76,6	61,5	75,6	76,6	61,5	75,6
Suiza	52,4	35,6	23,8	10,1	22,7	16,7							62,5	58,3	40,5	62,5	58,3	40,5
Turquía	86,9	86,9	86,9										86,9	86,9	86,9	86,9	86,9	86,9
Reino Unido	51,0	30,8	21,3				39,2	39,2	39,2	38,4	38,4	38,4	51,0	30,8	21,3	89,3	70,0	60,6
Estados Unidos	50,3	38,7	34,1				40,1	40,1	40,1	30,6	30,6	30,6	50,3	38,7	34,1	90,4	78,8	74,2
OCDE	**60**	**45,7**	**40,1**										**72,2**	**59**	**54,3**	**81,1**	**68,4**	**63,6**

AD: Aportación definida. PD: Prestación definida.
Fuente: OCDE.

En países como Holanda, Dinamarca, los EE UU o el Reino Unido, sin embargo, las pensiones privadas reponen un mayor porcentaje del salario previo a la jubilación que las pensiones públicas. Por lo general, como se puede apreciar en el gráfico adjunto, cuanto mayor es la tasa de cobertura de las pensiones públicas menor es la tasa de cobertura de las pensiones privadas.

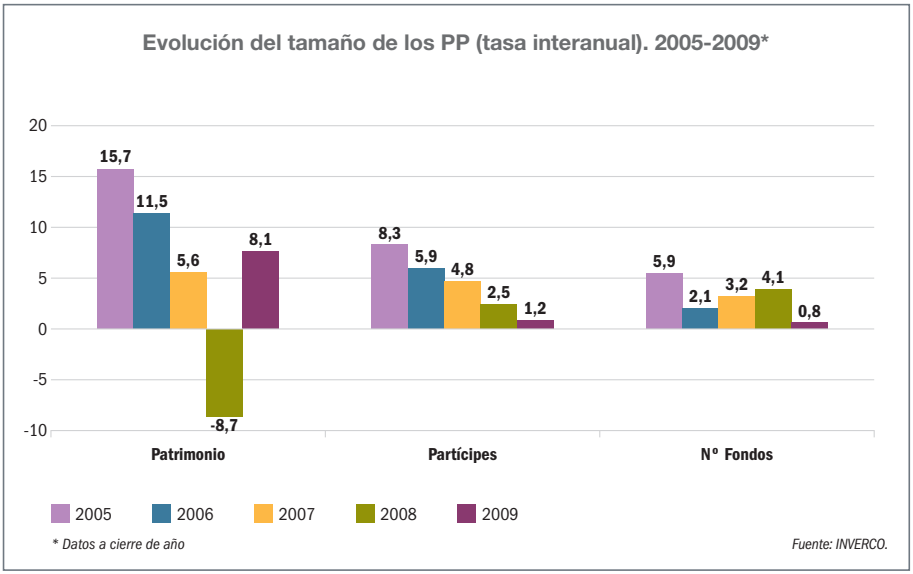


Impacto de la crisis en los fondos y planes de pensiones privados en España

Los planes y fondos de pensiones privados han adquirido en España una importancia creciente como forma de ahorro a largo plazo e instrumento de previsión social. El volumen de activos de los fondos de pensiones alcanzó en 2009 una cifra superior a los 85 mil millones de EUR, lo que no evita que todavía estamos muy lejos de la media de la Unión Europea. Para situarnos en ésta deberíamos más que duplicar la cifra actual de patrimonio de los fondos de

pensiones. Por lo tanto, todavía queda mucho camino que recorrer, y no sólo en cuanto a patrimonio, sino también por lo que respecta al número de partícipes. En términos absolutos el número de cuentas de partícipes ha crecido hasta los 10,74 millones, estimándose que el número real de partícipes ronda los 8 millones.

En el gráfico siguiente podemos ver la evolución del sector de fondos de pensiones en España durante los últimos cinco años. Destaca la fuerte moderación del crecimiento del volumen de activos (patrimonio) en el periodo 2007-2008, fruto de la crisis económica y financiera, y que también se ha observado en el número de partícipes, pero en menor medida en el número de fondos. Sin embargo, a lo largo de 2009 el patrimonio tuvo una fuerte recuperación (+ 6.400 millones de EUR, lo que supone un + 8,1%) situándose aproximadamente al nivel de 2007, de tal forma que podemos decir que el impacto de la crisis ha sido reducido.

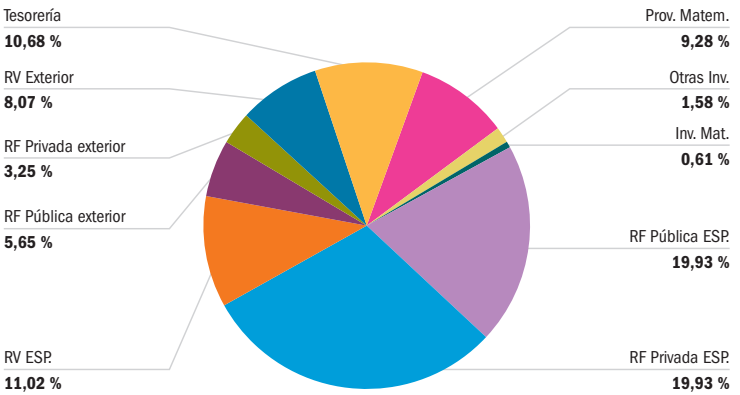


Estructura y organización de los fondos de pensiones

La composición de la cartera de inversión de los fondos de pensiones en España refleja bastante nítidamente, al igual que en los fondos de inversión, una aversión histórica por la inversión en renta variable y por los activos de mayor riesgo, que representan en torno al 20% del total de activos a finales de 2009, una cuota que se ha reducido respecto a diciembre de 2007 (representaba el 25% del total). Esta es una característica diferenciadora frente a los fondos de pensiones de corte anglosajón, en los que predomina la renta variable. Otra diferencia de nuestros fondos de pensiones es su elevado posicionamiento en tesorería, un 10,7% del

total de activos a finales de 2009. Sin embargo, este activo se ha reducido sustancialmente respecto a diciembre de 2007, fecha en la que concentraba el 18,5% del total de activos. Finalmente, cabe destacar el progresivo aumento del peso de la inversión en activos extranjeros, que se aceleró con el cambio al euro, siendo actualmente su peso del 17%, una cuota que se ha reducido en cerca de cuatro puntos porcentuales debido a la crisis financiera.

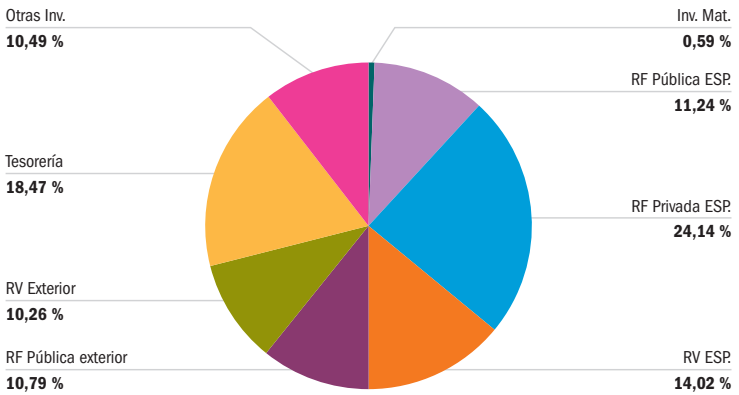
Composición de la inversión de los PP a 31 de diciembre de 2009



Fuente: INVERCO.

La reciente reforma del Reglamento de planes y fondos de pensiones, llevada a cabo por el R.D. 1684/2007, ha significado una importante flexibilización del régimen de inversión de los fondos de pensiones, lo que debiera redundar en una mayor diversificación de los activos en los que invierten las gestoras y, con ello, mejorar los rendimientos, especialmente en horizontes medios y largos (que son los habituales en este tipo de vehículos de inversión). Tal y como muestra el cuadro siguiente, las rentabilidades medias anuales ponderadas de los planes de pensiones del sistema individual, empleo y asociado no pueden considerarse satisfactorias tanto en el corto como en el largo plazo.

Composición de la inversión de los PP a 31 de diciembre de 2007



Fuente: INVERCO.

RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES DE LOS PLANES DE PENSIONES (31 DE DICIEMBRE DE 2009) (%)

	19 AÑOS	15 AÑOS	10 AÑOS	5 AÑOS	3 AÑOS	1 AÑO
SISTEMA INDIV.- RENTA FIJA CORTO	4,97	3,63	1,9	1,57	1,96	1,8
SISTEMA INDIV.- R. FIJA LARGO	5,25	4,06	2,27	1,88	2,31	3,96
SISTEMA INDIV.- R. FIJA MIXTA	5,33	4,07	1,16	1,47	-0,36	6,05
SISTEMA INDIV.- R.VARIABLE MIXTA	6,28	4,82	-0,04	1,9	-3,91	14,21
SISTEMA INDIV.- R. VARIABLE	2,4	8,76	-1,97	2,56	-6,86	27,2
GARANTIZADOS	--	--	4,87	2,19	1,13	3,77
SISTEMA DE EMPLEO	6,46	5,24	2,13	2,66	0,03	9,28
SISTEMA ASOCIADO	6,4	5,05	2,04	3,16	-0,14	9,23
TOTAL PLANES	**5,59**	**4,56**	**1,39**	**2,13**	**-0,10**	**7,7**

Fuente: INVERCO.

Respecto a la organización del mercado por grupos, una primera característica es su alto grado de concentración (como también sucede en fondos de inversión[1]): la cuota de mercado de las primeras diez gestoras supone el 77% del total del mercado. En segundo lugar destaca la escasa relevancia de las entidades aseguradoras frente a las entidades bancarias, ya que las principales entidades

[1] *Ver capítulo 12.*

gestoras pertenecen a un grupo bancario. Una tercera característica es la nula o poco relevante presencia de entidades gestoras puras o independientes, no vinculadas a un determinado banco, caja de ahorros o compañía de seguros.

Esto contrasta fuertemente con los mercados internacionales, donde las entidades gestoras de inversiones puras gozan de reconocido prestigio y alcanzan una significativa cuota de mercado, especialmente en los fondos de pensiones de tipo empleo. La escasa penetración de las grandes gestoras de carteras internacionales pone en tela de juicio la capacidad de construir una reputación corporativa en España, donde los grupos bancarios acaparan todo el mercado. No obstante parece claro que a futuro la integración europea debiera conducir a una mayor presencia de los gestores internacionales en España.

En los últimos dos años transcurridos desde el inicio de la crisis, el patrimonio del sistema de PP se ha reducido un 2%, registrándose un deterioro muy intenso en el sistema asociado, que ha perdido 203 millones de euros entre diciembre de 2007 y diciembre de 2009 (un -17%). El efecto de la crisis ha sido muy desigual entre grupos, tal y como muestra el cuadro siguiente.

EVOLUCIÓN Y CUOTA DE PATRIMONIO EN PLANES DE PENSIONES POR GRUPOS A 31 DE DICIEMBRE DE 2009 (EN MILLONES DE EUR)

SISTEMA INDIVIDUAL				
NOMBRE GRUPO	Nº PLANES	%	PATRIMONIO	% DIC-07 /DIC-09
B.B.V.A.	42	16,51	8.774	4,75
SEGURCAIXA HOLDING	108	15,23	8.095	30,98
SANTANDER	151	14,60	7.763	-6,72
BANCO POPULAR	40	5,77	3.070	-3,98
MAPFRE	36	5,66	3.008	122,26
CAJA MADRID	30	5,62	2.988	4,66
GRUPO CASER	174	3,26	1.733	11,47
BANCO SABADELL	33	2,83	1.507	-32,06
BANCAJA	21	2,57	1.368	-6,49
IBERCAJA	21	2,41	1.281	3,71
TOTAL	**1.206**	**100**	**53.158**	**-1,93**

SISTEMA DE EMPLEO				
NOMBRE GRUPO	Nº PLANES	%	PATRIMONIO	% DIC-07 /DIC-09
B.B.V.A.	269	22,68	6.950	-1,65
SEGURCAIXA HOLDING	163	16,29	4.991	5,06
FONDITEL	50	11,32	3.469	-27,48
IBERCAJA	19	10,04	3.075	6,19
GRUPO CASER	136	9,17	2.809	17,47
SANTANDER	158	3,85	1.179	-1,10
BANCO SABADELL	154	3,59	1.101	-7,52
CAJA MADRID	65	3,13	959	15,63
BANCO POPULAR	29	2,85	873	10,63
CAJA MEDITERRANEO	84	1,77	542	5,23
TOTAL	**1.889**	**100**	**30.638**	**-1,68**

SISTEMA ASOCIADO					TOTAL SISTEMAS				
NOMBRE GRUPO	Nº PLANES	%	PATRIMONIO	% DIC-07 /DIC-09	NOMBRE GRUPO	Nº PLANES	%	PATRIMONIO	% DIC-07 /DIC-09
SANTANDER	22	26,75	266	-7,32	B.B.V.A.	332	18,60	15.772	1,74
SEGURCAIXA HOLDING	5	12,52	124	-6,67	SEGURCAIXA HOLDING	276	15,58	13.211	19,39
BANCO POPULAR	30	6,43	64	-37,95	SANTANDER	331	10,86	9.208	-6,06
CAJA ARQUITECTOS	6	5,48	54	1,94	GRUPO CASER	322	5,40	4.576	14,88
B.B.V.A.	21	4,85	48	-18,03	IBERCAJA	40	5,14	4.356	5,45
HERMANDAD NAC.ARQUIT.	1	4,30	43	-22,05	BANCO POPULAR	99	4,72	4.006	-2,01
BANCAJA	25	3,44	34	-22,58	CAJA MADRID	103	4,68	3.972	7,05
GRUPO CASER	12	3,38	34	-8,93	FONDITEL	54	4,55	3.859	-28,40
P.S.N.	1	3,00	30	-16,22	MAPFRE	85	4,16	3.531	128,36
LA ESTRELLA	1	2,87	28	-7,00	BANCO SABADELL	191	3,11	2.635	-23,42
TOTAL	**213**	**100**	**993**	**-16,97**	**TOTAL**	**3.308**	**100**	**84.789**	**-2,05**

Fuente: INVERCO.

Planes de pensiones individuales

El volumen de ahorro acumulado en planes de pensiones individuales supera, a cierre de 2009, los 53 mil millones de euros, lo que supone más del 60% del patrimonio total de los planes de pensiones. Es, por tanto, de las tres modalidades, la que mayor desarrollo ha tenido en España, impulsada principalmente por la presión comercial ejercida por las entidades financieras, en mayor medida los bancos, que desde el nacimiento de los planes de pensiones han liderado el sector, pero también por las cajas de ahorros que en los últimos años han realizado fuertes campañas comerciales y publicitarias del producto. Y es que en un entorno de márgenes interbancarios cada vez más reducidos, las entidades de crédito han buscado nuevas vías de obtener ingresos, y una de las más importantes son las comisiones procedentes de planes de pensiones.

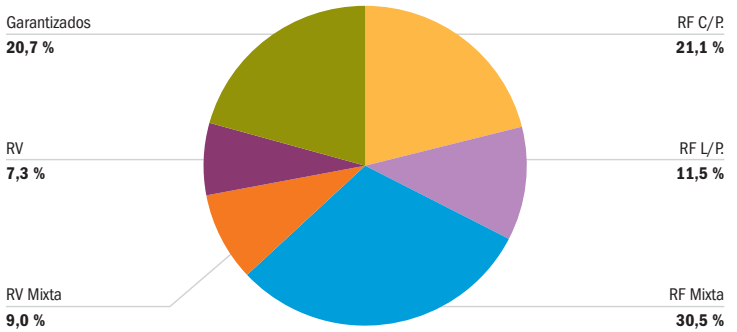
En este sentido, es destacable la importancia que han adquirido las campañas comerciales y promoción de planes de pensiones individuales que tienen lugar en los últimos meses del año. De esta forma, en el último trimestre las entidades consiguen captar entre el 50 y el 60% de las aportaciones a planes de pensiones individuales de todo el ejercicio.

Siguiendo este esquema comercial, parece que los parámetros de los inversores para seleccionar uno u otro plan están más centrados en los regalos que acompañan las campañas de promoción, que en las comisiones que cobran (la comisión media es del 1,45%) o las rentabilidades históricas. De esta forma, parte de los esfuerzos comerciales de las entidades financieras se centran en captar traspasos de planes de pensiones procedentes de otras entidades.

La composición de las categorías de PP del sistema individual se caracteriza por el elevado peso que mantiene la renta fija (un 59,6% a 31 de diciembre de 2009),

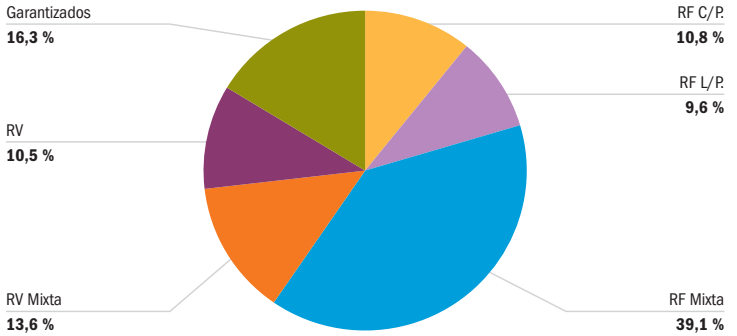
aunque respecto a diciembre de 2007 ha cambiado su distribución, ganando peso la renta fija a corto plazo en detrimento de la renta fija mixta. También tienen un peso relevante los garantizados (20%), que se ha incrementado en los últimos dos años. Los datos de la distribución por categorías constatan, de nuevo, la elevada aversión al riesgo de los partícipes a la hora de elegir su plan de pensiones (por más que su horizonte de inversión sea a largo plazo).

Categorías de Planes de Pensiones del Sistema Individual a 31 de diciembre de 2009



Fuente: INVERCO.

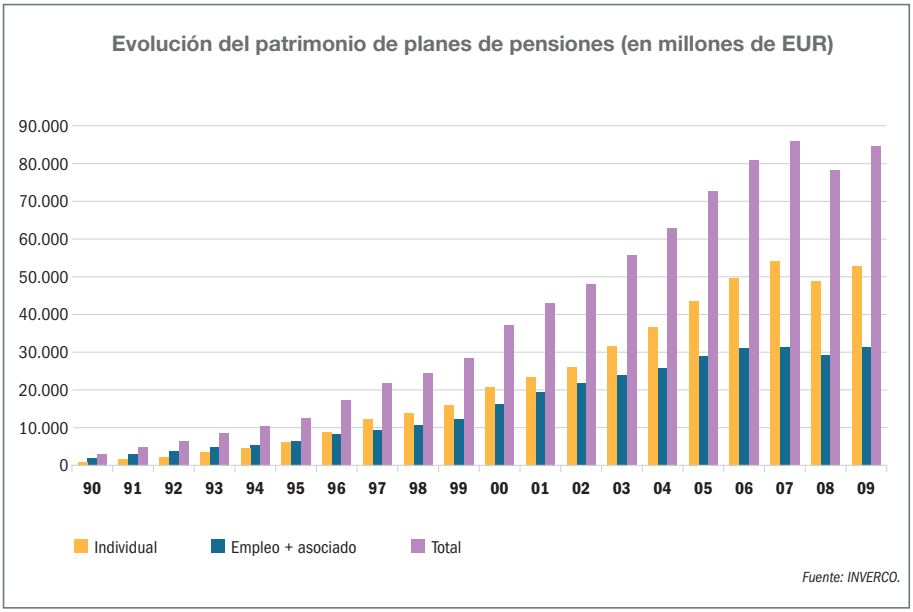
Categorías de Planes de Pensiones del Sistema Individual a 31 de diciembre de 2007



Fuente: INVERCO.

Planes de pensiones de empleo

El volumen de ahorro acumulado en planes de pensiones de empleo alcanza, a cierre de 2009, 30.000 millones de euros, lo que supone el 36% del patrimonio total de los planes de pensiones.

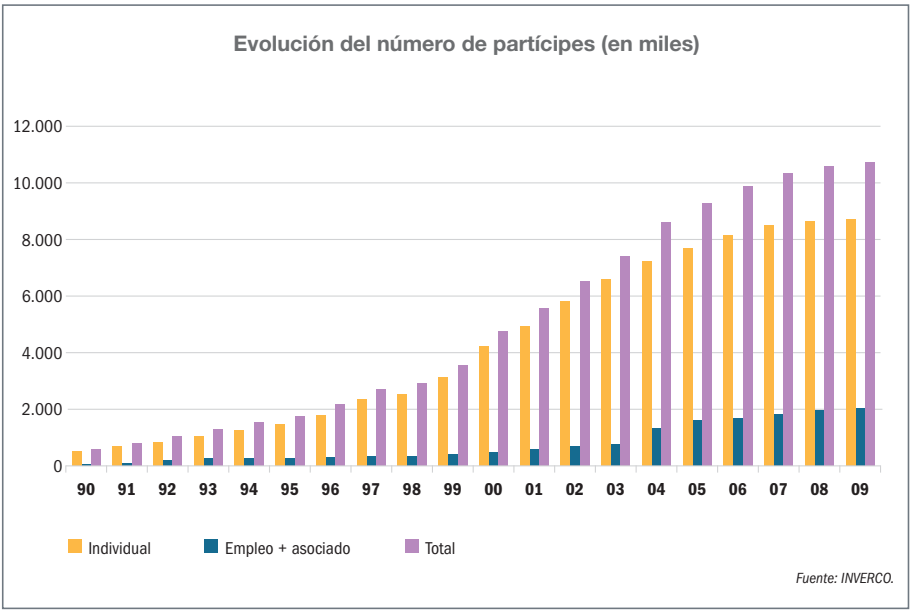


Se trata por tanto de un tipo de planes con un lento desarrollo en España, en comparación con los niveles alcanzados en otros países de nuestro entorno, por lo que queda un fuerte margen de crecimiento.

Los planes de empleo son promovidos por las empresas, por lo que en muchos casos los parámetros para la selección de entidad gestora y depositaria suelen estar muy condicionados por el coste y la confianza en la entidad gestora del fondo. Por tanto, la competencia es fuerte y se establece básicamente vía precios, siendo la comisión media en el año 2009 del 0,14%, lo que no ofrece grandes rentabilidades a las entidades gestoras, depositarias y comercializadoras de los planes de empleo.

Planes de pensiones asociados

Por último, señalar que los planes de pensiones asociados en España han registrado un escaso desarrollo. El volumen de ahorro acumulado en estos planes alcanza, a cierre de 2009, la cifra de 990 millones de EUR, lo que apenas supone el 1,2% del patrimonio total de los planes de pensiones.



Fuente: INVERCO.

Conclusiones

La mayor parte de los países avanzados tienen un sistema muy desarrollado de planes de pensiones empresariales que abarcan a la mayoría de los trabajadores por cuenta ajena. Éstos se caracterizan por ser de aportación definida, frente a la prestación definida, mayoritaria en épocas pasadas. La presencia de pensiones de empresa es mayor en aquéllos países en los que menor es la cobertura de las pensiones públicas, medida, por ejemplo, por la tasa de sustitución de las pensiones en relación al último salario previo a la jubilación. Así, en España, donde la tasa de sustitución se sitúa en el 81%, la presencia de las pensiones de empresa es muy reducida. El patrimonio acumulado a 31 de diciembre de 2009 en el sistema de empleo ascendía a 30.600 millones de EUR, algo más del 3% del PIB. Una acumulación claramente insuficiente si tenemos en cuenta que a esa misma fecha había encuadrados en el sistema casi dos millones de asalariados, aproximadamente el 13% de los asalariados totales. Si estuviesen debidamente cuantificados los compromisos de pensiones de Seguridad Social que el conjunto de asalariados tiene en estos momentos implícitamente acumulados (sin contar los de los pensionistas vigentes), estos compromisos ascenderían a una suma cercana al PIB, si no superior. Incluso teniendo en cuenta que tan sólo una porción reducida de los asalariados tiene acceso a las pensiones de empresa, el peso que los compromisos empresariales, ese 3% del PIB, refleja el modesto papel que frente a la Seguridad Social desempeñan las pensiones de empresa. En Holanda, el país más desarrollado de Europa en la materia, la tasa de sustitución de la pensión es del 32%, mientras que el patrimonio de los planes de pensiones es del 155% del PIB siendo la mayor parte de ellos de empresa y llegando a una cobertura del 90% de los trabajadores.

