

## EVOLUCIÓN RECIENTE EN LA INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA: ALGUNAS IMPLICACIONES PARA EL SISTEMA FINANCIERO

Lassala Navarré, C.  
Universidad de Valencia

### RESUMEN

La industria de fondos de inversión se caracteriza por una elevada concentración en determinados grupos financieros desde la expansión del sector a partir de la segunda mitad de 1991. En este sentido, las sociedades gestoras vinculadas a bancos y cajas de ahorros, gracias a sus ventajas competitivas, administran un volumen muy importante del activo total de los fondos. Por otro lado, una de las razones básicas del crecimiento de los fondos ha sido el proceso de desintermediación vinculada. Además, el desarrollo de los fondos de inversión ha influido, indudablemente, en los estados financieros de las entidades de crédito, en la eficiencia del sistema financiero español y en la financiación de las actividades productivas.

En el presente trabajo estudiamos la evolución reciente de la participación de los principales grupos financieros en la industria de fondos de inversión desde la vertiente de las variables más significativas de este producto: número de fondos, patrimonio gestionado, número de partícipes y participación media. Después, analizamos algunas implicaciones de este desarrollo en los estados financieros de las entidades de crédito y en el sistema financiero en general.

**PALABRAS CLAVE:** Fondos de inversión. Evolución. Grupos financieros. Implicaciones. Entidades de crédito. Sistema financiero.

### INTRODUCCIÓN

El desarrollo de los fondos de inversión ha modificado la posición competitiva relativa de las distintas entidades financieras. En este sentido, el análisis de las cuotas de mercado por grupos financieros, tanto en los fondos de inversión mobiliaria (FIM) como en los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), pone de manifiesto una fuerte competencia en la fase de crecimiento del mercado.

Por otra parte, una de las principales fuentes del crecimiento de los fondos de inversión proviene del denominado proceso de desintermediación vinculada, que conlleva ventajas y riesgos tanto para los partícipes como para las entidades. Además, la expansión en la industria de fondos ha influido considerablemente en el sistema financiero español y en la financiación de las actividades productivas.

El presente estudio está estructurado de la siguiente forma: en primer lugar, analizamos la evolución reciente de la participación de los distintos grupos financieros en el mercado de fondos. Después, exponemos algunas implicaciones del desarrollo de los fondos en los estados financieros de las entidades de crédito y, en consecuencia, en el sistema financiero en general. Por último, presentamos las principales conclusiones del trabajo realizado.

## EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS DISTINTOS GRUPOS FINANCIEROS EN EL MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN

Durante los últimos años, las entidades bancarias han sido las principales promotoras de los fondos de inversión, utilizando estrategias de comercialización agresivas y difíciles de seguir por sus inmediatos competidores: las cajas de ahorros y las sociedades independientes.

La industria de fondos de inversión se caracteriza por una elevada concentración desde la expansión del sector, tanto en ciertos grupos financieros como en determinadas entidades. A finales de 1995, los diez mayores grupos, por patrimonio administrado, representaban el 68% del negocio (en torno a 8 billones de pesetas). En este sentido, los bancos y las cajas de ahorros absorben un volumen muy importante del activo gestionado. Por otra parte, si juntamos los patrimonios gestionados por el Banco de Santander y el Banco Bilbao Vizcaya tenemos una cuota aproximada del 30% sobre el total.

Las entidades bancarias y las cajas de ahorros presentan ciertas ventajas respecto al resto de entidades que comercializan fondos de inversión. A la amplia red de sucursales de la que disponen, a través de las cuales pueden canalizar fácilmente y sin excesivos costes los fondos de inversión, hay que añadir que el partícipe, habitualmente, es cliente de un banco o caja de ahorros y es con esa entidad con la que realiza sus diferentes operaciones. Además, dado que los fondos carecen de imagen de marca propia, se les suele asociar a un determinado banco o caja de ahorros.

En el Cuadro 1 exponemos la evolución, en el período 1991-1995, de la cuota de mercado de cada uno de los principales grupos financieros que comercializan fondos de inversión, tanto en lo relativo a número de instituciones como a patrimonio gestionado y partícipes. También reflejamos la evolución de la participación media para cada uno de los grupos analizados.

Por número de fondos, el grupo bancario ocupa la primera posición durante todo el período estudiado, tanto en FIM como en FIAMM. Por volúmenes gestionados, también ostenta una clara posición de liderazgo en el sector, con una cuota de mercado actual aproximada del 61%. La estrategia utilizada para captar negocio se ha centrado, básicamente, en importantes campañas publicitarias y una política de ventas muy activa. El segundo grupo por patrimonio administrado es el de las cajas de ahorros, con una cuota estable entre el 27% y el 29% aunque, en 1991 y en el caso de los FIAMM, ésta era del 35%. Si nos fijamos en la cuota de partícipes de cada grupo, también se observa un liderazgo de los bancos tanto en los FIM como en los FIAMM, salvo en 1991, en que las cajas de ahorros tenían una cuota de partícipes de FIAMM superior a la de los bancos.

Por último, antes de pasar a analizar más detalladamente la evolución de estas magnitudes, destacamos la menor participación media, para los FIM, en el grupo bancario y en el de cajas respecto al resto de grupos, mientras que en el caso de los FIAMM, la menor participación se da en las cajas de ahorros y en las compañías de seguros.

En 1991, los bancos y cajas de ahorros iniciaron una masiva comercialización de fondos de inversión. El patrimonio de los FIM comercializados por las cajas creció un 281% y su número



de partícipes un 73% y, en el caso de los bancos, un 308% y un 78% respectivamente. Uno de los motivos básicos de este espectacular crecimiento fue la campaña publicitaria de los Fondos y la campaña de comercialización de los fondos comenzada, fundamentalmente, por los bancos y cajas.

En los FIAMM, el crecimiento lo protagonizaron, sobre todo, los bancos, ya que el patrimonio y número de partícipes de los FIAMM bancarios creció más que en el caso de las cajas de ahorros<sup>1</sup>. Además, las entidades bancarias promovieron la mayor parte de los nuevos fondos de manera que, de los 26 nuevos fondos, 17 estaban ligados a bancos y 4 a cajas de ahorros. A finales de 1991, los bancos comercializaban más de la mitad del patrimonio total de los fondos de inversión, tanto en el caso de los FIM (56,2%) como en los FIAMM (casi un 60%). En segundo lugar se situaba el grupo de cajas, con el 35% del patrimonio de los FIAMM y el 27,4% del de los FIM. La cuota de mercado del resto de grupos, como puede apreciarse en el Cuadro 1, era muy pequeña para los FIM y prácticamente despreciable para los FIAMM, salvo las Sociedades de Valores (SV) que gestionaban el 3,5% del patrimonio de los FIAMM.