Bloque IV

Los Hedge Funds y la crisis financiera

Capítulo 19

ORÍGENES DE LA INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS E IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SUBPRIME

Introducción

El año 2008, el punto álgido de la crisis subprime, será recordado no sólo por ser el peor ejercicio de la historia de los Hedge Funds en cuanto a rentabilidad y reembolsos solicitados por los inversores, sino también como el primero de la última década en el que estos vehículos de inversión colectiva no cumplieron con el objetivo que se les presupone: ofrecer rendimientos absolutos independientemente de la evolución de los mercados financieros. La mejoría de la liquidez, el mayor apetito por el riesgo, la reactivación de los mercados de crédito y la salida de la recesión de las principales áreas económicas mundiales han sido, entre otros, los catalizadores que han propiciado que esta mejoría se haya filtrado también al universo de los Hedge Funds, hasta el punto de registrar durante el año 2009 su mejor evolución en términos de rentabilidad de la última década. A lo largo de este capítulo se repasa el origen de la industria de Hedge Funds así como el impacto que ha tenido la crisis financiera sobre las diferentes estrategias.

Orígenes de la industria de Hedge Funds

Muchas han sido las definiciones que se han dado del término Hedge Fund desde que en 1949 Alfred Winslow Jones fundó el primer fondo de gestión alternativa. Si bien es cierto que se trata de vehículos de inversión que emplean técnicas de gestión muy heterogénea, que comprenden el uso de derivados, el apalancamiento y la adopción de posiciones largas y cortas en activos financieros, lo cual dificulta en gran medida dar una definición precisa y ampliamente aceptada por la comunidad financiera internacional, su traducción literal como fondo de protección o cobertura puede resultar engañosa.

El término *"hedging"* (cobertura en español), se refiere a aquellas transacciones que tienen por objetivo reducir parcial o totalmente el riesgo de una cartera de activos, entendiendo por riesgo la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de movimientos desfavorables de los precios de mercado. Por tanto, el término Hedge Fund podría ser concebido de manera errónea como un fondo de riesgo reducido a través del empleo de técnicas de cobertura.

Se cree que Carol J. Loomis fue la primera persona en utilizar el término Hedge Fund en su artículo de 1966 publicado por la revista Fortune. Con él, Loomis se quería referir al hecho de que el fondo dirigido por Alfred Winslow Jones se cubría parcialmente del riesgo de mercado al combinar posiciones largas o compradoras sobre acciones, en su opinión infravaloradas, con posiciones cortas o vendedoras sobre acciones sobrevaloradas que no tenía en cartera, a la vez que utilizaba el apalancamiento para incrementar sus beneficios. Su modelo se basaba en la premisa de que la rentabilidad dependía más de la selección de acciones que de la dirección del mercado.

La estrategia seguida por el Hedge Fund de Jones gozó de un gran éxito y reconocimiento por parte de la comunidad financiera, al conseguir generar rentabilidades muy superiores a las de cualquier fondo de inversión tradicional de su época. En 1952 convirtió su sociedad de inversiones en un holding de sociedades independientes con diferentes gestores, en lo que vino a ser el primer Hedge Fund multigestor. Sin lugar a dudas, este fondo marcó el inicio en la industria de Hedge Funds, llegando a convertirse en el modelo a imitar por los gestores de muchos fondos lanzados con posterioridad.

A partir de los años sesenta del siglo XX comenzó a desarrollarse la industria de los Hedge Funds, aunque muchos de los nuevos fondos adoptaban únicamente posiciones largas y apalancadas, a causa del mercado alcista de aquella época. En 1968 existían alrededor de 200 fondos de cobertura.

La historia volvió a repetirse, y fue de nuevo un artículo publicado en 1986 en la revista Institucional Investor el responsable de que los Hedge Funds estuviesen de actualidad. En él se informaba de los espectaculares resultados logrados por los Hedge Funds gestionados por Julian Robertson. El éxito cosechado durante el crash de 1987 y en los años posteriores hasta 1993 impulsó la expansión de esta industria, aunque el despegue definitivo no se produjo hasta finales de la década de los noventa, como consecuencia de una mayor regulación del sector y la entrada en escena de los inversores institucionales.

Durante los últimos diez años los Hedge Funds han acaparado muchas portadas de la prensa financiera, atribuyéndoles cada una de las crisis acontecidas, desde la crisis financiera asiática, pasando por Long Term Capital Management (LTCM), hasta la reciente crisis subprime.

Tres fueron las causas que motivaron el crecimiento de la industria de Hedge Funds. La primera se debe al fuerte crecimiento del número de personas con grandes patrimonios, gestados a raíz de las elevadas revalorizaciones ofrecidas por las bolsas, quienes se volvieron más sofisticados y buscaron nuevos productos para diversificar sus inversiones. La segunda causa tiene un soporte empírico y académico, según el cual, los Hedge Funds ofrecen atractivas rentabilidades ajustadas por riesgo, además de ser inversiones poco correlacionadas con los mercados tradicionales de renta fija y renta variable. Por último, cabe destacar la mayor aceptación de la inversiones alternativas, incluidos los Hedge Funds y el

capital riesgo (Private Equity) y su reconocimiento como una nueva clase de activos por parte de la comunidad financiera.

Una vez más, se pone de manifiesto la capacidad de adaptación de la inversión colectiva al entorno, a la demanda de los inversores y al servicio de la innovación financiera. En este caso con un producto más sofisticado: los Hedge Funds.

Impacto de la crisis subprime en los Hedge Funds

Además de convertirse en el peor año de la historia para los Hedge Funds, 2008 será recordado como el primero de la última década en el que estos productos de inversión alternativa no cumplieron con el objetivo que se les presupone: proporcionar a los inversores rentabilidades absolutas independientemente de la evolución de los mercados tradicionales de renta variable y renta fija. La sucesión de una serie de acontecimientos históricos y sin precedentes como han sido la nacionalización y rescate de importantes instituciones financieras tanto en Estados Unidos como en Europa, la quiebra de Lehman Brothers, la prohibición impuesta por varios reguladores de adoptar posiciones cortas, la iliquidez de los mercados, el elevado desapalancamiento "forzado" y el fraude perpetrado por Bernard Madoff, se convirtieron en obstáculos insalvables para la mayoría de gestores y estrategias que implementan estos vehículos de inversión.

Tras un primer semestre de 2008 prometedor, en el que los Hedge Funds consiguieron permanecer ligeramente en positivo aún cuando los principales índices bursátiles mundiales acumulaban pérdidas cercanas al 12%, los acontecimientos acaecidos en la recta final del año, concretamente entre los meses de septiembre y noviembre, arrastró su rentabilidad a terreno negativo, sufriendo finalmente una pérdida anual del 19,1%, muy por encima de las registradas en crisis anteriores, como la de 1994 y 1998.

No obstante, a pesar de que 2008 fue un año especialmente difícil para la gestión alternativa, los Hedge Funds se comportaron mejor que la renta variable, reduciendo las pérdidas a la mitad y manteniendo unos niveles de volatilidad considerablemente inferiores.

En la tabla siguiente se muestra el comportamiento de los índices de estilo de Hedge Funds durante el año 2008 calculados por Credit Suisse / Tremont. Como se puede observar, la mayor parte de las pérdidas acumuladas en el año por las distintas estrategias se concentraron entre los meses de septiembre y noviembre, periodo que coincidió con una situación de stress en los mercados financieros sin precedentes, y en el que asistimos, entre otros acontecimientos, a la nacionalización de los dos gigantes del crédito hipotecario en Estados Unidos, Fannie Mae y Freddie Mac, a la quiebra de Lehman Brothers y al fraude de Madoff.

EVOLUCIÓN DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE ENERO Y DICIEMBRE DE 2008 (%)

	RENTABILIDAD EN 2008	RENTABILIDAD SEP 08-NOV 08	VOLATILIDAD ANUALIZADA	MÁXIMO DRAWDOWN	FONDOS * POSITIVO	FONDOS * NEGATIVO	RENTABILIDAD * MEJOR FONDO	RENTABILIDAD * PEOR FONDO	FONDOS POSITIVO	FONDOS NEGATIVO	DISPERSIÓN RENTABILIDAD
BROAD INDEX	-19,1	-16,1	9,8	-19,5	106	390	93	-100	21	79	193
Convertible Arbitrage	-31,6	-24,7	16,5	-31,6	1	21	12	-61	5	95	73
Dedicated Short Bias	14,9	6,1	19,3	-10,3	7	2	68	-49	78	22	117
Emerging Markets	-30,4	-22,8	15,6	-30,6	2	67	27	-78	3	97	105
Equity Market Neutral	-40,3	-42,4	40,6	-42,7	9	12	36	-100	43	57	136
Event Driven	-17,7	-13,4	8,1	-17,7	9	67	33	-75	12	88	108
Fixed Income Arbitrage	-28,8	-24,4	16,1	-29,0	8	24	14	-65	25	75	79
Global Macro	-4,6	-10,1	11,9	-14,9	19	18	66	-68	51	49	134
Long Short Equity	-19,8	-15,6	12,1	-21,3	19	147	47	-77	11	89	124
Managed Futures	18,3	7,7	11,9	-7,1	28	3	93	-4	90	10	97
Multi-Strategy	-23,6	-17,8	9,6	-23,6	4	29	26	-93	12	88	119
MSCI World	**-42,1**	**-33,6**	**23,6**	**-43,8**							
S&P 500 TR	**-37,0**	**-29,6**	**21,0**	**-37,7**							
Citigroup WGBI	**10,9**	**0,4**	**10,8**	**-9,0**							

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloombers.

** Datos de Credit Suisse / Tremont.*

El índice agregado de Hedge Funds (Broad Index) registró la primera pérdida de dos dígitos de la historia (-19,1%), superando ampliamente las pérdidas sufridas durante la crisis de la deuda de 1994 y la crisis rusa y el colapso de LTCM de 1998, que se saldaron con cesiones del -4,4% y del -0,4% respectivamente.

La extrema volatilidad registrada en los mercados repercutió negativamente en la práctica totalidad de estrategias Hedge. Sólo Managed Futures, con una revalorización del 18,3%, y Short Bias, con un 14,9%, consiguieron cerrar el año en positivo. Por el lado de las pérdidas, Equity Market Neutral con un -40,3% y Convertible Arbitrage con un -31,6%, resultaron ser las estrategias más castigadas en 2008.

Managed Futures ha sido históricamente una estrategia que ha sabido capitalizar la volatilidad y las tendencias de los mercados, como lo demuestra el 15,9% de revalorización obtenida en el año posterior al inicio de la crisis de la deuda rusa y la quiebra de LTCM, o el 13,3% de rentabilidad registrada en el periodo comprendido entre abril del 2000 y marzo del 2001, justo un año después del estallido de la burbuja tecnológica. El posicionamiento corto en renta variable y materias primas, así como su exposición larga a bonos del gobierno y USD, fueron los principales factores directores de su rentabilidad en 2008 (18,3%).

La inestabilidad de los mercados entre 2007 y 2009 ha resultado ser especialmente propicia para los Hedge Funds que implementan la estrategia Short Bias, los cuales, como norma general, adoptan posiciones cortas en activos que son susceptibles de experimentar caídas en sus precios, para posteriormente recomprarlos a un precio inferior y materializar un beneficio. Las fuertes cesiones experimentadas por los mercados de renta variable a nivel mundial, con pérdidas superiores al 40%, explican el buen comportamiento de esta estrategia.

En lo que respecta a Equity Market Neutral, las cuantiosas pérdidas de este sector se debieron exclusivamente al fraude provocado por Bernard Madoff, quien gestionaba, entre otros, los fondos Kingate Global, Fairfiled Sentry y Rye Select Broad Market, tres de los fondos subyacentes al índice representativo de esta estrategia y cuyos activos fueron valorados a cero tras conocerse la estafa. Sólo en el mes de noviembre la rentabilidad de esta estrategia registró un descenso del 40,5%.

De los 496 fondos que constituían el índice agregado de Hedge Funds sólo 106, o lo que es equivalente, 1 de cada 5 fondos, consiguieron cerrar el año con rentabilidades positivas, pero 1 de cada 7 fondos se revalorizaron más del 10% en el año.

A nivel de estrategia, la dispersión de rentabilidades entre los fondos subyacentes a cada una de ellas también fue el denominador común, con diferenciales de rentabilidad entre el mejor y el peor fondo de casi el 200%. A la vista de los resultados, destaca el elevado porcentaje de fondos con rentabilidades positivas pertenecientes a las dos estrategias ganadoras en el 2008, Managed Futures y Short Bias, con un 90% y un 78% respectivamente. La otra cara de la moneda la pusieron las estrategias de Emerging Markets y Convertible Arbitrage, donde sólo el 3% y el 5% respectivamente de los fondos subyacentes consiguieron sortear la crisis y cerrar el año con rentabilidades positivas. En definitiva, si bien los Hedge Funds sufrieron durante los peores momentos de la crisis subprime, no es menos cierto que se observan diferencias importantes de rentabilidad entre ellos.

Resurgiendo de una de las mayores crisis financieras que se recuerda hasta la fecha, los Hedge Funds fueron capaces en 2009 de capitalizar las dislocaciones que se habían producido en los precios de los activos de riesgo, recuperando la práctica totalidad de las pérdidas experimentadas el año anterior. En este sentido, la industria Hedge registró una revalorización del 18,6% de acuerdo a los datos proporcionados por Credit Suisse / Tremont, lo cual representa el mejor rendimiento anual de los últimos diez años y, a su vez, el mejor comportamiento registrado tras un periodo de crisis desde el año 1994. Salvo durante el mes de febrero, en el que los Hedge Funds cedieron un 0,9%, los restante meses del año se saldaron con rendimientos positivos. Se estima que el 83% de los fondos que componen el índice de Credit Suisse / Tremont cerraron el año 2009 con ganancias.

EVOLUCIÓN DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE ENERO Y DICIEMBRE DE 2009 (%)

	RENTABILIDAD EN 2009	VOLATILIDAD ANUALIZADA	MÁXIMO DRAWDOWN	FONDOS * POSITIVO	FONDOS * NEGATIVO	RENTABILIDAD * MEJOR FONDO	RENTABILIDAD * PEOR FONDO	FONDOS POSITIVO	FONDOS NEGATIVO	DISPERSIÓN RENTABILIDAD
BROAD INDEX	18,6	4,7	-0,9	395	82	267,0	-80,3	83	17	347
Convertible Arbitrage	47,3	6,6	0,0	22	1	267,0	-2,8	96	4	270
Dedicated Short Bias	-25,0	15,5	-30,0	0	9	-0,4	-40,5	0	100	40
Emerging Markets	30,0	8,8	-2,2	69	10	195,2	-26,2	87	13	221
Equity Market Neutral	4,1	7,7	-5,6	14	8	28,2	-80,3	64	36	109
Event Driven	20,4	4,9	-1,1	61	8	130,4	-26,2	88	12	157
Fixed Income Arbitrage	27,4	3,9	0,0	25	2	132,3	-7,2	93	7	140
Global Macro	11,6	5,1	-1,4	26	7	116,1	-25,3	79	21	141
Long Short Equity	19,5	6,7	-1,5	141	11	233,2	-24,7	93	7	258
Managed Futures	-6,6	9,5	-7,8	10	23	24,0	-36,7	30	70	61
Multi-Strategy	24,6	4,5	-0,1	27	3	83,6	-17,6	90	10	101
MSCI World	27,0	23,3	-18,4							
S&P 500 TR	26,5	22,3	-18,2							
Citigroup WGBI	2,6	10,0	-7,2							

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

** Datos de Credit Suisse / Tremont.*

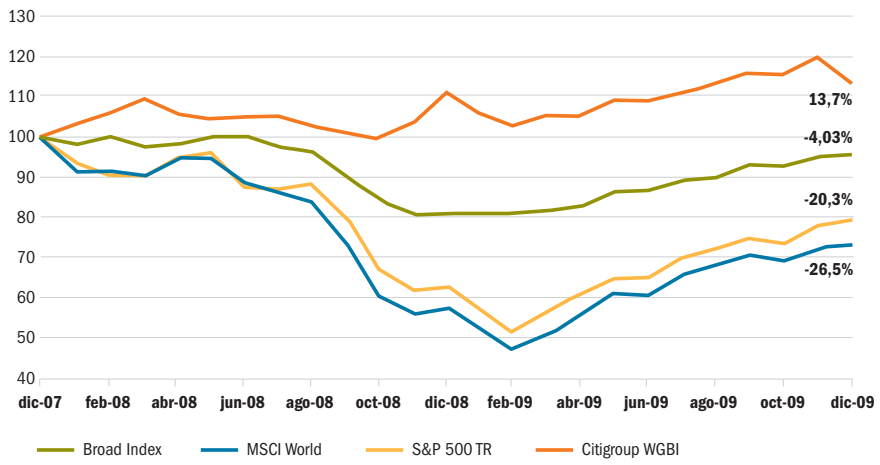
En la tabla anterior se muestra el comportamiento de las diferentes estrategias de Hedge Funds en 2009. Durante ese año los inversores mostraron un renovado interés sobre las estrategias más direccionales, como Long Short Equity y Emerging Markets, capitalizando las elevadas revalorizaciones bursátiles registradas desde el mes de marzo. En concreto, los gestores Long Short Equity aumentaron gradualmente a lo largo del año su exposición neta a la renta variable, a la vez que fueron materializando los beneficios obtenidos con sus posiciones largas. Todo ello se tradujo en una rentabilidad a cierre de año del 19,5% frente al 27,0% del MSCI World y el 26,5% del S&P 500, eso sí, con una volatilidad del 6,7%, casi cuatro veces inferior a la de los principales índices de renta variable. El mayor apetito por el riesgo, el optimismo instaurado en los mercados a raíz de los buenos datos macroeconómicos conocidos, el crecimiento global y la subida del precio de las materias primas, entre otros factores, despertó el interés de los inversores por la estrategia Emerging Markets, que cerró el año 2009 con una revalorización del 30,0%.

Finalmente, Convertible Arbitrage resultó ser la estrategia estrella de 2009, terminando el año con una rentabilidad acumulada del 47,3%. Los mismos factores que jugaron en su contra en 2008, especialmente durante el cuarto trimestre del año, esto es, unos mercados de renta variable cayendo con intensidad, la ampliación de los spreads de crédito, la imposibilidad por parte de los gestores de

adoptar posiciones cortas debido a las prohibiciones impuestas por los reguladores, y la iliquidez de los mercados, que obligaba a vender los activos con importantes descuentos para cumplir con los reembolsos solicitados por los inversores, fueron a su favor en 2009.

Sólo Managed Futures y Short Bias, precisamente las dos únicas estrategias que arrojaron resultados positivos en 2008, terminaron el año en terreno negativo, con rentabilidades del -6,6% y del -25,0% respectivamente.

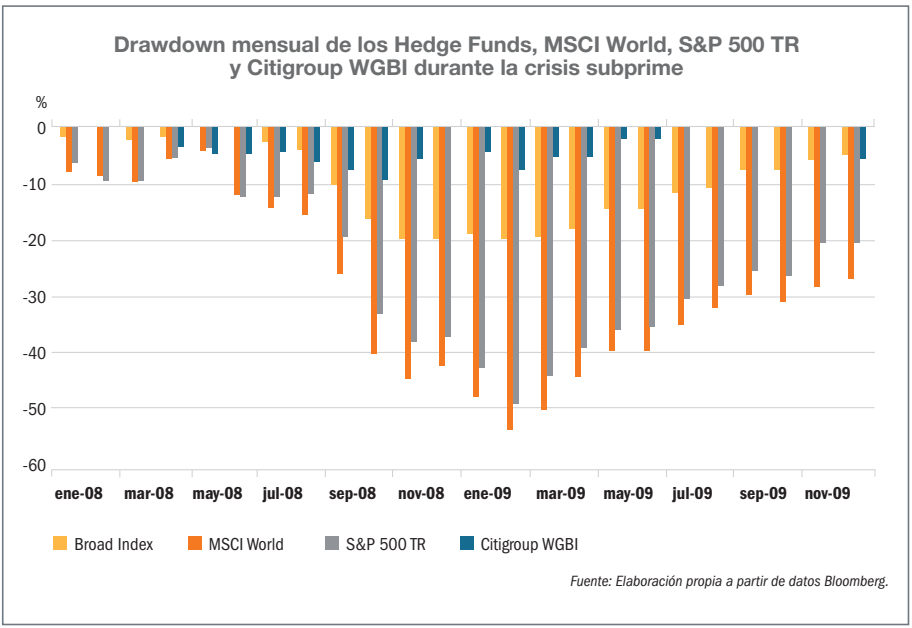
Evolución mensual de los Hedge Funds, MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI durante la crisis subprime



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

En las gráficas que se muestran a continuación se representa la evolución mensual comparada de los Hedge Funds frente a otros índices representativos de los mercados de renta variable y renta fija, así como un análisis de sus respectivos drawdowns (caída desde el máximo al mínimo) durante la crisis subprime que ilustran los comentarios anteriores. Tras un primer semestre de 2008 en el que los Hedge Funds consiguieron cumplir con las expectativas que los inversores depositan en estos productos, esto es, descorrelación de los mercados de renta variable y renta fija a la vez que protección de capital, en los dos últimos trimestres del año se vieron incapaces de sortear la crisis de liquidez que se instauró en los mercados a raíz de la quiebra de Lehman Borthers, dañando profundamente este hecho sus complejas estrategias de *trading* al no encontrar contrapartidas de sus posiciones, lo cual les hubiese permitido captar la liquidez necesaria para hacer frente a los cuantiosos reembolsos solicitados por sus clientes.

Como se puede observar, enero de 2009 ha supuesto un punto de inflexión en el rendimiento de los Hedge Funds. La señales de mejoría que empezamos poco a poco a percibir desde el frente macro, el apetito por el riesgo, la reactivación de los mercados de crédito, la mejoría de la liquidez y las elevadas revalorizaciones registradas por los mercados bursátiles desde el mes de marzo de 2009 han sido los motivos principales de este cambio de tendencia, el cual se ha extendido, como se comentaba anteriormente, a todas las estrategias con la única excepción de Managed Futures y Short Bias. El cómputo agregado de estos dos años de crisis arroja una caída de los Hedge Funds de tan sólo un 4,5%, frente a la cesión del 26,5% del MSCI World y del 20,3% del S&P 500. La inversión en bonos gubernamentales ha sido la opción más rentable para los inversores desde el inicio de la crisis, al acumular desde enero de 2008 hasta diciembre de 2009 una revalorización del 13,7% de acuerdo al índice Citigroup WGBI.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

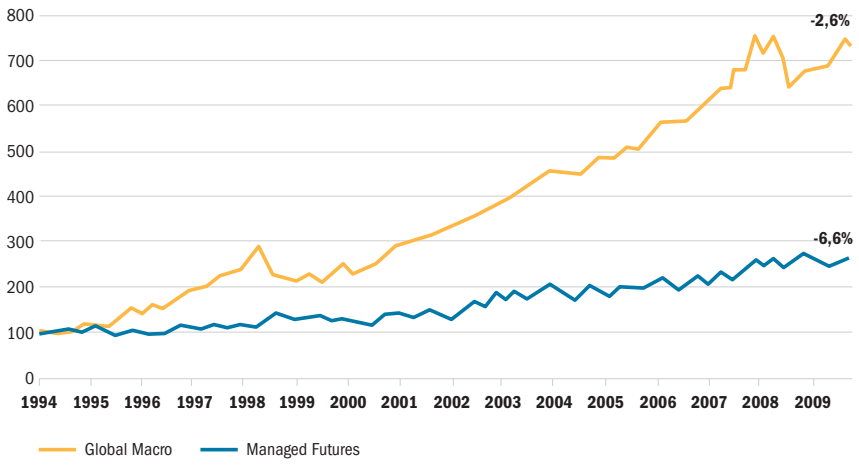
Los Hedge Funds experimentaron su mayor *drawdown* (desde enero de 1994) en el periodo comprendido entre el 30 de junio de 2008 y el 31 de diciembre de ese mismo año, al acumular una caída del 19,5%. La mejoría de las condiciones de mercado ha sido un factor determinante que ha permitido a los gestores capitalizar las oportunidades que se han ido presentando a raíz de las dislocaciones que se habían producido en los mercados financieros y recuperar un porcentaje elevado de las pérdidas sufridas. En este sentido, un 76,7% del máximo drawdown se ha recuperado durante el año 2009, siendo el a cierre de 2009 de tan sólo un 4,5%.

Además, un 28% de los Hedge Funds han recuperado plenamente las pérdidas sufridas durante la crisis. En cambio, desde enero de 2008 el MSCI World ha sufrido un máximo drawdown del 52,7% y el S&P 500 del 48,5%, siendo los drawdowns a 31 de diciembre de 2009 del 26,5% y del 20,3% respectivamente, lo cual refleja que la recuperación total de las pérdidas se encuentra todavía lejana en el universo de la renta variable.

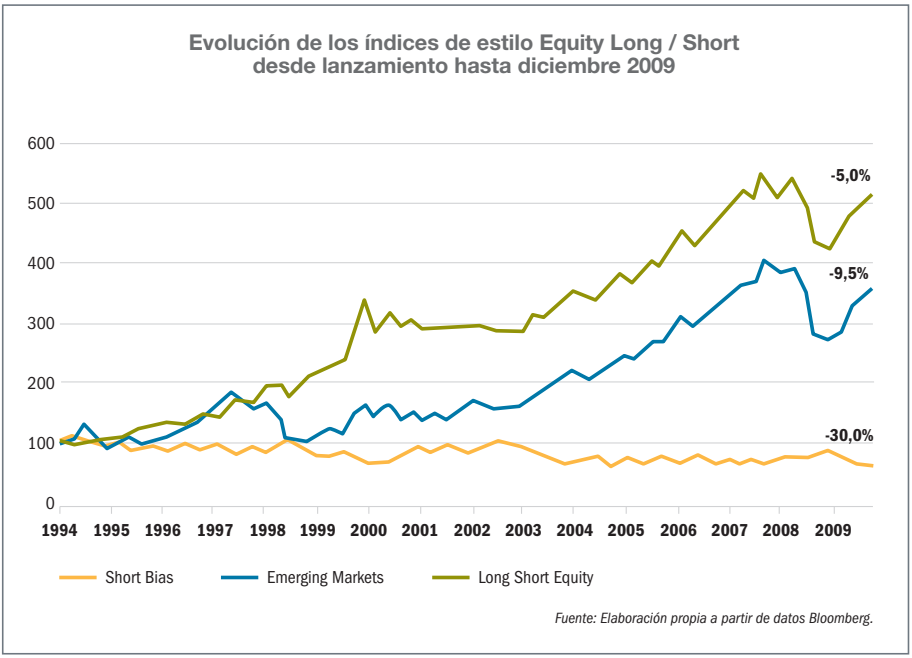
En las siguientes gráficas se muestra la evolución desde lanzamiento de los diferentes estilos de Hedge Funds de CSFB / Tremont agrupados de acuerdo a las siguientes categorías:

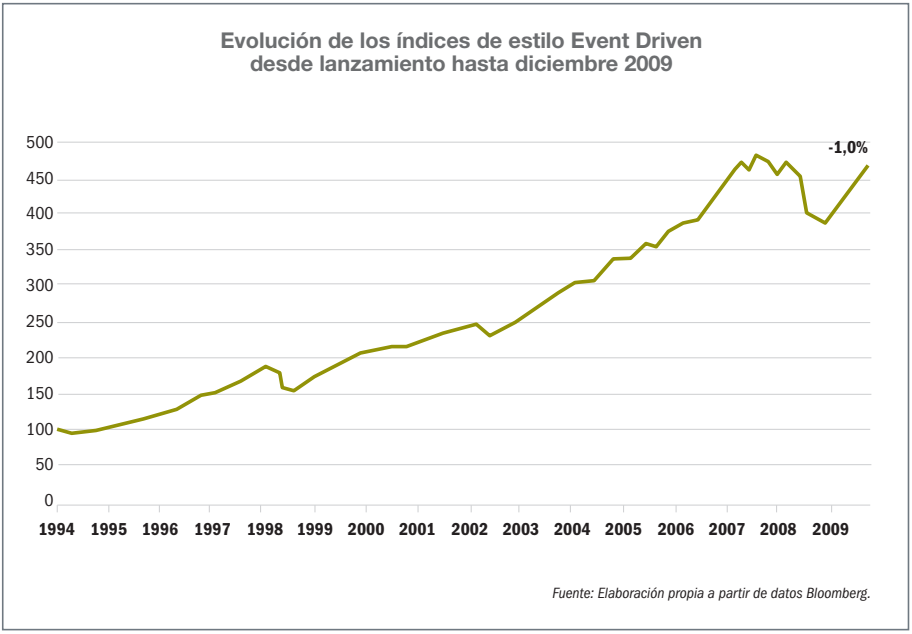
- Tactical Trading: Global Macro y Managed Futures
- Equity Long / Short: Short Bias, Emerging Markets y Long Short Equity
- Event Driven: Se corresponde con el índice de estilo Event Driven
- Relative Value: Convertible Arbitrage, Fixed Income Arbitrage y Equity Market Neutral

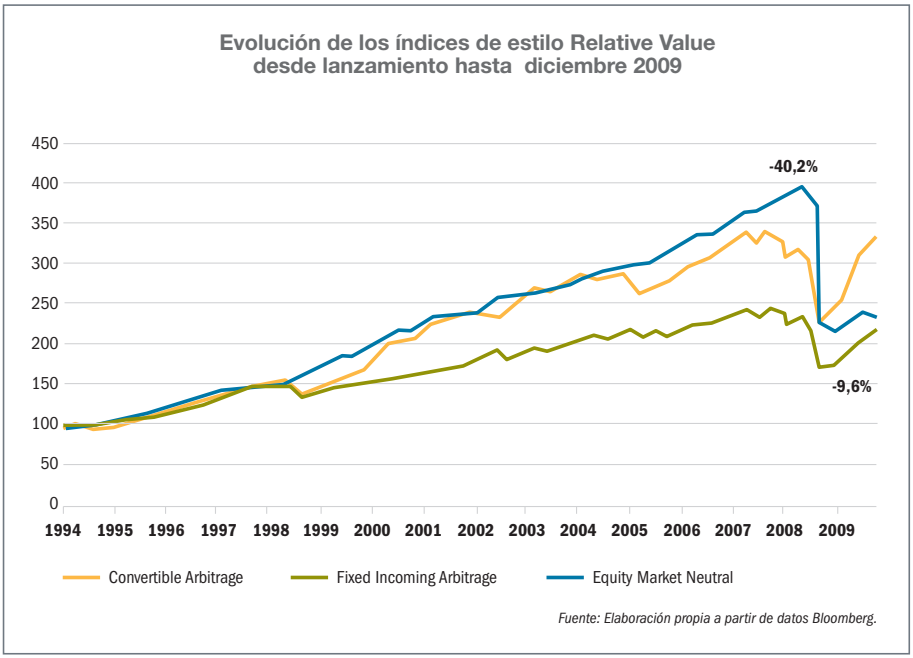
Evolución de los índices de estilo Tactical Trading desde lanzamiento hasta diciembre 2009



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.


Evolución de los índices de estilo Equity Long / Short
desde lanzamiento hasta diciembre 2009
600
500
400
300
200
100
0
-5,0%
-9,5%
-30,0%
1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009
Short Bias
Emerging Markets
Long Short Equity
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.


Evolución de los índices de estilo Event Driven
desde lanzamiento hasta diciembre 2009
500
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
-1,0%
1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



Como se puede observar, a pesar de la excelente rentabilidad lograda por los Hedge Funds en 2009, todos los índices de estilo con la única excepción de Convertible Arbitrage se encuentran inmersos todavía en drawdown. En este sentido, cabe destacar también a la estrategia Event Driven, la cual se encuentra a las puertas de recuperar las pérdidas sufridas en 2008 y en los dos primeros meses de 2009, que la llevaron a alcanzar un máximo drawdown del 18,0%. Actualmente se encuentra a tan sólo un 1% de alcanzar los niveles previos a la crisis subprime.

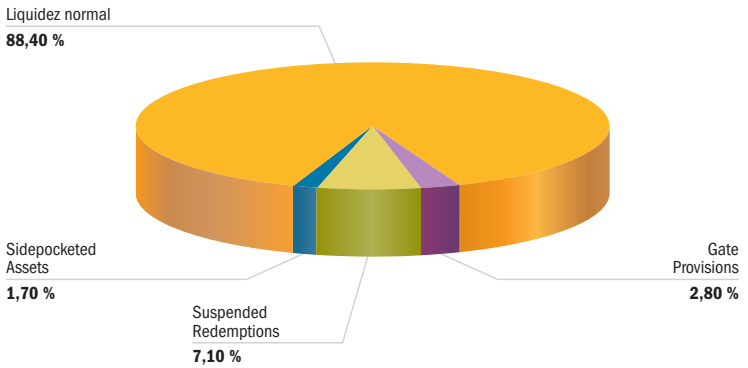
En lo que respecta a las restantes estrategias, el nivel de deterioro que presenta todavía hoy su evolución guarda una estrecha relación con la liquidez de los activos en los que invierten. La mayor liquidez de las estrategias Global Macro y Long Short Equity les ha permitido contener mejor las pérdidas que otras estrategias más ilíquidas en los momentos de máximo stress. Así, Global Macro y Long Short Equity se encuentran a tan sólo un 2,6% y un 5,0% respectivamente de alcanzar los niveles de 2007, mientras que las estrategias Emerging Markets y Fixed Income Arbitrage se encuentran a un 9,5% y un 9,6% de salir de su máximo drawdown.

Análisis de la liquidez de los Hedge Funds

Como consecuencia del proceso de desapalancamiento y de ventas forzadas llevadas a cabo por los Hedge Funds en 2008, muchos gestores se han visto obligados a imponer restricciones de liquidez en sus fondos ante la avalancha de reembolsos solicitados por los inversores, precisamente con el fin de tener que

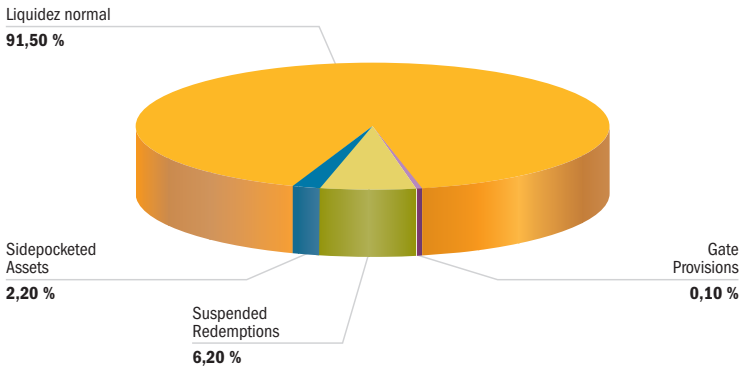
evitar salir de posiciones con elevadas pérdidas para conseguir liquidez. Se estima que a finales de 2008 un 11,6% del total de activos gestionados por la industria Hedge se encontraba en fondos con alguna de estas tres características: fondos con activos ilíquidos en sus carteras *(sidepocket assets),* fondos con suspensiones temporales de reembolsos *(suspended redemptions)* y fondos que han impuesto restricciones a la solicitud de reembolsos *(gate provisions).*

Desagregación de los activos de los Hedge Funds por riesgo de liquidez a cierre de 2008



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Desagregación de los activos de los Hedge Funds por riesgo de liquidez a septiembre de 2009



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Las cifras conocidas a finales de marzo de 2009 señalaban que los activos de los fondos con problemas de liquidez ascendían a un 17% del total de la industria, un incremento de más del 5% respecto al cierre de 2008. A pesar de que estas cifras sugieren un mayor deterioro en lo que respecta a la liquidez de los Hedge Funds, sin duda una de las principales preocupaciones de los inversores, los datos del tercer trimestre de 2009 (último dato disponible) parecen indicar que lo peor ya ha podido pasar y que el riesgo de liquidez se está estabilizando. Como se puede observar en los gráficos, se estima que a esa fecha los activos bajo gestión con problemas de liquidez ascienden al 8,5% del total de la industria, lo cual representa una caída de más del 1,1% respecto al trimestre anterior y del 3,1% respecto a diciembre de 2008.

En lo que respecta al número de fondos liquidados, la situación de stress que se fue apoderando de los mercados durante 2008, la quiebra de Lehman Brothers y el fraude de Madoff, entre otros, han sido episodios con una influencia decisiva en el incremento observado del número liquidaciones de fondos respecto a los años precedentes. Se estima que sólo en 2008 un 19% de los Hedge Funds fueron liquidados, una cifra significativamente superior al 12% de 2007 y al 8% de media que se venía registrando desde 1994 hasta el inicio de la crisis subprime.

Conclusiones

Como consecuencia de las adversas condiciones de mercado acontecidas durante el último trimestre del año 2008, los Hedge Funds sufrieron unas importantes pérdidas que a diciembre de 2009, salvo en el caso de la estrategia Convertible Arbitrage, todavía no han recuperado. No obstante, las señales de mejoría que se empiezan a percibir en los mercados financieros han despertado nuevamente el interés de los inversores por estos vehículos de inversión. En este sentido, durante el segundo semestre de 2009 se han contabilizado unas suscripciones netas cercanas a los 20.000 millones de USD, lo cual se puede entender como un síntoma de que lo peor ya ha pasado y de que la industria Hedge se encuentra actualmente en proceso de recuperación.

Por su parte, la liquidez de los Hedge Funds, su talón de Aquiles en 2008 y comienzos de 2009, ha conseguido mejorar de manera significativa durante este último año, por lo que es de esperar que a medida que las condiciones de mercado continúen estabilizándose podamos asistir a una mejoría aún mayor, lo cual se traducirá en un mayor número de Hedge Funds atendiendo de manera más ágil a las solicitudes de reembolsos solicitadas por los inversores de lo que inicialmente era previsto.

Por último, es de esperar también que los Hedge Funds muestren en el futuro una evolución descorrelacionada respecto a los mercados financieros, uno de los principales objetivos para el que están diseñados pero que, sin embargo, no consiguieron durante la crisis financiera o, al menos, en sus peores momentos (segunda mitad de 2008).

Capítulo 20

LA QUIEBRA DE LEHMAN BROTHERS Y EL FRAUDE MADOFF

Introducción

Antes de pasar a detallar el efecto negativo que supuso la quiebra de Lehman Brothers, uno de los prime broker de referencia con el que trabajaban un gran número de Hedge Funds, conviene recordar brevemente el papel que desempeñan estas entidades financieras, claves en el desarrollo de la industria Hedge y pieza fundamental en su operativa. Por otra parte, si bien el impacto del fraude perpetrado por Madoff sobre las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones españoles se puede considerar marginal, este hecho no hace sino constatar la necesidad de dotar a la industria de una mayor transparencia y regulación, así como de reforzar los procesos de due diligence por parte de comercializadores, asesores e inversores.

El papel de los prime brokers en los Hedge Funds. El caso de Lehman Brothers

Los prime broker son entidades financieras, normalmente bancos de inversión, que proporcionan una amplia gama de servicios a los Hedge Funds, esenciales para que estos vehículos de inversión colectiva puedan tener acceso a diferentes mercados y clases de activos. Dado que el abanico de los mercados sobre los que operan los Hedge Funds es muy amplio, en muchas ocasiones deben de contar con los servicios de varios prime broker y otros intermediarios que le otorguen una gran cobertura de mercados e instrumentos.

Los prime broker proporcionan a los Hedge Funds los siguientes servicios básicos:

Préstamo de valores. Una de las características principales de los Hedge Funds, clave en estrategias como, por ejemplo, las de arbitraje, es que pueden realizar ventas en corto. Los valores necesarios para cumplir con esta operativa son prestados por el prime broker al Hedge Fund, quien los vende en el mercado para recomprarlos más tarde y devolverlos al prime broker. Los préstamos suelen ser "a medida", esto es, se suelen caracterizar por su flexibilidad y adaptación a las circunstancias concretas de cada Hedge Fund.

Compensación y liquidación. Las dos actividades sirven para facilitar la operativa de los Hedge Funds, que puede utilizar como intermediario para la compra/venta de valores al propio prime broker o a otro. Tras cada operación, el Hedge Fund y el broker que la ejecutó la comunica al prime broker, quien comprueba si los diferentes extremos coinciden (confirmación). Si coinciden, el prime broker liquida la operación y recibe la custodia de los valores resultantes. Si hay diferencias, el prime broker las comunica al Hedge Fund y resuelve los problemas con el broker participante. En la liquidación, el prime broker se interpone de manera automática entregando o recibiendo el dinero de la operación según los casos.

Custodia. Los activos de los Hedge Funds se mantienen en entidades denominadas custodios. El hecho de que puedan realizar ventas en corto y alcanzar ciertos niveles de apalancamiento, implica que el propio prime broker acaba realizando las funciones de custodio.

Financiación. La obtención de financiación por parte de estas instituciones es esencial para conseguir apalancamiento. Por tanto, la disponibilidad de financiación y su coste también se configura como un elemento clave en la elección del prime broker por parte de los Hedge Funds. Las dos fuentes de ingresos principales de los bancos de inversión por prestar servicios de prime brokerage provienen del préstamo de valores y de la financiación.

Elaboración de informes/tecnología. Todos los prime broker ofrecen un paquete mínimo de información diaria a los Hedge Funds que incluyen elementos como las posiciones del fondo, la liquidez, el préstamo de valores y las comisiones.

El extraordinario crecimiento de la industria de gestión alternativa desde hace algunos años ha propiciado un aumento significativo de la competencia entre las entidades que prestan estos servicios. Este aumento de competencia ha provocado que junto a estos servicios básicos, los prime broker ofrezcan a los Hedge Funds otros servicios de valor añadido, entre los que cabe destacar los siguientes:

Servicios de capital. La búsqueda de inversores en los primeros años de vida de un Hedge Fund resulta ser una tarea compleja. Los prime broker, al ser bancos de inversión con una amplia red de relaciones, disponen de contactos con grupos de inversores institucionales, inversores minoristas y fondos de fondos y pueden, por tanto, servir de puente entre los gestores de los Hedge Funds y los inversores.

Consultoría al inicio del negocio. Los prime broker pueden asesorar en lo que se refiere a otros servicios que va a necesitar el Hedge Fund para iniciar su actividad (proveedores de software, búsqueda de oficinas, infraestructura tecnológica, asesores legales, administradores, abogados, auditores, etc.).

Gestión del riesgo. A lo largo de los últimos años, los prime broker han desarrollado sistemas de gestión del riesgo de gran sofisticación, difíciles de ser diseñados autónomamente debido a su elevado coste, por parte de los Hedge Funds. En muchas ocasiones, estas herramientas pueden ser puestas a disposición de los gestores de Hedge Funds.

Reporting. Se trata de un apartado donde el grado de eficiencia de los Hedge Funds, en nuestra opinión, deja algo que desear, constituyendo por ello un campo en el que los prime broker pueden proporcionar una ventaja importante.

Constada la importancia de los primer brokers, señalar que se estima que Lehman Brothers controlaba aproximadamente el 5% del negocio de prime brokerage a nivel global, o lo que es equivalente, alrededor de 100.000 millones de USD. A través de sus filiales de intermediación y gestión de valores, el banco de inversión permitía a los Hedge Funds invertir en distintos mercados y bajo diferentes jurisdicciones. Los activos así invertidos, los cuales eran constituidos como garantías en operaciones de financiación, eran posteriormente utilizados por Lehman Brothers para satisfacer sus propias obligaciones de pago. Una vez que el banco se declaró insolvente, muchos de sus clientes perdieron el acceso a sus garantías e incluso sus derechos sobre ellas mientras duraba el procedimiento concursal. A pesar de que la división de prime brokerage de Lehman no era tan importante como la de Morgan Stanley, Goldman Sachs o incluso Bear Stearns, grandes fondos como GLG, Harbinger, Amber Capital y Elliot Associates han sido en mayor o menor medida algunos de los afectados por la quiebra de Lehman Brothers. En el caso de Harbinger, la exposición a Lehman no estaba limitada a su unidad de brokerage exclusivamente, sino que también tenía exposición a través de complejos acuerdos tipo swap por valor de más de 250 millones de USD con una subsidiaria de este banco de inversión.

Sin embargo, muchos gestores de Hedge Funds, tras el rescate de Bear Stearns (marzo 2008) decidieron transferir sus activos (futuros, opciones, acciones, bonos e instrumentos derivados complejos) de Lehman Brothers a otros prime broker como medida preventiva en las semanas previas a su bancarrota. Este hecho provocó que en el momento de la quiebra, los Hedge Funds estuviesen ya bastante diversificados por prime broker, mitigando el efecto negativo del colapso de la compañía sobre la industria de los Hedge Funds. Solamente los de pequeño tamaño (menos de 100 millones de USD) resultaron seriamente dañados por la quiebra, dado que éstos suelen utilizar en su operativa un único intermediario financiero.

Como resultado de este evento, Morgan Stanley y Goldman Sachs, las dos entidades financieras de referencia en lo que se refiere al negocio de prime brokerage vieron cómo cientos de clientes han retirado sus inversiones de estas firmas trasladándolas a sus grandes competidores europeos, entre los que destacan Deutsche Bank y Credit Suisse. Además de esto, los Hedge Funds han percibido los riesgos de trabajar con un único prime broker y la necesidad de mantener una adecuada diversificación para gestionar mejor el riesgo de contrapartida.

En cuanto al impacto de la quiebra de Lehman en las IIC españolas, ha sido muy reducido. Según datos proporcionados por la CNMV, en España, a fecha 31 de julio de 2008 el grado de exposición directa al riesgo de contraparte de Lehman, tanto a

través de inversiones de contado como de derivados de las instituciones de inversión colectiva era de 300,2 millones de euros, lo cual representa el 0,13% del patrimonio total de las IIC. De ellos, 242,7 millones correspondían a inversiones de fondos de inversión y 57,5 millones a SICAV.

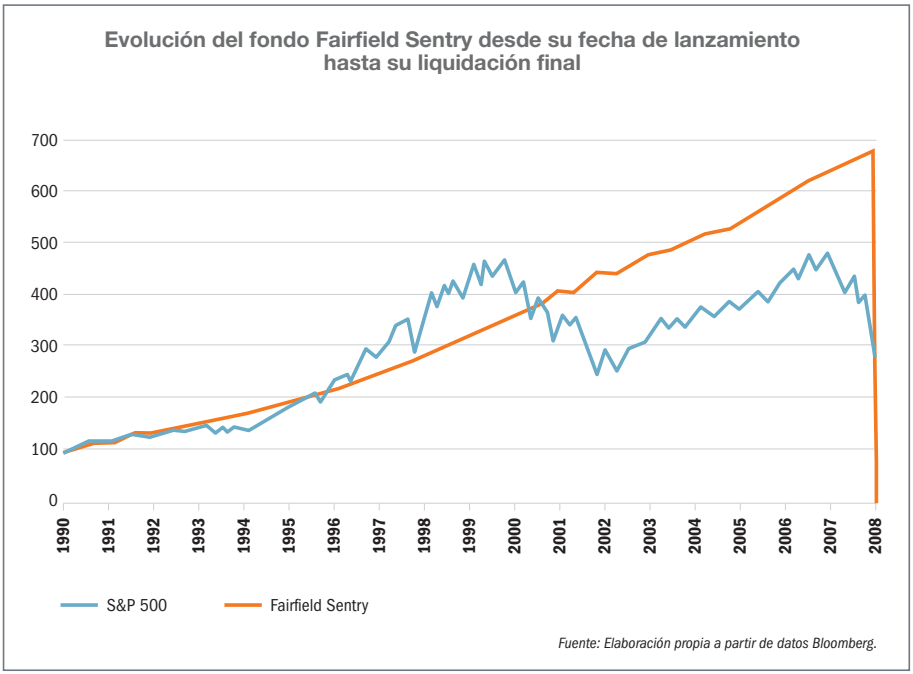
En cuanto al número de IIC afectadas, a la fecha señalada mantenían posiciones en Lehman 129 fondos de inversión y 330 SICAV, gestionados por 53 gestoras. De los fondos de inversión, 38 eran fondos de inversión garantizados (en los que el impacto será absorbido por la entidad financiera garante en la fecha de vencimiento de la garantía), 26 eran fondos de inversión con política de inversión de renta fija a corto plazo y el resto, 65, con otras políticas de inversión.

La exposición media para los fondos que mantenían las posiciones era del 3,21% en los fondos garantizados y del 0,90% en el resto. En definitiva, como señalábamos antes, un impacto escaso.

El caso Madoff

Uno de los acontecimientos más impactantes del año 2008 en lo que a la industria de Hedge Funds se refiere salió a la luz el 11 de diciembre, cuando la SEC acusó a Bernard L. Madoff, ex presidente del Nasdaq y propietario de la firma de brokerage Bernard Madoff Investment Securities (BMIS), de haber perpetrado uno de los mayores fraudes financieros que se recuerda. En concreto, Madoff fue acusado de haber estafado a los inversores alrededor de 50.000 millones de USD a través de un esquema Ponzi o piramidal, según el cual había estado pagando durante años rentabilidades a sus clientes haciendo uso de los ingresos que recibía de nuevos inversores. La estafa piramidal se vino finalmente abajo a finales de año, al no ser capaz Madoff de hacer frente a los más de 7.000 millones de USD en reembolsos solicitados por sus inversores.

BMIS fue creada en el año 1960 y a finales de 2007 gestionaba 17.000 millones de USD en Hedge Funds, en los que implementaban una estrategia market neutral de renta variable estadounidense utilizando una estrategia de trading con opciones para cubrir el riesgo direccional, conocida por el nombre de split strike conversion. Esta estrategia consiste, por una parte, en la adquisición de una cesta de valores compuesta por 30 ó 40 títulos pertenecientes al índice S&P 100, la venta de opciones call sobre el S&P 100 fuera de dinero (OTM) y la compra simultánea de opciones put sobre el índice también fuera de dinero (OTM) o bien en dinero (ATM). De esta manera se crea una estrategia túnel que limita los beneficios potenciales a costa de cortar las pérdidas ante un eventual movimiento bajista de los mercados.



PERFORMANCE DEL FONDO FAIRFIELD SENTRY DESDE SU FECHA DE LANZAMIENTO HASTA SU ÚLTIMO MES EN ACTIVO

	FONDO	S&P 500
Rentabilidad anualizada	11,24%	6,33%
Volatilidad anualizada	2,45%	14,25%
Ratio de Sharpe*	3,36	0,23
Correlación		0,29
Max drawdown	-0,55%	-46,28%
Max drawdown meses recuperación	1	56
Nº meses negativos	13	79
% meses positivo	93,49%	63,26%
Mejor mes	3,36%	11,16%
Peor mes	-0,55%	-16,94%

**Rf = 3% .*
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Los inversores en los Hedge Funds de Madoff se sintieron atraídos por su historial de éxito, sus excelentes rendimientos y la consistencia de los mismos tanto en periodos alcistas como bajistas de mercado así como por su reducida volatilidad. En el gráfico se muestra la evolución del fondo Fairfield Sentry, uno de los Hedge Funds afectados por la estafa de Madoff. Como también se puede observar en la

tabla, en sus 17 años de historia el fondo sólo obtuvo resultados negativos en 13 meses, siendo su máxima pérdida mensual del 0,55%, mientras que su rentabilidad anualizada ascendió por encima del 11%, casi un 5% más que el S&P 500, con una volatilidad de apenas el 2,5%, esto es, seis veces inferior a la del índice de renta variable estadounidense.

La instituciones de inversión colectiva (fondos y sociedades de inversión) y fondos de pensiones españoles no han sido una excepción a este fraude, si bien el impacto sobre su situación patrimonial puede considerarse en ambos casos marginal. En este sentido, la CNMV analizó con fecha de referencia el 31 de octubre de 2008 el grado de exposición de las instituciones de inversión colectiva españolas a productos vinculados a Madoff. El análisis llevado a cabo desveló la inversión de las IIC españolas en 6 IIC extranjeras, con 17 compartimentos afectados y un producto estructurado. Las IIC extranjeras, por lo general, eran Hedge Funds, si bien en un caso se trataba de un compartimento de una IIC luxemburguesa con pasaporte comunitario y registrada para su comercialización en España.

La inversión de las IIC españolas en los compartimentos de IIC extranjeras afectados que se identificaron es la siguiente:

- A nivel global, la exposición directa de las IIC era, a 31 de octubre, de 106,9 millones de euros, lo cual representa un 0,05% del patrimonio global de las IIC.
- De las 106,9 millones, 56,5 millones correspondía a fondos de inversión (un 0,03% de su patrimonio) y los restantes 50,4 millones a SICAV (un 0,20% sobre su valor patrimonial).
- En lo que respecta al número de IIC afectadas, el número total ascendía a 224 de las cuales 39 eran fondos de inversión (7 IICIICIL) y 185 SICAV.
- El número de gestoras afectadas asciende a 30, más una SICAV autogestionada.
- La exposición media de los fondos fue de un 4,73% y para las SICAV de un 3,24%.

En lo que respecta a los fondos de pensiones, la Dirección General de Seguros y Fondos Pensiones (DGSFP) también publicó los activos dañados en estos vehículos de ahorro. Concretamente, la exposición a Madoff ascendió a 36 millones de euros, o lo que es equivalente, un 0,045% sobre su patrimonio gestionado, siendo nueve el número de planes de pensiones afectados. De nuevo, como en el caso de Lehman, un impacto reducido.

Conclusiones

Una de las lecciones más importantes que nos ha dejado la crisis financiera es la necesidad de dotar a la industria de Hedge Funds de una mayor regulación y transparencia, así como de reforzar aún más los procesos de due dilligence. En este sentido, muchos fondos de fondos habían detectado irregularidades que les había llevado a rechazar la inversión en los productos del ex presidente del Nasdaq, como por ejemplo, el hecho de que Bernard Madoff Investment Securities (BMIS) actuaba como custodio de los activos de los inversores, que no tenía un administrador externo y que la compañía auditora era desconocida. A lo anteriormente señalado también habría que añadir la desconfianza que generaba su estrategia de trading con opciones, cuyas rentabilidades eran, en opinión de algunos expertos, imposibles de replicar en la práctica. Esto resalta sin lugar a dudas la importancia de llevar a cabo un proceso de due dilligence riguroso, tanto cualitativo como cuantitativo, antes de llevar a cabo la inversión en Hedge Funds.

Capítulo 21

EL COMPORTAMIENTO DE LOS HEDGE FUNDS EN CRISIS ANTERIORES

Introducción

Si bien es cierto que no es la primera vez que los Hedge Funds se enfrentan a una crisis de mercado, la mayor complejidad y alcance de la crisis subprime supone una prueba de esfuerzo sin antecedentes para estos vehículos de inversión colectiva, cuyo impacto final resulta a día de hoy todavía una incógnita.

No obstante, del análisis del comportamiento de los Hedge Funds en anteriores crisis se pueden extraer algunas conclusiones, entre las que cabe destacar su capacidad de recuperación, su mayor apalancamiento y correlación con los mercados de renta variable en las fases alcistas posteriores a las crisis, y una cierta descorrelación de los mercados tradicionales en los periodos bajistas del ciclo.

Con el fin de mostrar cómo han sobrellevado los Hedge Funds anteriores crisis, se analizan en este capítulo los eventos de mercado más relevantes acontecidos desde la crisis financiera asiática de 1997. Para cada evento se lleva a cabo un análisis del rendimiento de las diferentes estrategias de inversión implementadas por los Hedge Funds.

Crisis financiera asiática (julio de 1997)

Como se puede observar en la tabla de rentabilidades, desde el inicio de la crisis financiera asiática en julio de 1997 hasta el inicio de la crisis de la deuda rusa / LTCM acaecida en julio de 1998, los Hedge Funds exhibieron descorrelación de los mercados de renta variable y rentabilidades positivas, con el Broad Index avanzando en el periodo un 23,6%. Las dos únicas estrategias que registraron rentabilidades negativas fueron Short Bias con una cesión del 1,3% y la estrategia Emerging Markets con una caída del 17,6%, reflejo del cambio en el panorama macro que se produjo en la región. En el lado de las ganancias destacaron los gestores *Global Macro* y *Long Short* al lograr, en términos medios, revalorizaciones del 40,5% y del 28,2% respectivamente.

RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS ASIÁTICA (JULIO 1997) Y LA CRISIS DE LTCM (JULIO 1998)

PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	7,0	2,1	-6,3	6,5	3,3	3,6	1,1	10,1	7,0	5,7	1,0	4,5	8,0	-0,8
3M	9,9	5,0	-9,5	5,4	4,2	5,9	3,1	12,4	14,1	1,6	4,8	2,5	7,5	1,3
6M	12,7	5,6	0,5	-3,5	4,7	9,8	2,6	20,0	13,5	3,0	10,0	-0,3	10,6	1,5
9M	20,2	9,8	-9,7	-4,0	9,7	17,4	4,2	29,6	24,7	4,7	13,8	13,6	26,0	2,3
1Yr	23,6	11,5	-1,3	-17,6	12,0	16,0	2,8	40,5	28,2	4,7	17,5	15,5	30,2	4,3
Hasta inicio crisis rusa / LTCM (anual.)	23,6	11,5	-1,3	-17,6	12,0	16,0	2,8	40,5	28,2	4,7	17,5	15,5	30,2	4,3
Volatilidad Anual	9,6	3,0	17,6	18,4	4,0	5,1	3,4	14,8	10,9	12,1	2,8	14,1	14,6	4,1
Correlación MXWO	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3	1,0	0,9	-0,1
Max DD.	-1,6	-0,8	-10,1	-22,6	-0,9	-2,0	-1,6	-2,4	-2,0	-7,3	0,0	-7,2	-5,6	-1,8
Max DD. Inicio	sep-97	oct-97	dic-97	jul-97	jul-97	abr-98	sep-97	jul-97	sep-97	jul-97		jul-97	jul-97	oct-97
Max DD. Fin	oct-97	nov-97	mar-98	jun-98	ago-97	jun-98	oct-97	ago-97	nov-97	ago-97		oct-97	ago-97	dic-97
Max DD. Meses Rec.	2	1	2	63	1	13	5	1	3	12	0	4	3	4
Max DD. Recuperación	dic-97	dic-97	may-98	ago-03	sep-97	jul-99	mar-98	sep-97	feb-98	ago-98		feb-98	nov-97	abr-98

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Index.

Los principales índices de renta variable mundial y renta variable EEUU, el MSCI World y el S&P 500 TR, obtuvieron rentabilidades positivas durante los meses posteriores al inicio de la crisis. En el periodo comprendido entre julio de 1997 y julio de 1998 sus revalorizaciones fueron del 15,5% y del 30,2% respectivamente. Por su parte, la renta fija gubernamental a nivel global se revalorizaba tan sólo un 4,3% de acuerdo al índice Citigroup WGBI.

Los Hedge Funds captaron menos del 70% de la volatilidad registrada por los índices de renta variable (9,6% vs 14,1% del MSCI World y 14,6% del S&P 500 TR en términos anualizados), a la vez que mostraron una cierta descorrelación de estos mercados. En este sentido, ninguna de las estrategias Hedge mostró correlaciones superiores a 0,7 en términos absolutos con el MSCI World. *Convertible Arbitrage, Fixed Income Arbitrage, Global Macro* y *Multi-Strategy* fueron las estrategias menos correlacionadas con la renta variable durante este periodo.

VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS ASIÁTICA (%)

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/97	9,2	1,2	17,8	11,9	3,9	3,2	1,0	15,7	9,1%	8,8	2,5
31/07/97	8,1	1,5	15,5	10,5	4,2	3,4	1,0	14,1	9,1%	9,8	2,4
31/08/97	9,0	1,5	15,3	12,9	4,9	4,0	1,0	15,3	9,2%	13,2	2,4
30/09/97	9,2	1,5	14,6	12,8	4,9	4,0	1,0	15,4	10,0%	13,3	2,7
31/10/97	10,0	1,8	15,6	17,0	5,0	4,2	2,9	16,0	10,5%	12,3	3,0
30/11/97	9,5	2,8	15,6	18,5	5,2	4,1	2,9	14,9	10,8%	11,6	2,8
31/12/97	9,4	2,7	15,6	18,7	5,4	4,1	2,7	14,8	10,8%	11,7	2,7
31/01/98	9,1	2,8	15,5	18,4	4,9	4,0	3,0	14,3	10,9%	11,4	2,9
28/02/98	9,1	2,8	16,8	16,9	4,9	4,2	3,0	14,3	11,2%	11,3	2,7
31/03/98	9,5	2,8	14,0	17,2	4,4	4,0	3,2	15,9	10,6%	11,3	2,6
30/04/98	9,5	2,8	14,1	17,1	4,5	3,8	3,1	15,5	10,4%	11,7	2,5
31/05/98	9,6	2,8	17,5	19,7	4,0	4,6	3,2	14,8	10,8%	12,1	2,5
30/06/98	9,6	3,0	17,6	18,4	4,0	5,1	3,4	14,8	10,9%	12,1	2,8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS CON EL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS ASIÁTICA

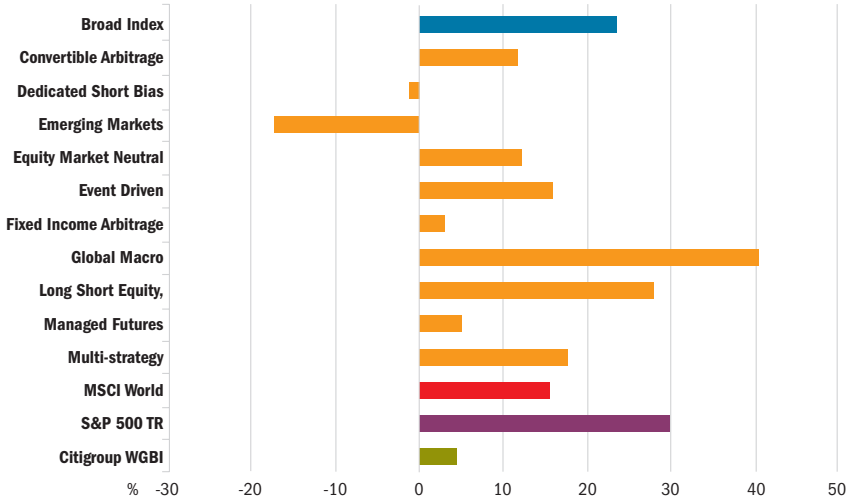
	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/97	0,6	0,5	-0,8	0,4	0,6	0,6	-0,2	0,5	0,8	0,2	-0,4
31/07/97	0,5	0,7	-0,8	0,2	0,6	0,6	-0,2	0,3	0,7	0,3	-0,3
31/08/97	0,6	0,3	-0,6	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	0,6	0,6	-0,3
30/09/97	0,6	0,2	-0,6	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	0,6	0,6	-0,2
31/10/97	0,7	0,4	-0,7	0,7	0,7	0,8	0,5	0,6	0,7	0,7	-0,4
30/11/97	0,7	0,2	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,6	-0,4
31/12/97	0,7	0,2	-0,7	0,6	0,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	-0,3
31/01/98	0,7	0,2	-0,7	0,6	0,7	0,8	0,5	0,5	0,6	0,6	-0,3
28/02/98	0,6	0,3	-0,7	0,7	0,7	0,8	0,5	0,4	0,7	0,6	-0,3
31/03/98	0,6	0,3	-0,7	0,7	0,7	0,8	0,5	0,4	0,6	0,6	-0,4
30/04/98	0,6	0,3	-0,7	0,7	0,7	0,9	0,5	0,4	0,7	0,6	-0,4
31/05/98	0,7	0,3	-0,7	0,7	0,6	0,8	0,5	0,5	0,7	0,6	-0,3
30/06/98	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

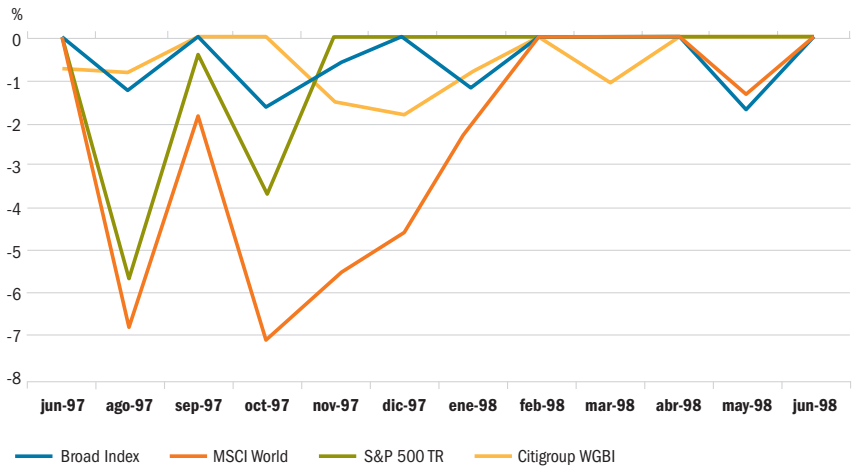
En lo que respecta al máximo *drawdown,* todas las estrategias mostraron caídas muy inferiores a las de la renta variable salvo en el caso de *Short Bias* (-10,1%) y *Emerging Markets (*-22,6%), tardando esta última estrategia 63 meses en recuperar dicha pérdida. El máximo *drawdown* del Broad Index ascendió a un

-1,6% registrado entre septiembre y octubre de 1997, siendo su periodo posterior de recuperación de tan sólo 2 meses. Por el contrario, la renta variable sufría cesiones más significativas (-7,2% del MSCI World) y la renta fija caía tan sólo un 1,8% desde máximos. El hecho de que esta cesión fuera del mismo orden de magnitud que en el caso de los bonos, da una idea de la capacidad de los gestores de adaptarse a la crisis, en un entorno de mercado especialmente difícil para las economías emergentes.

Rentabilidad anualizada de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis asiática hasta la crisis de la deuda rusa / LTCM



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Crisis de la deuda rusa / Long Term Capital Management (LTCM) 1998

1998 fue un año desastroso para la industria de Hedge Funds. El default de la deuda rusa provocó una crisis que se extendió rápidamente a los mercados financieros de otros países provocando pánico entre los inversores, quienes en una "huida hacia la calidad", se refugiaron en la renta fija gubernamental. Los spreads de crédito se ampliaron y las primas de liquidez de los bonos corporativos, titulizaciones y otros activos aumentaron, lo cual provocó cuantiosas pérdidas en muchos Hedge Funds que operaban en los mercados de renta fija, apostando a la convergencia de los spreads, entre ellos LTCM.

Como consecuencia de estos acontecimientos, muchos Hedge Funds se vieron obligados a liquidar y a desapalancar sus posiciones, con el fin de reducir su riesgo y lograr la necesaria liquidez para atender los reembolsos de los inversores y los margin calls de los prime broker, generando más presión y pérdidas sobre sus carteras.

La mayor restricción del crédito a los Hedge Funds tuvo un impacto muy significativo en las estrategias de Fixed Income Arbitrage y Global Macro, las cuales suelen utilizar un elevado grado de apalancamiento para amplificar sus rentabilidades.

Como se puede observar en la tabla de rentabilidad, desde el inicio de la crisis de la deuda rusa / LTCM en julio de 1998 hasta el inicio de la crisis tecnológica en abril

de 2000, el Broad Index se revalorizó un 9,2% en términos anualizados, una rentabilidad que se situó muy por debajo de la obtenida por los mercados de renta variable a nivel global, aunque fue más del doble de la registrada por la renta fija (Citigroup WGBI 4,3%). *Short Bias* con una rentabilidad anualizada del -16,3%, y *Global Macro,* una estrategia muy vinculada a la evolución de los mercados de renta fija y que a su vez asume un elevado grado de apalancamiento, con un retroceso del -7,9% también en términos anualizados en el mismo periodo, fueron las dos únicas estrategias que se quedaron en terreno negativo. Por el contrario, la estrategia *Long Short Equity* con una ganancia del 32,5%, impulsada por la fuerte revalorización experimentada por las small caps así como por el mayor apalancamiento asumido por los gestores durante esta fase de mercado alcista, y *Equity Market Neutral* con un 14,9% fueron las estrategias más destacadas.

RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS DE LTCM (JULIO 1998) Y LA CRISIS TECNOLÓGICA (ABRIL 2003)

PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	0,9	0,5	2,7	0,1	-0,1	0,0	0,5	1,8	0,6	-1,1	0,7	-0,3	-1,1	0,1
3M	-8,9	-7,2	19,8	-28,7	0,0	-14,4	-4,7	-8,1	-7,8	16,2	2,4	-12,3	-9,9	8,3
6M	-9,2	-9,4	-4,3	-27,0	5,9	-9,9	-8,4	-17,7	3,7	18,7	0,8	5,9	9,2	12,2
9M	-8,6	-5,3	-7,8	-23,0	8,7	-6,1	-4,0	-22,9	9,4	13,1	3,9	9,4	14,7	7,8
1Yr	-3,0	-0,6	-13,0	-15,0	14,7	1,8	-0,8	-19,2	17,3	15,9	2,5	14,3	22,8	4,1
Hasta inicio crisis tecnológica (anual.)	9,2	8,5	-16,3	7,7	14,9	7,7	2,1	-7,9	32,5	5,2	9,4	17,1	18,8	4,3
Volatilidad Anual	12,3	7,8	24,7	26,1	2,8	11,0	7,1	15,0	18,2	11,7	5,7	17,9	19,7	7,3
Correlación MXWO	0,5	0,2	-0,8	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,6	-0,3	-0,2	1,0	1,0	0,1
Max DD.	-13,8	-12,0	-41,9	-29,2	-1,0	-14,4	-11,8	-26,8	-11,4	-7,9	-4,8	-13,7	-15,4	-7,2
Max DD. Inicio	jul-98	jul-98	ago-98	jul-98	jun-98	jul-98	jul-98	jul-98	jul-98	dic-98	sep-98	jun-98	jun-98	dic-98
Max DD. Fin	oct-98	oct-98	mar-00	ene-99	ago-98	sep-98	oct-98	sep-99	ago-98	mar-00	oct-98	ago-98	ago-98	jui-99
Max DD. Meses Rec.	13	10	Sin rec.	11	2	9	12	18	4	12	4	3	3	28
Max DD. Recuperación	nov-99	ago-99		dic-99	oct-98	jun-99	oct-99	mar-01	dic-98	mar-01	feb-99	nov-98	nov-98	oct-01

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Index.

Al igual que ocurrió durante la crisis asiática, los Hedge Funds captaron menos del 70% de la volatilidad registrada por los índices de renta variable (12,3% vs 17,9% del MSCI World y 19,7% del S&P 500 TR en términos anualizados), a la vez que mantuvieron una correlación de baja a moderada con estos mercados (entre 0,1 y 0,8 en términos absolutos con el MSCI World). Atendiendo a los gráficos de evolución de la volatilidad y correlación a 12 meses, destaca el incremento significativo de estas dos variables en agosto de 1998, coincidiendo con la quiebra de LTCM. De las 10 estrategias analizadas, 6 de ellas mostraban en julio de 1998

una correlación inferior a 0,6 en términos absolutos con el MSCI World. Apenas un mes más tarde sólo Managed Futures y Multi-Strategy conseguían mantener la correlación por debajo de esta cota. Convertible Arbitrage y Fixed Income Arbitrage, dos estrategias especialmente sensibles a la evolución de los mercados de crédito, vieron cómo su correlación con la renta variable ascendía de 0 a 0,8 y de 0,4 a 0,7 respectivamente.

VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE LA DEUDA RUSA / LTCM (%)

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/98	9,6	3,0	17,6	18,4	4,0	5,1	3,4	14,8	10,9	12,1	2,8
31/07/98	7,8	2,7	16,4	16,4	3,2	4,6	3,3	12,5	9,5	10,7	2,8
31/08/98	11,7	5,9	27,3	26,7	3,2	13,6	3,6	13,7	16,2	12,0	2,8
30/09/98	11,5	6,7	27,8	26,0	3,0	13,6	5,0	15,1	15,5	13,1	2,8
31/10/98	12,3	8,1	29,4	26,4	3,5	13,6	8,2	19,7	15,5	12,8	6,0
30/11/98	12,4	8,5	30,5	27,6	3,5	13,9	8,5	19,4	15,6	13,1	6,2
31/12/98	12,3	8,4	31,1	26,5	3,4	13,8	8,7	18,8	16,6	13,1	6,2
31/01/99	12,3	8,7	31,9	26,3	3,4	13,9	9,1	18,9	16,7	13,9	6,3
28/02/99	12,2	8,6	31,7	26,2	3,3	13,5	9,2	19,0	16,9	14,0	6,2
31/03/99	10,4	8,6	31,6	27,5	3,2	13,5	9,2	15,1	16,6	14,2	6,2
30/04/99	10,8	8,8	31,9	29,0	3,3	13,9	9,4	15,1	16,8	13,1	6,0
31/05/99	10,8	9,0	29,6	28,0	3,3	14,1	9,5	14,3	16,6	13,7	6,0
30/06/99	11,3	9,0	29,6	28,5	3,3	14,4	9,5	14,2	16,8	13,8	6,5

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

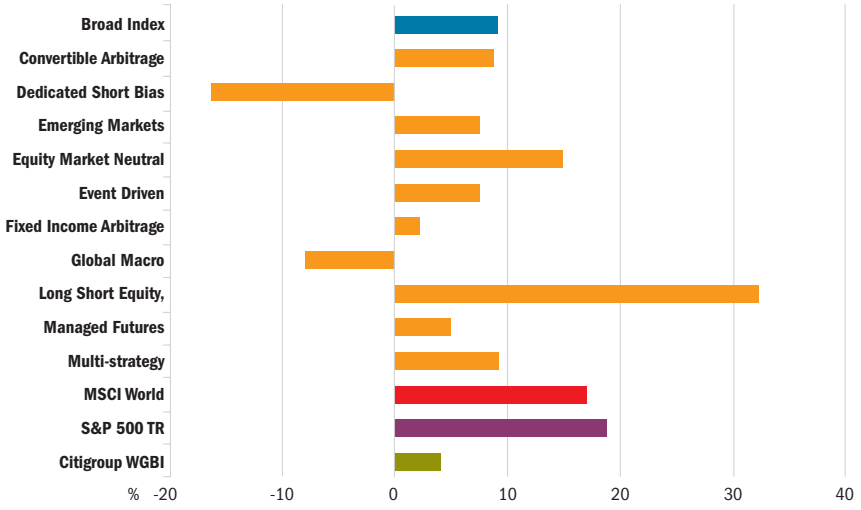
CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS FRENTE AL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE LA DEUDA RUSA / LTCM

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/98	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3
31/07/98	0,7	0,0	-0,6	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3
31/08/98	0,9	0,8	-1,0	0,9	0,7	0,9	0,7	0,6	0,9	-0,6	-0,1
30/09/98	0,8	0,7	-0,9	0,8	0,6	0,8	0,4	0,5	0,9	-0,6	-0,3
31/10/98	0,5	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,2	0,0	0,9	-0,6	-0,4
30/11/98	0,5	0,3	-1,0	0,8	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,9	-0,6	-0,3
31/12/98	0,5	0,4	-1,0	0,9	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,9	-0,6	-0,3
31/01/99	0,5	0,3	-0,9	0,9	0,8	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,6	-0,3
28/02/99	0,5	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,9	-0,5	-0,4
31/03/99	0,5	0,2	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,1	-0,1	0,9	-0,5	-0,4
30/04/99	0,6	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,1	-0,1	0,9	-0,6	-0,4
31/05/99	0,5	0,2	-0,9	0,7	0,8	0,8	-0,1	-0,1	0,9	-0,4	-0,4
30/06/99	0,6	0,2	-0,9	0,8	0,8	0,8	-0,1	0,0	0,9	-0,4	-0,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

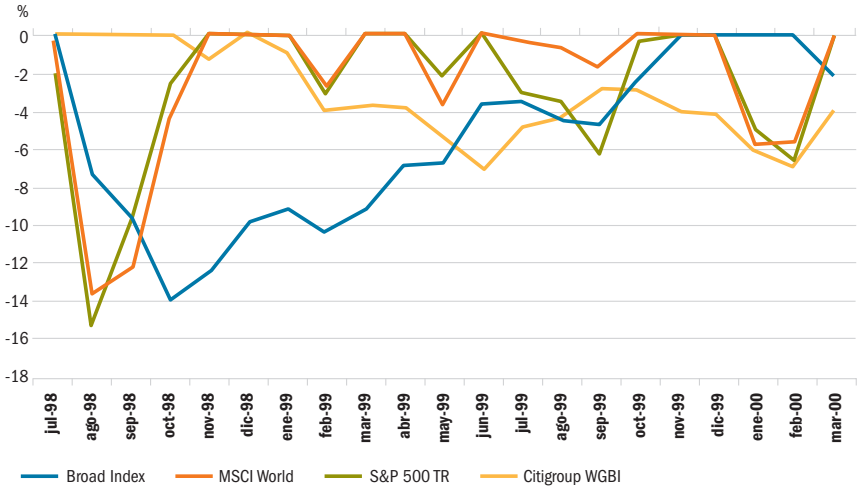
En lo que se refiere al máximo drawdown, los Hedge Funds sufrieron caídas desde máximos similares a las experimentadas por la renta variable (-13,8% vs -13,7% del MSCI World y -15,4% del S&P 500 TR) y casi el doble de la registrada por la renta fija (-7,2%). Estas pérdidas de los Hedge Funds se registraron entre los meses de julio y de octubre de 1998, tardando posteriormente 13 meses en recuperar los niveles previos a la caída, por tan sólo 3 meses de los principales índices de renta variable. Solamente los gestores Equity Market Neutral con un -1,0% y los Multi-Strategy con un máximo drawdown del -4,8% fueron capaces de limitar las pérdidas por debajo de las registradas por la renta fija.

Rentabilidad anualizada de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis de la deuda rusa / LTCM hasta la crisis tecnológica



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Drawdown de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis de la deuda rusa / LTCM hasta la crisis tecnológica



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Crisis tecnológica (2000)

Durante el estallido de la burbuja tecnológica del año 2000 hasta el inicio de la crisis de crédito en enero de 2005 los Hedge Funds consiguieron preservar el capital en un entorno de mercado caracterizado por las intensas pérdidas experimentadas por la renta variable a nivel global, que llegaron a alcanzar casi el 50% entre marzo de 2000 y septiembre de 2002. Como se puede observar en la tabla, el Broad Index se revalorizó en el periodo comprendido entre estas dos crisis un 6,9% en términos anualizados frente a un -4,2% del MSCI World y un 9,2% de la renta fija gubernamental. A pesar de que algunas estrategias más vinculadas a la evolución de las bolsas como es el caso de *Long Short Equity* y *Emerging Markets* llegaron a perder desde los máximos de marzo de 2000 un 11,5% y un 16,6% respectivamente, éstas fueron capaces de sobreponerse a las pérdidas en octubre de 2003 y marzo de 2002. En el caso del MSCI World, el máximo *drawdown* del 48,4% se registró entre marzo de 2000 y septiembre de 2002, tardando posteriormente 51 meses en recuperar los niveles previos a la caída.

RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS TECNOLÓGICA Y LA CRISIS DE CRÉDITO

PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	-4,6	3,6	2,3	-7,8%	1,4	-0,7	0,9	-5,4	-7,5	-2,3	0,9	-4,3	-3,0	-3,3
3M	-2,3	7,7	1,0	-6,7%	4,8	1,2	1,9	-1,9	-5,2	-2,8	4,0	-3,8	-2,7	-0,1
6M	0,7	13,3	6,6	-8,7%	7,4	4,1	3,9	1,9	-1,9	-6,9	5,0	-8,8	-3,6	-2,8
9M	0,7	14,5	29,9	-12,2%	10,0	3,7	5,3	12,3	-4,8	7,9	4,8	-14,7	-11,1	1,4
1Yr	0,7	21,8	44,1	-12,2%	14,4	8,1	7,6	20,4	-9,5	13,3	6,8	-25,9	-21,7	-1,7
Hasta inicio crisis crédito (anul.)	6,9	10,0	-1,7	8,0%	8,5	10,3	7,1	15,1	3,5	10,0	8,2	-4,2	-2,9	9,2
Volatilidad Anual	4,5	4,0	17,1	10,1%	2,0	4,1	2,5	5,0	7,5	13,4	2,7	15,4	16,0	7,5
Correlación MXWO	0,6	0,0	-0,8	0,7	0,1	0,6	0,0	0,0	0,6	-0,3	0,5	1,0	1,0	0,0
Max DD.	-5,7	-3,6	-39,4	-16,6%	-0,5	-6,0	-3,9	-5,4	-11,5	-13,9	-1,8	-48,4	-44,7	-5,7
Max DD. Inicio	mar-00	ene-02	sep-02	mar-00	feb-04	may-02	ago-02	mar-00	mar-00	feb-04	sep-00	mar-00	ago-00	oct-01
Max DD. Fin	may-00	jul-02	dic-04	sep-01	abr-04	oct-02	nov-02	abr-00	jul-02	ago-04	oct-00	sep-02	sep-02	ene-02
Max DD. Meses Rec.	3	4	Sin rec.	6	2	4	4	4	15	15	3	51	50	4
Max DD. Recuperación	ago-00	nov-02		mar-02	jun-04	feb-03	mar-03	ago-00	oct-03	nov-05	ene-01	nov-06	oct-06	may-02

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Inde

En lo que respecta a las medidas de riesgo, los Hedge Funds captaron menos del 30% de la volatilidad de la renta variable (4,5% vs 15,4% del MSCI World y el 16,0% del S&P500 TR) y apenas el 60% de la volatilidad de la renta fija. La correlación con la renta variable, al igual que en anteriores crisis, se mantuvo en niveles de bajos a moderados (entre 0 y 0,8 en términos absolutos) con el Broad Index registrando una correlación con el MSCI World del 0,6.

El máximo *drawdown* de los Hedge Funds fue muy inferior al de la renta variable, tan sólo un 5,7% de caída entre marzo y mayo del 2000, tardando posteriormente 3 meses en recuperar la pérdida. En lo que respecta a la renta variable, el MSCI World registró una caída máxima del 48,4% mientras que el drawdown de la renta fija se situó en el mismo nivel que el de los Hedge Funds, esto es, un 5,7% recuperado 4 meses más tarde.

VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS TECNOLÓGICA (%)

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/03/00	11,2	3,6	15,3	18,7	2,0	3,8	1,8	13,4	17,6	8,2	4,7
30/04/00	13,0	4,1	15,7	21,4	1,9	4,2	1,5	14,8	20,8	7,7	4,6
31/05/00	13,3	4,1	17,3	22,1	1,9	4,2	1,6	14,9	21,4	7,4	4,6
30/06/00	13,3	4,0	18,4	22,2	1,9	3,9	1,6	14,7	21,6	6,6	3,1
31/07/00	13,3	3,9	19,0	21,9	1,8	3,9	1,6	14,5	21,8	6,7	3,6
31/08/00	13,2	3,5	19,0	21,3	1,8	3,8	1,2	14,0	21,8	7,0	3,6
30/09/00	13,2	3,4	22,2	23,2	2,1	3,9	1,2	13,4	22,0	6,9	3,4
31/10/00	13,5	3,2	23,2	23,6	2,1	4,0	1,2	13,3	22,4	5,8	4,5
30/11/00	13,2	4,1	26,4	22,6	2,3	4,2	1,2	13,2	22,1	9,4	4,3
31/12/00	10,6	4,2	25,2	16,3	2,2	3,4	1,2	10,9	18,1	12,1	4,0
31/01/01	10,6	4,3	25,2	16,9	2,4	3,8	1,5	10,4	18,2	12,1	3,9
28/02/01	8,4	4,0	23,7	15,8	2,4	3,6	1,5	9,9	13,8	11,8	3,8
31/03/01	8,1	3,6	21,9	15,3	2,2	3,6	1,3	9,2	13,4	12,3	3,5

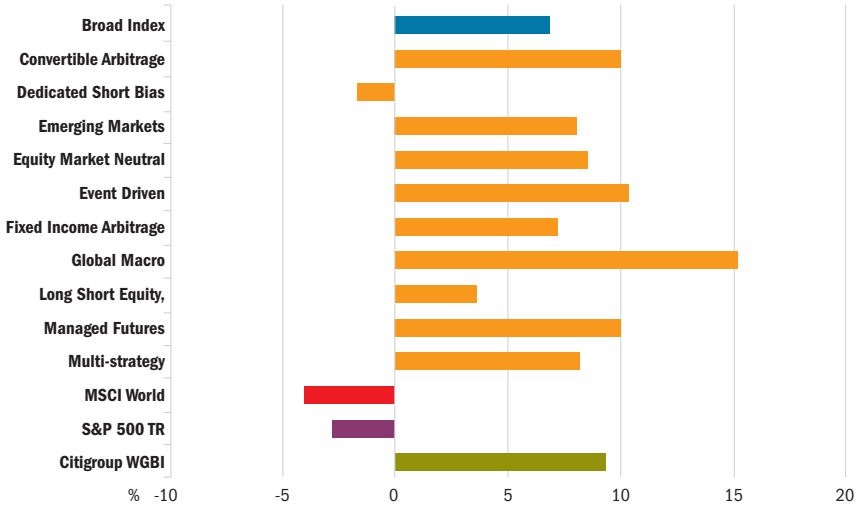
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS FRENTE AL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS TECNOLÓGICA

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/03/00	0,4	-0,1	-0,6	0,7	0,2	0,3	0,1	0,6	0,4	0,2	0,0
30/04/00	0,5	-0,3	-0,6	0,8	0,1	0,4	-0,1	0,6	0,5	0,2	0,1
31/05/00	0,6	-0,3	-0,6	0,8	0,2	0,6	0,1	0,6	0,5	0,1	0,0
30/06/00	0,5	-0,3	-0,6	0,8	0,1	0,6	0,1	0,6	0,5	-0,1	0,3
31/07/00	0,6	-0,2	-0,7	0,8	0,1	0,6	0,1	0,5	0,5	0,0	0,4
31/08/00	0,6	-0,3	-0,7	0,8	0,1	0,6	0,1	0,5	0,5	0,0	0,4
30/09/00	0,6	-0,3	-0,7	0,8	0,3	0,6	0,0	0,6	0,5	0,2	0,4
31/10/00	0,6	-0,2	-0,8	0,8	0,4	0,7	0,0	0,6	0,6	0,5	0,5
30/11/00	0,6	0,1	-0,8	0,8	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,6	0,0	0,5
31/12/00	0,4	0,2	-0,8	0,8	0,7	0,6	-0,4	0,2	0,4	0,0	0,4
31/01/01	0,4	0,4	-0,8	0,8	0,8	0,6	-0,2	0,1	0,4	0,0	0,6
28/02/01	0,4	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,4	-0,1	0,1	0,5	0,0	0,6
31/03/01	0,7	0,1	-0,8	0,8	0,7	0,5	0,3	0,3	0,7	0,0	0,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Rentabilidad anualizada de las distintas estrategias de hedge funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis tecnológica hasta la crisis de crédito



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Drawdown de las distintas estrategias de hedge funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis tecnológica hasta la crisis de crédito

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Crisis de crédito de 2005

Desde el inicio de la crisis de crédito del año 2005 (rebaja de rating de General Motors y Ford) hasta el inicio de la crisis subprime de agosto de 2007 los Hedge Funds consiguieron revalorizarse un 11,7% en términos anualizados, en línea con el 12,0% de rentabilidad lograda por la renta variable en el mismo periodo y muy por encima del 0,5% de rentabilidad registrada por la renta fija gubernamental. Como se puede observar en la tabla de rentabilidad, Emerging Markets, Event - Driven y Long Short Equity con 19,5%, 14,3% y 12,9% de rentabilidad anualizada fueron las estrategias más rentables durante esta fase alcista de los mercados previa al inicio de la crisis subprime.

RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS DE CRÉDITO Y LA CRISIS SUBPRIME

PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	-0,3	-0,8	7,0	1,1	0,4	0,2	0,1	0,7	-0,8	-5,4	0,0	-2,3	-2,4	-1,4
3M	0,9	-2,7	14,4	2,6	1,8	2,4	1,3	2,6	0,0	-5,0	1,1	-1,6	-2,1	-2,6
6M	1,3	-6,3	13,4	5,6	1,5	3,6	-1,1	3,0	0,9	-0,9	0,3	-1,8	-0,8	-4,0
9M	5,9	-3,0	17,7	15,1	3,6	8,0	0,5	7,3	6,8	0,4	5,3	4,7	2,8	-5,0
1Yr	7,6	-2,5	17,0	17,4	6,1	9,0	0,6	9,2	9,7	-0,1	7,5	7,6	4,9	-6,9
Hasta inicio crisis subprime (anual.)	11,7	5,9	5,4	19,5	8,9	14,3	4,2	12,4	12,9	3,9	11,7	12,0	9,3	0,5
Volatilidad Anual	3,9	4,0	12,2	7,2	1,9	3,5	2,7	3,3	5,9	10,7	3,6	7,6	7,5	5,4
Correlación MXWO	0,9	0,5	-0,7	0,7	0,3	0,7	0,4	0,6	0,9	0,7	0,8	1,0	0,9	0,0
Max DD.	-1,5	-7,2	-15,3	-5,1	-0,6	-1,8	-2,4	-0,9	-3,9	-8,2	-2,0	-4,5	-4,7	-7,9
Max DD. Inicio	sep-05	dic-04	jul-06	abr-06	mar-05	sep-05	mar-05	sep-05	abr-06	dic-04	mar-05	feb-05	may-07	dic-04
Max DD. Fin	oct-05	may-05	may-07	jun-06	may-05	oct-05	jun-05	oct-05	jul-06	abr-05	may-05	abr-05	jul-07	nov-05
Max DD. Meses Rec.	1	8	10	4	3	2	7	1	4	5	2	3	2	12
Max DD. Recuperación	nov-05	ene-06	mar-08	oct-06	ago-05	dic-05	ene-06	nov-05	nov-06	sep-05	jul-05	jul-05	sep-07	nov-06

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Index.

Los Hedge Funds captaron el 50% de la volatilidad de la renta variable (3,9% vs 7,6% del MSCI World y el 7,5% del S&P500 TR) y el 70% de la volatilidad de la renta fija. La correlación con la renta variable fue algo superior que en anteriores crisis al situarse entre el 0,3 y el 0,9 en términos absolutos. En este sentido, el Broad Index registró una correlación con el MSCI World del 0,9, lo cual viene a constatar una gestión más agresiva por parte de los gestores durante este periodo alcista de la renta variable, en parte explicado por un mayor apalancamiento y unas restricciones en la gestión del riesgo menos rígidas.

VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE CRÉDITO (%)

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/01/05	3,4	2,4	15,9	6,3	2,2	3,3	2,4	2,9	5,5	14,6	2,3
28/02/05	3,4	2,4	16,3	6,7	2,3	3,4	2,4	3,0	5,5	12,6	2,3
31/03/05	3,5	2,8	16,2	7,2	2,2	3,4	2,2	2,9	5,8	12,6	2,3
30/04/05	3,7	3,9	16,5	5,8	2,1	3,7	2,3	3,0	5,9	11,3	2,8
31/05/05	3,6	4,0	17,9	4,9	2,3	3,7	2,8	3,0	5,8	11,9	3,1
30/06/05	3,7	4,2	17,9	5,0	2,3	3,7	2,8	3,0	5,9	12,0	3,2
31/07/05	3,7	4,7	15,9	4,8	2,3	3,7	2,9	3,1	5,7	11,7	3,6
31/08/05	3,6	4,8	16,1	4,8	1,5	3,6	2,8	2,7	5,6	11,5	3,6
30/09/05	3,7	5,0	16,2	5,4	1,5	3,6	2,6	2,8	5,5	11,5	3,7
31/10/05	4,4	5,0	16,2	7,0	1,5	4,7	2,5	3,3	6,5	11,0	4,1
30/11/05	4,0	4,8	13,7	6,9	1,6	4,0	2,4	2,9	6,1	10,2	3,9
31/12/05	4,0	4,9	12,6	7,0	1,8	3,8	2,3	3,0	6,2	10,6	4,1
31/01/06	4,6	5,6	11,7	8,3	2,0	4,3	2,7	4,0	6,8	9,1	4,5

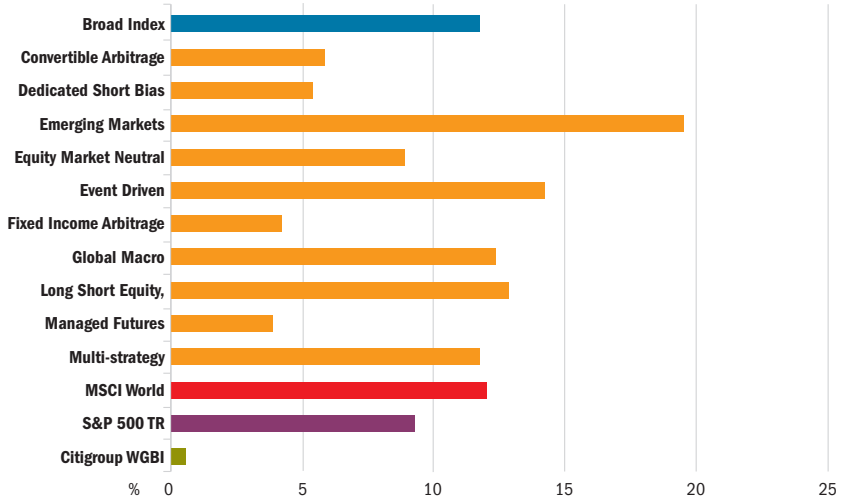
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS FRENTE AL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE CRÉDITO

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/01/05	0,9	0,3	-0,9	0,5	0,2	0,9	0,2	0,4	0,9	0,7	0,8
28/02/05	0,9	0,3	-0,8	0,6	0,3	0,9	0,2	0,4	0,9	0,8	0,8
31/03/05	0,9	0,5	-0,9	0,7	0,2	0,9	0,2	0,4	0,9	0,7	0,8
30/04/05	0,9	0,7	-0,9	0,6	0,2	0,9	0,4	0,5	1,0	0,7	0,9
31/05/05	0,9	0,6	-0,9	0,7	0,2	0,9	0,3	0,4	1,0	0,7	0,7
30/06/05	0,9	0,6	-0,9	0,7	0,1	0,9	0,3	0,5	0,9	0,7	0,7
31/07/05	0,9	0,7	-0,8	0,7	0,1	0,9	0,5	0,6	0,9	0,7	0,7
31/08/05	0,9	0,7	-0,8	0,7	0,3	0,9	0,5	0,6	0,9	0,7	0,7
30/09/05	0,9	0,7	-0,8	0,7	0,3	0,9	0,5	0,7	1,0	0,7	0,7
31/10/05	0,9	0,7	-0,7	0,7	0,2	0,9	0,5	0,7	1,0	0,7	0,8
30/11/05	0,9	0,6	-0,7	0,7	0,2	0,8	0,2	0,6	1,0	0,6	0,8
31/12/05	0,9	0,6	-0,6	0,8	0,2	0,8	0,2	0,7	0,9	0,6	0,8
31/01/06	0,9	0,7	-0,6	0,9	0,4	0,9	0,4	0,8	0,9	0,5	0,8

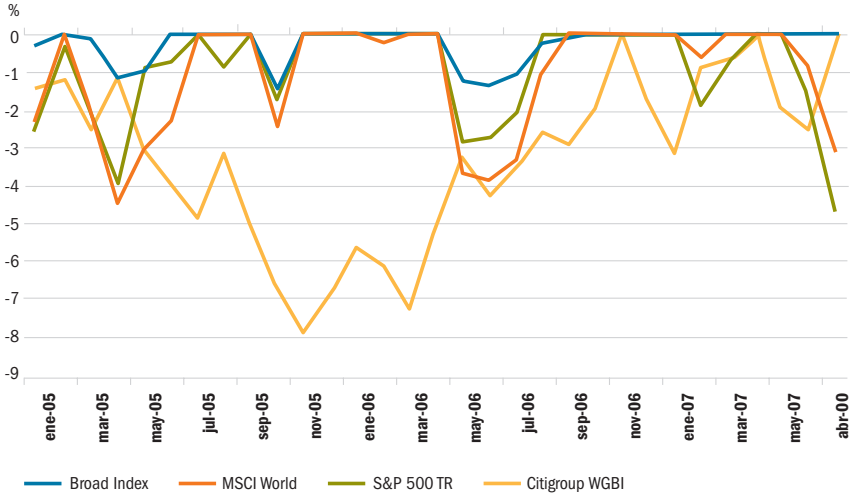
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Rentabilidad anualizada de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis de crédito hasta la crisis subprime

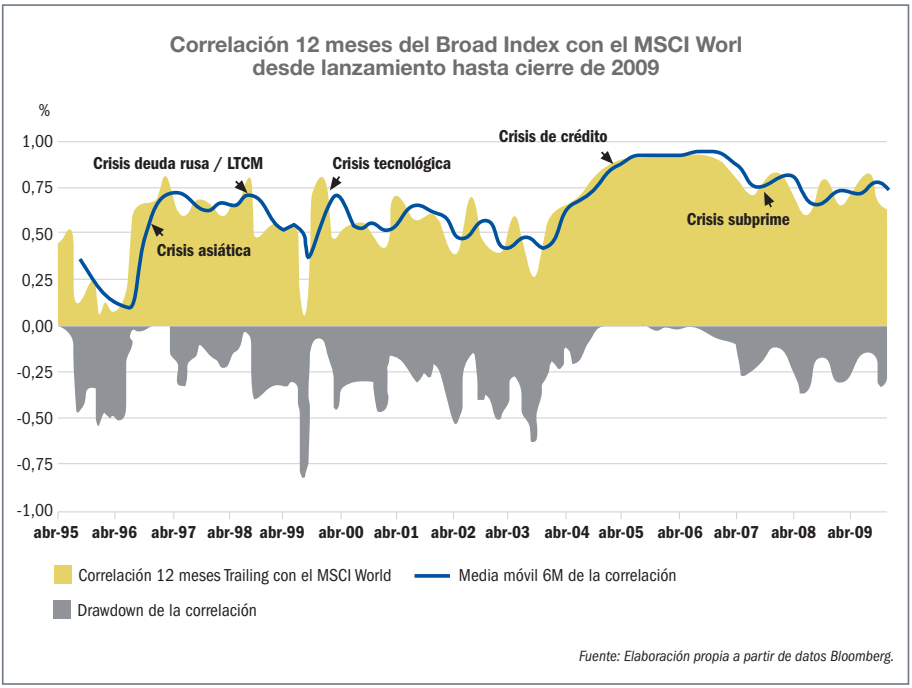


Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

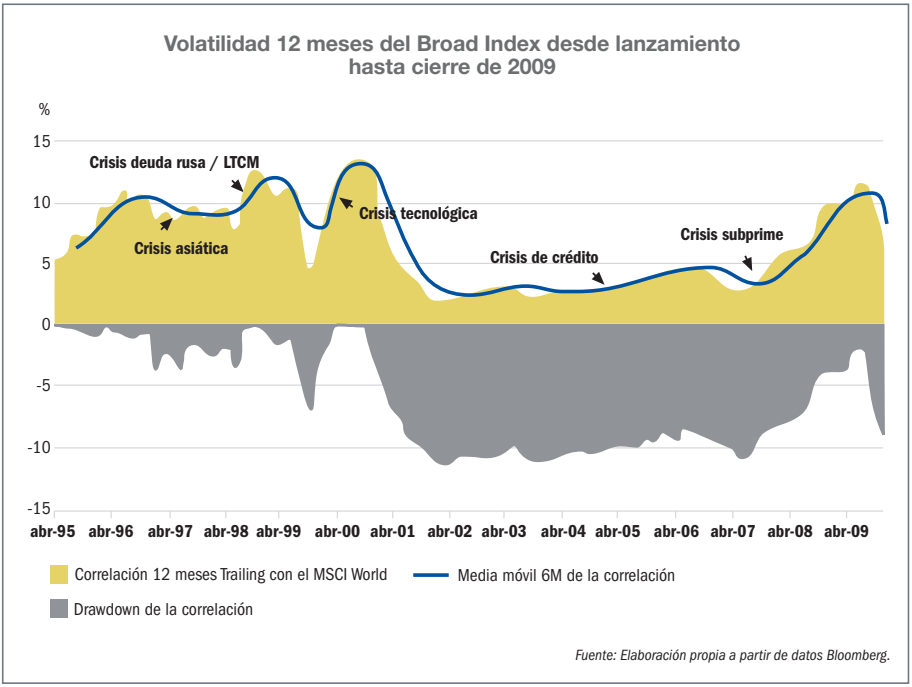
Drawdown de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis de crédito hasta la crisis subprime



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Conclusiones

A pesar de que se ha hablado en numerosas ocasiones acerca de la alta correlación que tienen los Hedge Funds con los mercados de renta variable, cuestionando incluso sus beneficios de diversificación en el contexto de una cartera de inversiones, los resultados obtenidos demuestran que muchas de las estrategias implementadas por estos fondos han conseguido obtener atractivas rentabilidades ajustadas al riesgo durante las principales crisis de mercado analizadas y anteriores a la de 2007-2008.

Exceptuando la crisis de la deuda rusa de 1998, un año especialmente difícil para los Hedge Funds por el efecto arrastre que supuso la quiebra de LTCM sobre otros muchos fondos, en los meses posteriores al inicio de la crisis asiática de 1997, la crisis de la burbuja tecnológica del año 2000 y la crisis de crédito de 2005, los Hedge Funds consiguieron obtener rentabilidades superiores a las registradas por los mercados de renta variable asumiendo una volatilidad significativamente inferior y limitando en gran medida el máximo drawdown. Este hecho demuestra la elevada flexibilidad mostrada por estos fondos ante los cambios experimentados en los mercados, siendo capaces de modificar sus posiciones rápidamente para capitalizar las nuevas oportunidades que se fueron presentando.

En líneas generales los Hedge Funds han mostrado tendencias de correlación con la renta variable en los mercados alcistas y una cierta descorrelación durante las recesiones económicas. Durante periodos de stress en los mercados, la correlación de los Hedge Funds con el MSCI World sufre intensas cesiones, poniendo de manifiesto la habilidad que tienen los gestores de descorrelacionarse de los mercados de renta variable.

La habilidad de los gestores en mantener carteras muy diversificadas por clases de activos y el uso intensivo de las posiciones cortas, ha permitido a los Hedge Funds limitar las pérdidas en tres de las cuatro crisis si lo comparamos con los índices de mercado tradicionales, resultando ser a lo largo del tiempo una opción de inversión más equilibrada que éstos.

Capítulo 22

LA INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS EN ESPAÑA

Introducción

A finales de 2006, al amparo del nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 13/09/2005, de 4 de noviembre) aparecieron en España las primeras IIC de Inversión Libre (IICIL), también denominados fondos de inversión libre (FIL), y conocidos bajo el nombre de Hedge Funds a nivel internacional, así como las primeras instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIICIL) o fondos de fondos de inversión libre (FoFIL), o fondos de fondos de Hedge Funds, con el fin de poder acercar este producto a los inversores minoristas españolas.

A pesar del éxito cosechado por esta industria a nivel internacional, con aumentos significativos año tras año tanto en el número de fondos como en los activos bajo gestión, el despegue de los Hedge Funds en España no ha tenido hasta el momento el éxito deseado, en parte porque su nacimiento ha coincidido con la mayor crisis económico-financiera que se recuerda desde la Gran Depresión, que ha truncado de manera muy significativa la expansión de la industria de instituciones de inversión colectiva en general y de la inversión libre en particular.

Evolución de la gestión alternativa en España

El 8 de noviembre de 2006 se registró en la CNMV el primer fondo de inversión libre (FIL), el BBVA Codespa Microfinanzas, cuya política de inversión tiene por objetivo desarrollar a través de sus inversiones la industria microfinanciera, promover el desarrollo sostenible en países en vías de desarrollo y facilitar el acceso a la financiación a pequeños empresarios sin recursos económicos. Tras este primer FIL, los siguientes en registrarse, todavía en 2006, fueron el BBVA & Partners Retorno Absoluto, el fondo Adamantium y el fondo Kaizen (estos dos últimos gestionados por Santander Asset Management) y el Cygnus Long Short Utilities Panaeuropeas de Cygnus Asset Management. A cierre de 2009 el número total de fondos de inversión libre registrados en la CNMV es de 28 y el patrimonio bajo gestión asciende a 479 millones de EUR.

IIC DE INVERSIÓN LIBRE REGISTRADAS EN CNMV A FECHA 31/12/2009		
IIC DE INVERSIÓN LIBRE	FECHA DE REGISTRO	GESTORA
BBVA CODESPA MICROFINANZAS, FIL	08/11/06	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BBVA & PARTNERS RETORNO ABSOLUTO, FIL	04/12/06	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
CYGNUS UTILITIES, INFRAESTRUCTURAS & RENOVABLES, FIL	04/12/06	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
SIITNEDIF TORDESILLAS, FIL	27/02/07	SIITNEDIF, SGIIC
MARCH CARTERA ACTIVA, FIL	02/04/07	MARCH GESTION DE FONDOS, SGIIC
FONDO GRE, FIL	25/06/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
CYGNUS GLOBAL MANAGERS, FIL	29/06/07	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
ALTAN I INMOBILIARIO GLOBAL, FIL	20/07/07	ALTAN CAPITAL, SGIIC
ALTAN II INMOBILIARIO GLOBAL, FIL	20/07/07	ALTAN CAPITAL, SGIIC
NMAS1 REAL ESTATE, FIL (EN LIQUIDACIÓN)	20/07/07	NMAS 1 GESTION SGIIC
BESTINVER HEDGE VALUE FUND, FIL	21/09/07	BESTINVER GESTION, SGIIC
FONCAIXA PRIVADA IDEAS, FIL	21/09/07	INVERCAIXA GESTION, SGIIC
CAJA MURCIA SELECCION DINAMICA, FIL	28/09/07	AHORRO CORPORACION GESTION, SGIIC
CYGNUS RENAISSANCE E&F, FIL (EN LIQUIDACIÓN)	28/09/07	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
VALORICA GLOBAL, FIL	08/10/07	VALORICA CAPITAL E INVERSIONES, SGIIC
ACCURATE GLOBAL ASSETS, FIL	28/12/07	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
LAREDO INVERSION LIBRE, FIL	28/12/07	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC
VALORICA ALFA, FIL	25/01/08	VALORICA CAPITAL E INVERSIONES, SGIIC
VALORICA MACRO, FIL	25/01/08	VALORICA CAPITAL E INVERSIONES, SGIIC
OPTIMAL GLOBAL EQUITIES, FIL	14/03/08	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
OPTIMAL SELECTION HOLDINGS, FIL	14/03/08	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
MOSAIC IBERIA, FIL	11/07/08	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
VALIRA INCOME, FIL	18/07/08	VALIRA CAPITAL ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BRIGHTGATE ABSOLUTE RETURN, FIL	25/03/09	EPSILON GESTIÓN ALTERNATIVA SGIIC
ALPHAVILLE, FIL	24/09/09	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC
SPANISH RMBS FUND, FIL	23/10/09	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
SENIOR LOANS, FIL	11/12/09	ALTAMAR GESTIÓN ALTERNATIVA, SGIIC
MUTUAFONDO ARGALI, FIL	18/12/09	MUTUACTIVOS, SGIIC

Fuente: Elaboración propia a partir de datos CNMV.

En lo que respecta a los fondos de fondos de inversión libre (FoFIL), antes de finalizar el año 2006 ya se habían registrado el Santander Dinámico Alternativo y el Banesto Multiestrategia Alternativo. Actualmente hay un total de 36 fondos registrados en la CNMV, mientras que los activos bajo gestión ascienden a 427 millones de EUR. La mayor oferta relativa de los fondos de fondos en España radica en 1) la accesibilidad por parte de los pequeños inversores a este tipo de productos sin tener que estar sujetos a una suscripción mínima de 50.000 EUR, como sucede en los FIL, y 2) el menor riesgo que a priori se les presupone a este tipo de vehículos de inversión, los cuales tratan de diversificar adecuadamente los riesgos al invertir en varios Hedge Funds subyacentes que implementan estrategias de gestión alternativa poco correlacionadas entre sí. No obstante, a lo largo del año 2009 el patrimonio gestionado por los fondos de fondos de inversión libre se ha reducido drásticamente: de 917 millones de EUR a comienzos de año hasta los 427 millones de EUR a cierre de diciembre, unas cifras que corroboran el escaso éxito

conseguido por estos productos en nuestro país, algunos de los cuales se han visto salpicados por el fraude Madoff. Según datos de CNMV, actualmente hay un total de 7 fondos de fondos en proceso de liquidación frente a tan sólo 2 dentro de la categoría de fondos de inversión libre.

En las siguientes tablas se detallan las IIC de Inversión Libre (IICIL) así como las IICIIC de Inversión Libre (IICIICIL) registradas en CNMV a finales de 2009.

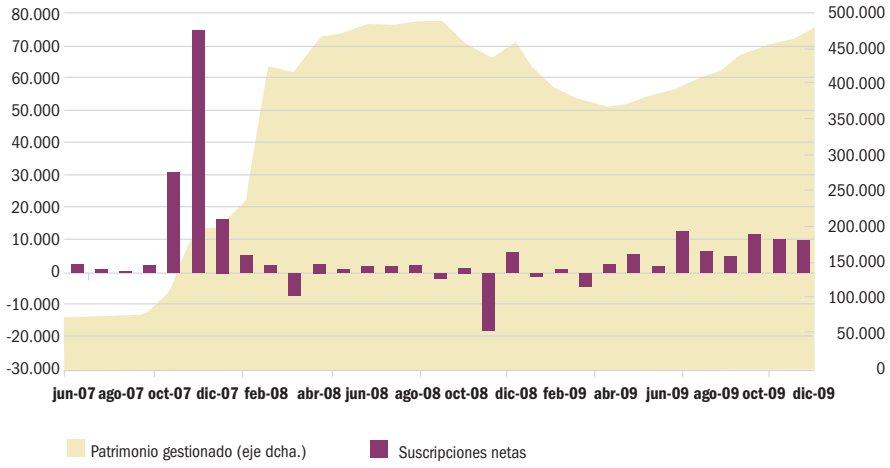
IICIIC DE INVERSIÓN LIBRE REGISTRADAS EN CNMV A FECHA 31/12/2009

IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE	FECHA DE REGISTRO	GESTORA
ALTEX VISION GLOBAL, IICIICIL	02/04/07	ALTEX PARTNERS GESTION, SGIIC
ALTITUDE TEIDE, IICIICIL	02/04/07	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
CAJA MADRID SELECCION INVERSION LIBRE, IICIICIL	02/04/07	GESMADRID, SGIIC
DWS TOPIARY SELECT, IICIICIL	02/04/07	DWS INVESTMENTS (SPAIN), SGIIC
NMAS1 GESTION ALTERNATIVA, IICIICIL (EN LIQUIDACION)	02/04/07	NMAS 1 GESTION SGIIC
PROXIMA CENTAURII, IICIICIL	02/04/07	PROXIMA ALFA INVESTMENTS, SGIIC
OPTIMAL ARBITRAJE PLUS, IICIICIL	12/04/07	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
OPTIMAL GLOBAL STRATEGY, IICIICIL	12/04/07	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
UBS (ES) ALPHA SELECT HEDGE FUND, IICIICIL (EN LIQUIDACION)	12/04/07	UBS GESTION, SGIIC
AHORRO CORPORACION ALPHA MULTIESTRATEGIA, IICIICIL	26/04/07	AHORRO CORPORACION GESTION, SGIIC
MARCH GESTION ALTERNATIVA, IICIICIL	11/05/07	MARCH GESTION DE FONDOS, SGIIC
ALPHA MULTISTRATEGY, IICIICIL	25/05/07	ICR INSTITUTIONAL INVESTMENT MANAGEMENT, SGIIC
AYG SYZ LOW VOLATILITY, IICIICIL	25/05/07	ASESORES Y GESTORES FINANC. FONDOS, SGIIC
AYG SYZ MULTI STRATEGY, IICIICIL	25/05/07	ASESORES Y GESTORES FINANC. FONDOS, SGIIC
GESCOOPERATIVO ALPHA MULTIGESTION, IICIICIL	01/06/07	GESCOOPERATIVO, SGIIC
FONCAIXA PRIVADA ESTRATEGIA HEDGE, IICIICIL	25/06/07	INVERCAIXA GESTION, SGIIC
FONCAIXA GESTION ALTERNATIVA V6, IICIICIL	09/07/07	INVERCAIXA GESTION, SGIIC
BNP PARIBAS ALTERNATIVO DIVERSIFICADO, IICIICIL	13/07/07	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BNP PARIBAS SELECCION HEDGE, IICIICIL	13/07/07	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BANIF ALLFUNDS SPRINGBUCK, IICIICIL	27/07/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
MANAGED ALPHA STRATEGIES, IICIICIL	27/07/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
SELECT GLOBAL MANAGERS, IICIICIL	27/07/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
RIVA Y GARCIA SELECCION ALTERNATIVA, IICIICIL	28/09/07	RIVA Y GARCIA GESTION, SGIIC
ALPHA PLUS, IICIICIL	01/02/08	ICR INSTITUTIONAL INVESTMENT MANAGEMENT, SGIIC,
ALTITUDE VELETA, IICIICIL (EN LIQUIDACIÓN)	08/02/08	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
ALTEX GLG, IICIICIL	15/02/08	ALTEX PARTNERS GESTION, SGIIC, S.A.U.
CONSULNOR MULTIGESTION ALTERNATIVA, IICIICIL "EN LIQUIDACION"	15/02/08	CONSULNOR GESTION, SGIIC
JPMORGAN GLOBAL ALTERNATIVE FUND, IICIICIL	14/03/08	JPMORGAN GESTION, SGIIC
RENTA 4 MINERVA, IICIICIL	14/03/08	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
UBS (ES) STABLE GROWTH, IICIICIL (EN LIQUIDACION)	28/03/08	UBS GESTION, SGIIC
ALTEX ARB & QUANT, IICIICIL	18/04/08	ALTEX PARTNERS GESTION, SGIIC, S.A.U.
FIBANC-MEDIOLANUM MULTIESTRATEGIA FHF, IICIICIL (EN LIQUIDACIÓN)	09/05/08	GES. FIBANC, SGIIC
SABADELL BS SELECCION HEDGE TOP, IICIICIL	20/06/08	BANSABADELL INVERSION, SGIIC
EUROVALOR MULTIGESTION, IICIICIL (EN LIQUIDACIÓN)	11/07/08	POPULAR GESTION, SGIIC
LIQUID HEDGE, IICIICIL	31/10/08	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
ACCIONES - BAJA VOLATILIDAD, IICIICIL	09/10/09	ICR INSTITUTIONAL INVESTMENT MANAGEMENT, SGIIC

Fuente: Elaboración propia a partir de datos CNMV.

Según las estadísticas publicadas por INVERCO, las IICIL gestionaban en junio de 2007, fecha que marca el inicio de la actual crisis subprime, 75 millones de EUR. El buen comportamiento registrado por los Hedge Funds internacionales durante el último semestre de 2007, con rentabilidades del 1,1% y del 2,4% respectivamente durante el tercer y cuarto trimestre del año, unido a la incertidumbre y falta de visibilidad en el panorama macroeconómico mundial, fortaleció la confianza inicial depositada por los inversores en estos productos, los cuales llegaron a acumular unas suscripciones netas superiores a los 125 millones de EUR durante este periodo de tiempo. Por su parte, las IICIICIL también tuvieron una buena acogida durante 6 primeros meses posteriores a su nacimiento, al acumular unas suscripciones netas de más de 180 millones de EUR.

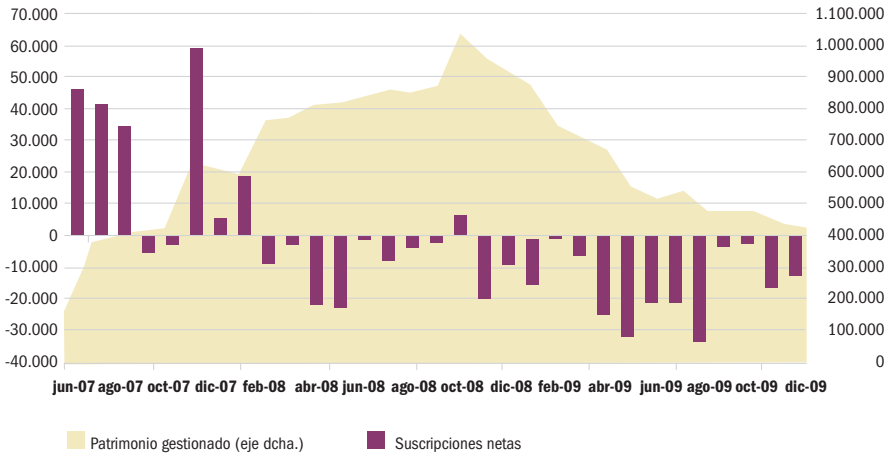
Evolución de las suscripciones netas y del patrimonio total gestionado por las IICIL desde junio de 2007 hasta diciembre de 2009
(en miles de EUR)



Fuente: CNMV.

Efectivamente, como se puede observar en los gráficos, tras un tímido arranque inicial de los FIL y FoFIL entre los meses de junio y septiembre de 2007, en el que las suscripciones netas acumuladas apenas superaban los 4 millones de EUR, los meses de octubre, noviembre y diciembre fueron testigos de importantes suscripciones por parte de los inversores, que llegaron a invertir más de 120 millones de EUR entre los 20 fondos registrados hasta ese momento en la CNMV. A finales de 2007 el patrimonio gestionado por los FIL españoles ascendía a aproximadamente 200 millones de EUR.

Evolución de las suscripciones netas y del patrimonio total gestionado por las IICIICIL desde junio de 2007 hasta diciembre de 2009
(en miles de EUR)



Fuente: INVERCO.

En lo que respecta a los fondos de fondos de inversión libre, hasta septiembre de 2007 las suscripciones netas eran de 120 millones de EUR, una cifra muy por encima de la registrada por los FIL. Tras este explosivo arranque inicial, el cuarto trimestre del año fue también testigo de importantes entradas de capital, totalizando algo más de 60 millones de EUR. A cierre de 2007 los activos bajo gestión de los FoFIL totalizaban 620 millones de EUR.

El año 2008 supuso un cambio de tendencia en el patrón de flujos dirigidos hacia la industria de gestión alternativa en nuestro país. Especialmente significativo es el caso de los FoFIL, en los que únicamente durante los meses de enero y octubre las suscripciones fueron superiores a los reembolsos. A medida que se iba acentuando la crisis financiera con su posterior traslado a la economía real, los inversores empezaron a deshacer sus posiciones en los FoFIL tras un mes de enero desolador, que se saldó con importantes cesiones en los mercados bursátiles a nivel mundial (MSCI World -7,7%). El hecho de que la mayoría de los FoFIL tengan un preaviso de reembolso de 45 días explica las fuertes salidas de capital acaecidas en los meses de abril y mayo, durante los cuales los reembolsos acumulados ascendieron hasta casi 45 millones de EUR.

Este aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores se volvió a intensificar en la recta final del año, tras el cúmulo de acontecimientos acaecidos durante el mes de septiembre. Las intensas cesiones sufridas por la renta variable mundial en septiembre y octubre, con cesiones del -12,1% y del -19,0% del MSCI World, tuvo su traslación a los fondos de gestión alternativa. Sólo en los meses de

noviembre y diciembre de 2008 los reembolsos netos de los Fo FIL ascendieron a casi 30 millones de EUR.

En lo que respecta a los FIL, sólo durante los meses de marzo, septiembre y noviembre los reembolsos en esta categoría de fondos fueron superiores en cuantía a las suscripciones. Los mayores reembolsos ocurrieron de nuevo en los meses posteriores a los momentos de máximo stress en los mercados. Así, durante el mes de marzo los reembolsos netos fueron superiores a 7 millones de EUR, mientras que en el mes de noviembre éstos ascendieron a casi 18 millones de EUR, cerrando el año con unos salidas de 5 millones de EUR, una cifra que aunque negativa resultó ser muy inferior a la registrada por los FoFIL.

Las señales de mejoría, la salida de la recesión de las principales áreas económicas mundiales en 2009 y el regreso del apetito por el riesgo han traído consigo un renovado interés de los inversores españoles por los fondos de inversión libre, no así por los FoFIL, en los cuales los reembolsos y las liquidaciones han sido la tónica general durante 2009. En concreto, el número de fondos de inversión libre ha pasado de 24 a comienzos de año a 28 y los activos bajo gestión han aumentado un 4%, desde los 459 hasta los 479 millones de EUR.

Este mejor clima reinante sobre los fondos de inversión libre ha propiciado que durante 2009 se registran hasta cinco nuevos fondos (Brightgate Absolute Return de la gestora Epsilon, Alphaville de Omega, Spanish RMBS de Renta 4, Senior Loans de Altamar y Mutuafondo Argali de Mutuactivos), y que en el comienzo de 2010 se hayan registrado dos más, Altex Activist de la gestora Altex (aunque a finales de febrero de 2010 se comunicó que se postpone el proceso de desembolso de los capitales comprometidos) y Capitrade Systematic Global Futures, un CTA de la gestora Nordkapp que asesora Capital Markets, proporcionándoles un software informático que automatiza la operativa de compra – venta de contratos de futuros sobre ocho sectores, y que busca un objetivo de rentabilidad de euribor a un año con un diferencial del 14% - 18% y con una volatilidad media anual de entre el 13% y el 17%.

Por el contrario, la oferta de fondos de fondos de inversión libre se ha reducido desde los 40 fondos existentes a principios de año hasta los 36 que había registrados en CNMV a cierre de diciembre, mientras que los activos bajo gestión se han contraído un 53% desde los 917 millgones de EUR hasta los 427 millones actuales.

Analizando el patrón de entradas y salidas de los FIL y los FoFIL registrados en España desde mediados de 2007, se observa una menor dispersión en los primeros sobre los últimos, lo cual se explica por el tipo de clientes presentes en cada uno de estos productos de inversión: inversores cualificados en los FIL, con un mayor conocimiento tanto de la industria de gestión alternativa en general como de la estrategias y riesgos potenciales a los que están expuestos, los cuales están dispuestos a asumir más riesgo a cambio de obtener una rentabilidad que dependa más de la habilidad del gestor que de la evolución de los mercados

tradicionales, e inversores minoristas en los FoFIL, más sensibles a las noticias más recientes y a la evolución de los mercados, los cuales suelen deshacer rápidamente sus posiciones en cuanto el entorno de mercado se deteriora y las primeras pérdidas empiezan a aflorar.

EVOLUCIÓN DE LAS SUSCRIPCIONES, REEMBOLSOS Y PATRIMONIO GESTIONADO POR LAS IICIL (EN MILES DE EUR)

FECHA	SUSCRIPCIONES	REEMBOLSOS	SUSCRIPCIONES NETAS	PATRIMONIO
jun-07	1.987	0	1.987	75.750
jul-07	450	0	450	76.573
ago-07	207	0	207	76.696
sep-07	1.901	0	1.901	77.653
oct-07	30.699	0	30.699	109.609
nov-07	74.822	229	74.593	201.958
dic-07	17.454	1.019	16.435	198.695
ene-08	8.314	3.144	5.170	235.953
feb-08	4.207	2.371	1.836	425.054
mar-08	13.223	20.341	-7.118	415.506
abr-08	3.914	1.814	2.100	466.209
may-08	2.552	2.018	534	470.686
jun-08	2.533	1.042	1.491	485.348
jul-08	6.375	4.921	1.454	481.152
ago-08	2.669	416	2.253	487.203
sep-08	1.746	3.660	-1.914	489.645
oct-08	3.171	1.911	1.260	456.777
nov-08	335	18.131	-17.796	437.232
dic-08	7.461	1.620	5.841	459.733
ene-09	1.082	2.378	-1.296	407.754
feb-09	1.171	307	864	388.376
mar-09	1.724	6.108	-4.384	372.203
abr-09	3.347	758	2.589	367.604
may-09	5.980	569	5.411	381.604
jun-09	2.696	850	1.846	388.469
jul-09	13.023	801	12.222	405.711
ago-09	6.734	858	5.876	415.183
sep-09	4.871	342	4.529	441.972
oct-09	11.378	134	11.244	456.104
nov-09	10.825	512	10.313	463.387
dic-09	15.308	5.134	10.174	479.482
TOTAL	**262.159**	**81.388**	**180.771**	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

En las tablas se muestra la evolución de las suscripciones, reembolsos, suscripciones netas y patrimonio gestionado por las IICIL y las IICIICIL. Como se puede observar,

el patrimonio máximo gestionado por los FIL desde su nacimiento se alcanzó durante el mes de septiembre de 2008, con unos activos que ascendían a 490 millones de EUR, apenas un 2% por encima del patrimonio bajo gestión actual (diciembre de 2009). Por su parte, los FoFIL tuvieron su periodo de máximo esplendor en cuanto a volumen gestionado en el mes de octubre de 2008, totalizando casi 1.050 millones de EUR. Desde entonces, los reembolsos y las liquidaciones de fondos han provocado que los activos hayan caído hasta los 427 millones actuales, lo cual supone un descenso del 59%.

EVOLUCIÓN DE LAS SUSCRIPCIONES, REEMBOLSOS Y PATRIMONIO GESTIONADO POR LAS IICIICIL (EN MILES DE EUR)

FECHA	SUSCRIPCIONES	REEMBOLSOS	SUSCRIPCIONES NETAS	PATRIMONIO
jun-07	47.826	1.271	46.555	163.777
jul-07	44.082	2.013	42.069	385.768
ago-07	35.840	476	35.364	404.421
sep-07	20.386	24.783	-4.397	423.117
oct-07	315	2.926	-2.611	428.001
nov-07	62.076	2.549	59.527	640.922
dic-07	6.504	109	6.395	619.288
ene-08	22.849	3.437	19.412	596.054
feb-08	5.506	14.420	-8.914	769.273
mar-08	4.633	7.002	-2.369	780.102
abr-08	20.521	41.660	-21.139	816.994
may-08	14.562	37.114	-22.552	824.661
jun-08	24.680	25.276	-596	844.100
jul-08	4.751	11.873	-7.122	867.581
ago-08	1.653	4.888	-3.235	857.118
sep-08	1.427	3.092	-1.665	877.159
oct-08	33.895	11.556	22.339	1.046.339
nov-08	346	19.736	-19.390	973.985
dic-08	0	8.533	-8.533	917.637
ene-09	0	14.596	-14.596	878.786
feb-09	30.486	30.017	469	753.230
mar-09	12	5.821	-5.809	720.206
abr-09	2.131	26.358	-24.227	677.495
may-09	5	31.277	-31.272	553.535
jun-09	105	20.824	-20.719	523.907
jul-09	10	20.804	-20.794	549.860
ago-09	30	32.917	-32.887	482.344
sep-09	6	2.800	-2.794	485.763
oct-09	0	2.115	-2.115	478.349
nov-09	0	16.139	-16.139	446.071
dic-09	0	12.322	-12.322	427.732
TOTAL	**384.637**	**438.704**	**-54.067**	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

En definitiva, a cierre de 2009 el volumen gestionado conjuntamente por los FiL y los FoFIL en España asciende a poco más de 900 millones de EUR, lo cual representa una caída del 40% respecto a los más de 1.500 millones que se llegaron a gestionar en octubre de 2008, y que representó el máximo patrimonio gestionado por la industria de gestión alternativa en nuestro país.

Después de que Optimal, la división especializada en gestión alternativa del Banco Santander, decidiera frenar la comercialización de varios de sus principales fondos debido a su exposición a Madoff y al incremento de solicitudes de reembolso por las adversas condiciones de mercado, BBVA fue el siguiente en anunciar su retirada ordenada del negocio de Hedge Funds que gestionaba a través de Próxima Alfa (propiedad 100% del banco) y Altitude (*joint venture* que tenía con Schroders en Londres) para centrarse exclusivamente en productos tradicionales.

Pero estas no son las únicas noticias negativas referentes al sector. Nombres como Bankinter Montblanc, Consultor Multigestión Alternativa, Nmas1 Gestión Alternativa, Nmas1 Real Estate, Altitude Veleta, Fibanc – Mediolanum Multiestrategia, Eurovalor Multigestión, Barclays Alpha Selection, Cygnus Renaissance y los dos Fondos de Fondos Hedge que tenía UBS en España, el UBS Alpha Select y el Stable Growth, ya han anunciado, su cierre debido a su escaso patrimonio gestionado, a los problemas de liquidez de algunos fondos subyacentes en los que invertían y al incremento de reembolsos solicitados desde septiembre de 2008 por culpa de la crisis y de la desconfianza generalizada de los inversores hacia estos productos, acentuada más si cabe a raíz del escándalo desatado por Bernard Madoff.

Conclusiones

El problema con el que se han encontrado los Hedge funds en España, y que explica su escaso crecimiento hasta la fecha, se debe al hecho de que su nacimiento se demoró en exceso y coincidió con el estallido de la crisis subprime. El cierre de los mercados mayoristas y la necesidad de captación de de liquidez por parte de la entidades financieras a lo largo de 2008 hizo que éstas se volcasen en ofrecer depósitos a sus clientes con rentabilidades muy atractivas, difícilmente superables por los fondos de gestión alternativa. Si a esto le sumamos que muy pocos fondos fueron capaces de aprovechar las dislocaciones de los mercados, de descorrelacionarse de la renta variable y de preservar el capital de sus inversores, se explica el escaso desarrollo de esta industria en nuestro país. Fraudes como el de Madoff tampoco ayudaron.

No obstante, la gestión alternativa en general, y los Hedge Funds en particular, no van a desaparecer y las oportunidades que se están presentando de cara al futuro son ciertamente muy atractivas. Pero sólo los mejores gestores, con una experiencia dilatada, con sólidos historiales de gestión, con recursos y que hayan sido capaces de sobrevivir a la crisis, podrán beneficiarse de las ineficiencias existentes en los mercados financieros y proporcionar a sus inversores rentabilidades absolutas y descorrelacionadas de las que consigan los mercados de renta fija, renta variable, divisas, materias primas, etc.

Capítulo 23

ANÁLISIS DEL RIESGO DE LOS HEDGE FUNDS

Introducción

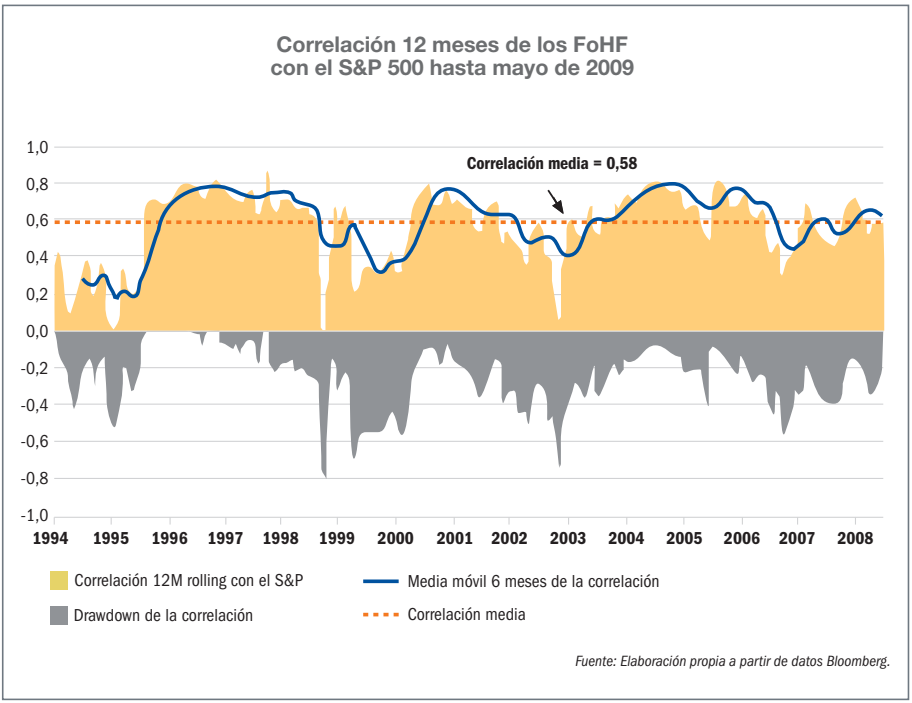
Desde el año 2003 se viene observando un cambio de tendencia tanto en el riesgo de mercado como en el de liquidez de los Hedge Funds. Desde entonces hemos sido testigos de un aumento significativo del riesgo de mercado y del riesgo de correlación tanto con los mercados tradicionales de renta variable como entre las distintas estrategias de Hedge Funds, a lo que hay que sumar el riesgo de liquidez, cuyo máximo exponente fue el momento de la quiebra de Lehman Brothers. En este capítulo analizamos la evolución y tendencias de estos riesgos a lo largo del tiempo, lo cual puede servir de ayuda a la hora de interpretar el panorama actual de la industria de Hedge Funds.

Análisis del riesgo de los Hedge Funds. Evolución y tendencias en los últimos años

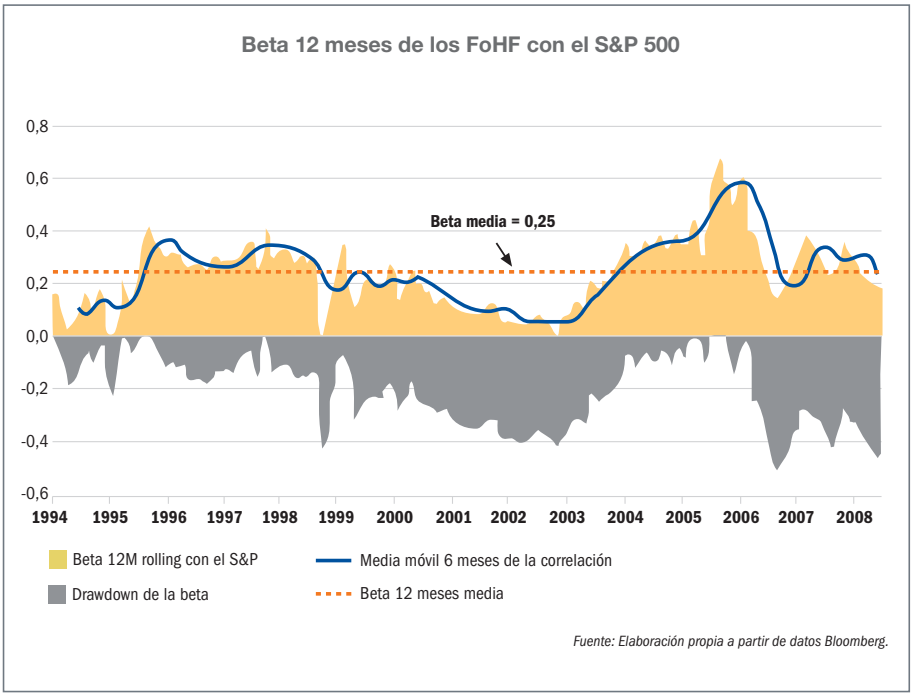
Los Hedge Funds, en líneas generales, han mostrado tendencias de correlación con la renta variable durante los mercados alcistas y una cierta descorrelación de los mercados bursátiles durante las recesiones económicas. En el primer gráfico siguiente se representa la correlación 12 meses móvil del índice de Fondos de Fondos Hedge (FoHF) de HFR con el S&P 500, así como el drawdown (caída de la correlación desde un máximo a un punto mínimo). Como se puede observar, durante periodos de stress en los mercados financieros, la correlación de los Hedge Funds con el S&P 500 sufre intensas cesiones, poniendo de manifiesto la habilidad que tienen los gestores de descorrelacionarse de los mercados de renta variable. No obstante, desde finales de 2003 hemos asistido a un aumento significativo de la correlación con los activos tradicionales desde niveles de 0,1 hasta el actual 0,6.

El segundo gráfico siguiente muestra la evolución temporal del riesgo de mercado de los FoHF medido a través de la beta 12 meses móvil del índice de FoHF de HFR con el S&P 500. A la vista de los resultados se observa que el riesgo sistemático muestra una tendencia claramente decreciente desde finales de 1996 hasta finales del 2003, cuando la beta llegó a situarse en niveles cercanos a 0. Desde ese momento, y coincidiendo con una fase del ciclo alcista de la renta variable, los

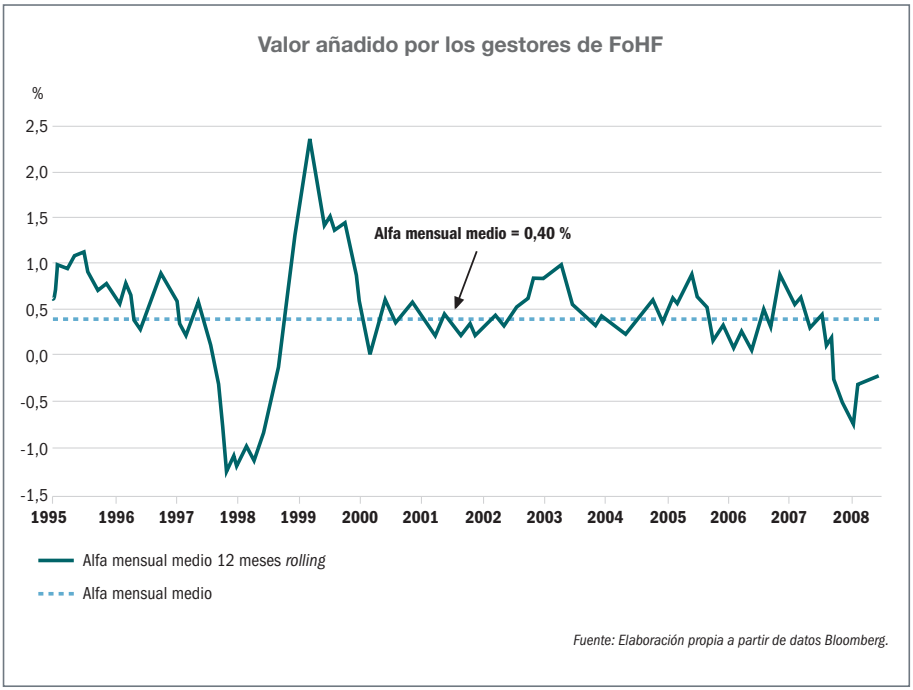
gestores fueron aumentando su exposición al riesgo de mercado hasta situarse en niveles cercanos a 0,7 a finales de 2006, una cifra que, por otra parte, se encuentra muy por encima de su media histórica (0,25). Este hecho ha provocado que con el paso del tiempo la rentabilidad de los Hedge Funds se haya ido explicando cada vez en mayor medida por la exposición a factores de riesgo de mercado en vez de por la habilidad del equipo gestor.



En lo que respecta al valor añadido por los gestores (alfa), como se puede observar en el gráfico, los FoHF registraron un periodo de alfa negativo a finales de 1998, coincidiendo con la crisis de la deuda rusa y la quiebra del LTCM. Tras esta crisis, el alfa medio mensual medido en periodos de 12 meses alcanzó un máximo en el momento del estallido de la burbuja tecnológica en marzo de 2000, para posteriormente seguir una tendencia a la baja, consecuencia directa de la mayor oferta de Hedge Funds para explotar las ineficiencias de los mercados. Incluso, en la crisis financiera subprime, el alfa conseguido ha sido negativo.

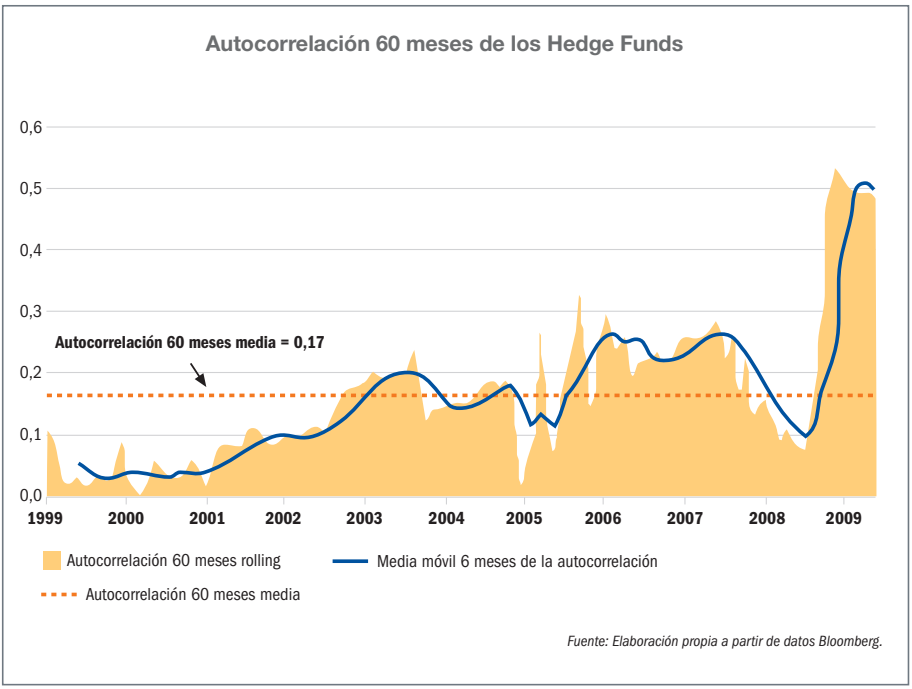


Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



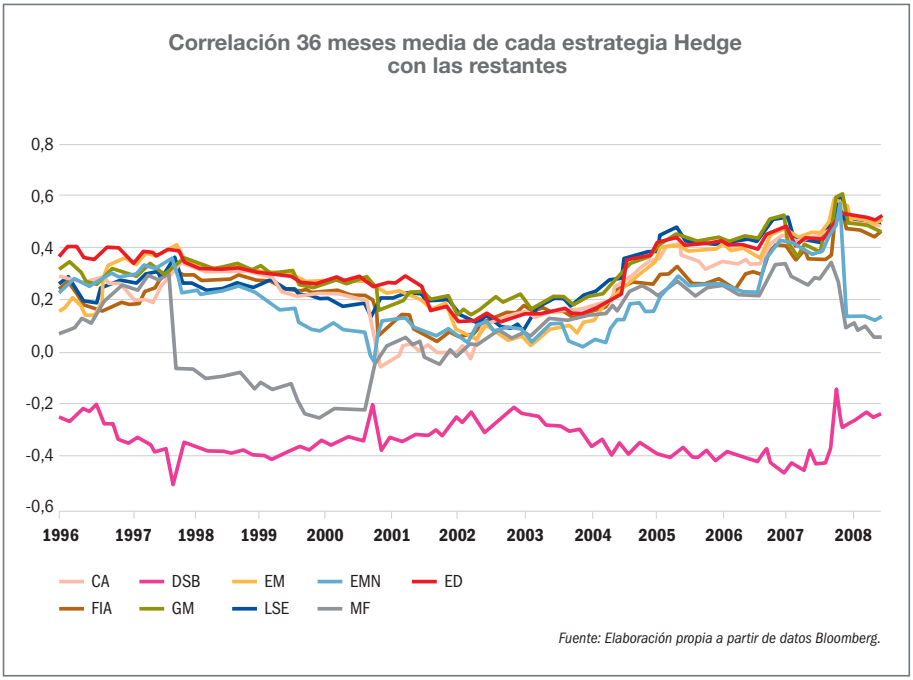
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Otro de los riesgos de los Hedge Funds, además de el de mercado, es el de liquidez. Una forma de medirlo consiste en determinar el coeficiente de autocorrelación de primer orden de sus rentabilidades mensuales. Para ello, consideramos como índice representativo de estos vehículos de inversión el de CSFB / Tremont, y usamos ventanas móviles de 60 meses para evaluar el cambio que se produce en el de liquidez de los Hedge Funds a lo largo del tiempo. De los resultados obtenidos se desprende que la liquidez de los Hedge Funds ha disminuido, esto es, ha aumentado la autocorrelación, exceptuando el año 2004 y el periodo comprendido entre el inicio de la crisis subprime y mediados de 2008. Desde la quiebra de Lehman Brothers la autocorrelación aumentó drásticamente por encima de su media histórica que se sitúa en un 0,17 sugiriendo un aumento de la concentración de activos ilíquidos en las carteras de los Hedge Funds hasta niveles máximos.



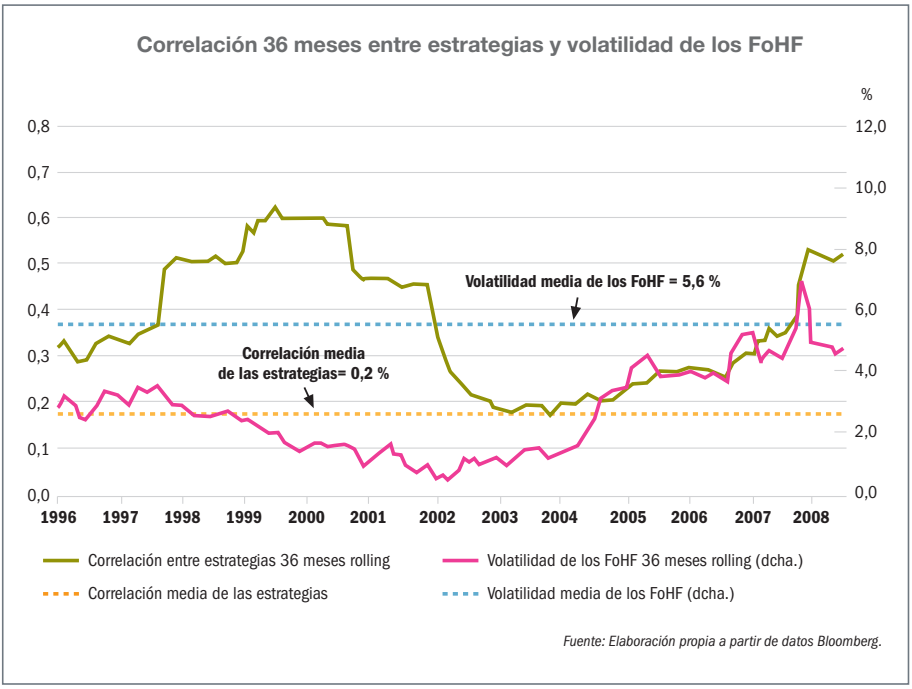
La correlación media de cada estrategia con el resto de estrategias agregadas, cuantificada en ventanas móviles de 36 meses a partir de los índices de CSFB, ha seguido una tendencia a la baja desde finales de 1996 hasta el año 2003, momento en el cual se ha observado un aumento del riesgo de mercado de los Hedge Funds y un aumento de la correlación con los activos tradicionales. Ese aumento de la beta y de la correlación ha ido acompañado de una caída del alfa aportado por los

gestores, de una mayor iliquidez de las inversiones y de un aumento significativo de la correlación de cada estrategia con el resto hasta alcanzar niveles máximos en septiembre de 2008. Esta evidencia sugiere que los Hedge Funds están invirtiendo en activos similiares o bien implementando prácticas de trading homólogas. Ahora bien, desde la quiebra de Lehman Brothers estamos asistiendo a una ligera relajación de dichas correlaciones, más acentuada si cabe en el caso de las estrategias Equity Market Neutral y Managed Futures.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

En el gráfico se muestra la evolución de la correlación media existente entre las distintas estrategias de Hedge Funds y el riesgo de los FoHF que medimos con la volatilidad mensual anualizada. Los resultados arrojan las mismas conclusiones a las que llegamos en el análisis individualizado de cada una de las estrategias, esto es, se está observando un aumento de la correlación entre los Hedge Funds desde el año 2003, lo cual se está viendo acompañado de un aumento de su sensibilidad a los movimientos del mercado. Esta mayor correlación entre los fondos subyacentes de los FoHF ha disminuido su poder diversificador en situaciones de stress de los mercados, como lo demuestra el mal comportamientos de estos productos en 2008 y el aumento significativo de su volatilidad desde niveles del 3% hasta el 8% que registraban en mayo de 2009.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

En las tablas siguientes se muestra la correlación existente entre las distintas estrategias de Hedge Funds así como sus variaciones en dos marcos temporales bien diferenciados: por un lado lo que llamamos P1 se corresponde al periodo comprendido entre enero de 1994 y mayo de 2006, mientras que P2 se corresponde con el periodo comprendido entre mayo de 2006 y diciembre de 2009. Los resultados confirman una vez más las conclusiones que hemos extraído en los análisis anteriores: las correlaciones han aumentado de manera significativa en los tres últimos años respecto a los niveles que se veían observando históricamente. Este hecho pone de manifiesto que los Hedge Funds han invertido cada vez en mayor medida en activos ilíquidos, para los cuales no hay un mercado de negociación y por tanto referencias de valoración adecuadas. El bloque de estrategias más ilíquidas lo forman Convertible Arbitrage, Event Driven y Fixed Income Arbitrage, las cuales muestran unas correlaciones entre sí por encima del 0,8 en los últimos tres años.

CORRELACIÓN ENTRE ESTRATEGIAS

	CA		DSB		EM		EMN		ED		FIA		GM		LSE		MF	
	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2
CA	**1,0**	**1,0**	-0,2	-0,3	0,3	0,9	0,3	0,2	0,6	0,8	0,5	0,9	0,3	0,7	0,3	0,8	-0,1	-0,1
DSB	-0,2	-0,3	**1,0**	**1,0**	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,7	-0,5	0,1	0,1
EM	0,3	0,9	-0,6	-0,4	**1,0**	**1,0**	0,2	0,2	0,7	0,9	0,3	0,8	0,4	0,7	0,6	0,9	-0,1	0,0
EMN	0,3	0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,2	**1,0**	**1,0**	0,4	0,4	0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,2	0,1	-0,1
ED	0,6	0,8	-0,6	-0,3	0,7	0,9	0,4	0,4	**1,0**	**1,0**	0,4	0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	-0,1	0,1
FIA	0,5	0,9	-0,1	-0,4	0,3	0,8	0,1	0,4	0,4	0,8	**1,0**	**1,0**	0,5	0,6	0,2	0,8	-0,1	-0,1
GM	0,3	0,7	-0,1	0,0	0,4	0,7	0,2	0,0	0,4	0,6	0,5	0,6	**1,0**	**1,0**	0,4	0,6	0,2	0,4
LSE	0,3	0,8	-0,7	-0,5	0,6	0,9	0,3	0,2	0,7	0,9	0,2	0,8	0,4	0,6	**1,0**	**1,0**	0,0	0,2
MF	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,0	0,2	**1,0**	**1,0**

P1: Periodo comprendido entre ene-94 y may-06.
P2: Periodo comprendido entre may-06 y may-09.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

VARIACIÓN DE LA CORRELACIÓN ENTRE ESTRATEGIAS

	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LSE	MF
CA	0,0	0,0	0,5	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,1
DSB	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	0,2	0,3	0,0
EM	0,5	0,2	0,0	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	0,1
EMN	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,2
ED	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
FIA	0,4	-0,3	0,6	0,2	0,4	0,0	0,2	0,6	-0,1
GM	0,4	0,2	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2
LSE	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1
MF	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,0

P1: Período comprendido entre ene-94 y may-06.
P2: Período comprendido entre may-06 y may-09.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Como se puede observar en la tabla, las correlaciones actuales medidas en los últimos 36 meses de las distintas estrategias de Hedge Funds se encuentran en máximos históricos (o bien muy cerca de estos niveles). Destaca la elevada correlación que están mostrando los Fondos de Fondos Hedge con las estrategias Long/Short Equity e Event Driven (de 1 en ambos casos), lo cual sugiere un elevado grado de concentración de las carteras de los FoHF en estos dos estilos.

CORRELACIONES MÍNIMAS, MÁXIMAS Y ACTUALES ENTRE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS HASTA MAYO DE 2009

CORRELACIONES DE CA CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
DSB	-0,6	0,1	-0,3
EM	-0,2	0,9	0,9
EMN	-0,1	0,8	0,2
ED	0,2	0,9	0,8
FIA	-0,1	0,9	0,9
GM	-0,3	0,8	0,7
LSE	-0,1	0,8	0,8
MF	-0,6	0,4	-0,1
FoHF	0,0	0,9	0,9

CORRELACIONES DE DSB CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,6	0,1	-0,3
EM	-0,8	-0,2	-0,4
EMN	-0,7	0,0	-0,1
ED	-0,8	-0,3	-0,3
FIA	-0,5	0,1	-0,4
GM	-0,4	0,2	0,0
LSE	-0,9	-0,4	-0,5
MF	-0,7	0,4	0,1
FoHF	-0,8	-0,3	-0,4

CORRELACIONES DE EM CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,2	0,9	0,9
DSB	-0,8	-0,2	-0,4
EMN	-0,1	0,8	0,2
ED	0,4	0,9	0,9
FIA	-0,1	0,8	0,8
GM	0,1	0,8	0,7
LSE	0,3	0,9	0,9
MF	-0,4	0,5	0,0
FoHF	0,6	0,9	0,9

CORRELACIONES DE EMN CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,1	0,8	0,2
DSB	-0,7	0,0	-0,1
EM	-0,1	0,8	0,2
ED	-0,2	0,8	0,4
FIA	-0,3	0,8	0,4
GM	-0,2	0,8	0,0
LSE	0,0	0,8	0,2
MF	-0,3	0,5	-0,1
FoHF	0,0	0,8	0,3

CORRELACIONES DE ED CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	0,2	0,9	0,8
DSB	-0,8	-0,3	-0,3
EM	0,4	0,9	0,9
EMN	-0,2	0,8	0,4
FIA	0,1	0,8	0,8
GM	0,0	0,7	0,6
LSE	0,5	0,9	0,9
MF	-0,6	0,6	0,1
FoHF	0,7	1,0	1,0

CORRELACIONES DE FIA CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,1	0,9	0,9
DSB	-0,5	0,1	-0,4
EM	-0,1	0,8	0,8
EMN	-0,3	0,8	0,4
ED	0,1	0,8	0,8
GM	0,0	0,7	0,6
LSE	0,0	0,8	0,8
MF	-0,4	0,4	-0,1
FoHF	0,1	0,8	0,8

CORRELACIONES DE GM CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,3	0,8	0,7
DSB	-0,4	0,2	0,0
EM	0,1	0,8	0,7
EMN	-0,2	0,8	0,0
ED	0,0	0,7	0,6
FIA	0,0	0,7	0,6
LSE	0,0	0,8	0,6
MF	-0,1	0,7	0,4
FoHF	0,2	0,8	0,7

CORRELACIONES DE LSE CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,1	0,8	0,8
DSB	-0,9	-0,4	-0,5
EM	0,3	0,9	0,9
EMN	0,0	0,8	0,2
ED	0,5	0,9	0,9
FIA	0,0	0,8	0,8
GM	0,0	0,8	0,6
MF	-0,2	0,7	0,2
FoHF	0,7	1,0	1,0

CORRELACIONES DE MF CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,6	0,4	-0,1
DSB	-0,7	0,4	0,1
EM	-0,4	0,5	0,0
EMN	-0,3	0,5	-0,1
ED	-0,6	0,6	0,1
FIA	-0,4	0,4	-0,1
GM	-0,1	0,7	0,4
LSE	-0,2	0,7	0,2
FoHF	-0,4	0,7	0,2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

Procesos de selección de Hedge Funds. Due diligence

Una de las lecciones más importantes que nos deja la crisis 2007-2009 radica en la necesidad de reforzar aún más los procesos de due dilligence, los cuales se han convertido en un paso clave previo a la decisión de inversión en Hedge Funds. Estos procesos tienen por objetivo identificar potenciales riesgos operacionales y de sostenibilidad del negocio de las sociedades gestoras (para evitar casos como el de Madoff).

Algunos de los aspectos que los inversores valoran más positivamente en los procesos de auditoría de los Hedge Funds son, entre otros, la transparencia, el control del riesgo, la excelencia a nivel operacional, el hecho de que se lleve a cabo un proceso inversor disciplinado y que exista una adecuada alineación de intereses entre los gestores y sus clientes. Revisar las credenciales de los gestores, que no tengan antecedentes penales, juicios pendientes o anteriores quiebras pueden ser elementos decisivos en el diagnóstico. Todo este análisis se complementa a su vez con entrevistas y visitas in situ a los Hedge Funds.

En este sentido, algunas asociaciones de Hedge Funds como AIMA (Alternative Investment Association) han preparado cuestionarios modelo de due diligence para inversores en Hedge Funds y para los Fondos de Fondos Hedge. En líneas generales, los puntos a analizar en un proceso de due dilligence pueden ser:

- Estrategia del fondo, proceso de inversión y riesgo de la posición.
- Equipo humano: se revisan los medios disponibles, la organización y las personas claves, así como la experiencia y las capacidades tanto en la inversión como en la gestión del negocio. Se analiza también la vinculación del equipo de gestión en otros fondos, los cambios que ha habido en él y su posible participación en otras empresas que hayan quebrado anteriormente.
- Condiciones legales: folleto, comisiones, gastos, condiciones de suscripción, de reembolsos, etc.
- Incentivos: estructura del negocio, participación de los gestores en el capital de la gestora y como inversores del fondo.
- Análisis cuantitativo: rentabilidad, riesgo, correlación con otros activos, comparativa frente a su peer group, track record real, auditado o simulado.
- Operaciones: revisión de sistemas, riesgo operacional, administrador independiente, valoración y cálculo del NAV.
- Relaciones con prime brokers, auditores y otros proveedores de servicios.

Conclusiones

Del estudio llevado a cabo del riesgo de los Hedge Funds y de su evolución y tendencias en los últimos años se desprende que desde el año 2003 hemos asistido a un cambio de tendencia en el sector que se puede resumir en los siguientes cinco puntos:

- ***Un aumento del riesgo de mercado o beta de los Hedge Funds con la renta variable por encima de su media histórica que se sitúa en 0,25.***
- ***Un aumento de la correlación con la renta variable desde niveles de 0,1 hasta 0,6, lo cual confiere a estos productos un menor poder diversificador en el contexto de una cartera diversificada compuesta por diferentes activos.***
- ***El alfa o valor añadido por los gestores ajustado por la beta con la renta variable alcanzó un máximo durante el estallido de la burbuja tecnológica, para posteriormente seguir una tendencia a la baja. El alfa mensual medio a 12 meses se situó en -0,23%, un nivel muy por debajo del 0,40% que representa su media histórica.***

- *La autocorrelación serial de primer orden de los rendimientos mensuales de los Hedge Funds sigue una tendencia al alza. Tras la quiebra de Lehman Brothers se ha disparado drásticamente hasta niveles muy por encima del 0,50, cuando su media histórica se ha situado en el 0,17. Este hecho denota una mayor presencia de activos ilíquidos en las carteras de los Hedge Funds.*

- *Por último, las estrategias Hedge están cada vez más conectadas o correlacionadas entre sí, sugiriendo este hecho prácticas de trading o bien inversiones en activos similares (ilíquidos).*

Es presumible que tras la intensa corrección de los mercados financieros y de los valores liquidativos de los Hedge Funds, la desaparición de un buen número de ellos y la percepción de los puntos expuestos anteriormente, en el futuro se modifiquen algunas de las estrategias, políticas y sistemas de gestión para volver a conseguir de la inversión alternativa una vía de descorrelación con los mercados financieros más tradicionales.

Capítulo 24

PERSPECTIVAS PARA LOS HEDGE FUNDS

Introducción

Tras más de dos años de crisis, las señales de mejoría que se perciben en los mercados financieros empiezan a filtrase poco a poco al universo de las inversiones alternativas, y más concretamente al de los Hedge Funds. A pesar de que durante el año 2009 la industria Hedge perdió 74.000 millones de USD de patrimonio como resultado de los reembolsos solicitados por los inversores, durante el segundo semestre del año se produjo un cambio de tendencia al registrar suscripciones netas positivas, lo cual da muestras de que la industria de Hedge Funds está avanzando en su proceso de recuperación y que, a su vez, está bien posicionada de cara al futuro más cercano. Aspectos como la mayor transparencia y liquidez de las inversiones, el control de riesgos y un régimen regulatorio más estricto, son aspectos que se vislumbran como claves en el futuro inmediato de los Hedge Funds.

¿Qué se puede esperar para los Hedge Funds?

Han sido necesarios más de dos años desde el inicio de la crisis subprime para que la comunidad de analistas económicos coincidan en un hecho, y es que la actual crisis, la mayor recesión económica vivida desde la Gran Depresión de 1929, probablemente haya quedado atrás, no sólo en Estados Unidos, el epicentro de la crisis, sino también en el resto del mundo. Tras una drástica contracción de la economía, la perspectivas para una vuelta a la senda del crecimiento parecen poco a poco afianzarse, aunque eso sí, la recuperación económica será lenta al principio, y las previsiones de crecimiento en 2010, todavía moderadas, en la mayoría de la economías.

Estas señales de mejoría económica que empezamos a percibir se han filtrado también a uno de los sectores más castigados durante el año 2008, el de los Hedge Funds. Tras un final de 2008 especialmente difícil, con la quiebra de Lehman Brothers, la iliquidez de los mercados financieros y el fraude perpetrado por Madoff como hechos más destacados, 2009 ha marcado un punto de inflexión en este segmento de las inversiones alternativas, al conseguir anotarse durante este periodo una rentabilidad del 18,6%, la mayor de la última década.

El regreso del apetito por el riesgo, la reactivación de los mercados de crédito, el aumento de la liquidez y la recuperación de las bolsas han sido los catalizadores de esta mejoría, la cual se extiende a la práctica totalidad de las estrategias implementadas por los Hedge Funds, con la excepción de Short Bias y Managed Futures, precisamente los dos únicos estilos que fueron capaces de salir airosos durante 2008, al conseguir rentabilidades del 14,9% y del 18,3% respectivamente.

La liquidez de los Hedge Funds, su talón de Aquiles en 2008 y principios de 2009, ha mejorado de manera notable, hasta el punto de que muchos de ellos han conseguido superar los problemas que les llevaron a imponer restricciones a los reembolsos solicitados por los inversores, liquidando sus posiciones de manera ordenada y levantando las suspensiones antes de lo previsto.

A pesar de esta estabilización a nivel global en la industria Hedge, el apetito de los inversores españoles por este tipo de productos parece más bien escaso. Prueba de ello son los tres productos de inversión libre retirados del mercado durante el mes de agosto de 2009.

Más allá del innegable talento de los gestores españoles (se ha demostrado claramente que también existe en nuestro país) el "culpable" del escaso desarrollo de esta industria en España se debe a su nacimiento a destiempo. En este sentido, el primer fondo de inversión libre, el BBVA Codespa Microfinanzas, se registró en noviembre de 2006, apenas 8 meses antes del estallido de la actual crisis. Pero para que la industria Hedge echara a rodar hubo de esperar al desarrollo reglamentario de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 2003, que llegó dos años después, además de a la Circular de la CNMV poniendo las reglas del juego, y que no se aprobó hasta mayo de 2006. Sin lugar a dudas, España se perdió uno de los periodos de mayor esplendor de la industria de Hedge Funds, con tasas medias de crecimiento de los activos bajo gestión del 24% desde finales de 2002 hasta finales de 2006. Sólo en este periodo, el patrimonio de los Hedge Funds en el mundo pasó de 626 mil millones de USD a 1,5 billones, según datos de Hedge Fund Research (esto es, un incremento del 134%).

Episodios como los de Amaranth, el Hedge Fund que quebró a finales de 2006 por sus apuestas fallidas en el trading sobre el gas natural y el de los dos fondos de Bear Stearns acontecido a mediados de 2007 a raíz de sus inversiones en hipotecas subprime, desencadenaron el inicio de una espiral bajista para la industria de la gestión alternativa, justo en el momento en que los primeros Hedge Funds españoles empezaban a dar a luz.

Aspectos como la transparencia, la liquidez, el control de riesgos y un régimen regulatorio más estricto, son aspectos que se vislumbran como claves en el futuro inmediato de los Hedge Funds.

Las cuentas gestionadas y los Hedge Funds UCITS III como ejemplos de adaptación de los Hedge Funds a las demandas de los inversores

Uno de los conceptos que está despertando cada vez más interés entre los inversores, y que da respuesta a sus peticiones de mayor control del riesgo, transparencia y liquidez de los Hedge Funds, es el de las cuentas gestionadas o Managed Accounts. A pesar de que no es algo nuevo en la industria de gestión alternativa, el hecho de que los activos de estas cuentas sean gestionados por un Hedge Fund de renombre, pero totalmente segregados del mismo, ha atraído a numerosos inversores, y más concretamente en el entorno actual, donde casos como el de Madoff han puesto en entredicho los procesos de due dilligence operacional llevados a cabo por los analistas. Entre las características más destacadas de las Managed Accounts podemos citar las siguientes:

- Se trata de un conjunto de activos gestionados por un Hedge Fund de renombre, pero totalmente segregados del mismo.

- El control sobre los activos gestionados y la transparencia es máxima. De esta manera se consigue reducir la apropiación indebida o robo de los activos por parte de los gestores, o situaciones en las cuales los activos en los que supuestamente invierten los clientes pudiesen no existir. Los problemas de falsificación de las rentabilidades, la valoración incorrecta de los activos, los riesgos regulatorios y la liquidez son otros aspectos sobre los que las Managed Accounts tienen absoluto control.

- Las condiciones de liquidez son mejores que las de los Hedge Funds que replican. Típicamente las cuentas gestionadas ofrecen liquidez semanal con preavisos de tres a cinco días, frente a la liquidez mensual de los Hedge Funds con periodos típicos de notificación de reembolsos de 30 días.

- Más transparencia. Las plataformas de cuentas gestionadas suelen utilizar la transparencia en beneficio de los clientes, nutriéndoles de informes pormenorizados donde se recogen, por poner algunos ejemplos, la sensibilidad del fondo a los diferentes mercados, la desagregación de la cartera por sectores, por áreas geográficas, por instrumentos y un análisis exhaustivo del riesgo.

  Las plataformas de cuentas gestionadas parecen ser una de las respuestas más apropiadas a las preocupaciones de los inversores en cuanto a transparencia, liquidez y control de riesgo se refiere.

En lo que respecta a los temas regulatorios, una tendencia que empieza a tener cada vez más auge en el sector es el lanzamiento por parte de las gestoras alternativas de versiones armonizadas de sus Hedge Funds bajo el formato UCITS III, respondiendo de esta manera a la demanda de los inversores de mayor transparencia, seguridad y liquidez en sus inversiones. La normativa UCITS III (*Newcits),* facilita la comercialización de los fondos regulados en un Estado

Miembro de la UE entre los demás Estados Miembros. Gracias a esta normativa el inversor minorista tiene hoy en día acceso a fondos de calidad, que replican las estrategias de algunos de los Hedge Funds más exitosos de la industria. Algunos de los aspectos más destacados que ofrece esta normativa son:

- Más liquidez: A diferencia de los Hedge Funds, los fondos UCITS III no requieren de elevadas inversiones iniciales y ofrecen liquidez diaria o semanal. En este sentido, muchos Hedge Funds la tienen mensual o trimestral.

- Más transparencia: Los fondos UCITS III están obligados a utilizar un servicio de valoración independiente.

- Seguridad: La exposición a una determinada contrapartida en operaciones OTC no puede ser superior al 10% del NAV si la entidad que actúa como contraparte es una institución crediticia de la UE, debiendo ser inferior al 5% en cualquier otro caso.

- Limitaciones de inversión: Los fondos que utilizan la normativa UCITS III no pueden invertir de forma directa en materias primas e inmuebles. Además, la exposición global asociada a operaciones de instrumentos derivados no puede superar el 100% de la inversión y el riesgo de concentración está limitado a un 20% por entidad o grupo.

- Compensación: Todas las inversiones pasan por un sistema de compensación seguro como Clearstream o Euroclear, lo que proporciona a los inversores una plataforma operativa segura.

Por estas razones, los fondos UCITS III están teniendo cada vez más acogida entre los inversores, que ven en estos productos una forma de aproximarse a la gestión alternativa desde un punto de vista más conservador, con mejores condiciones de liquidez, transparencia y control del riesgo, sin perder por ello su flexibilidad a la hora de implementar las estrategias típicas de los Hedge Funds.

Conclusiones

Si bien es cierto que son necesarias medidas que confieran una mayor protección a los inversores en Hedge Funds, es de esperar que el endurecimiento del marco regulatorio que se avecina no suponga una pérdida de competitividad para esta tipología de gestión alternativa. La reducción del número de fondos (se estima que desde el inicio de la crisis hasta junio de 2009 han desaparecido más de 1.500 Hedge Funds) debería permitir a los restantes aprovechar en mayor medida las oportunidades que ofrecen los mercados. Sin duda, los gestores más sólidos, con mejores infraestructuras y cuyos intereses estén más alineados con sus inversores serán los ganadores, sin menoscabo de que deban ser sensibles a las nuevas demandas de éstos, que pasan por una mayor liquidez y

transparencia. Las cuentas gestionadas y los Hedge Funds en formato UCITS III pueden dar respuesta. Sería un ejemplo de adaptación, como ya hemos comentado a lo largo de este, muy común en la industria de IIC y que explican su capacidad de sobrevivir a diversas e importantes crisis económicas y financieras.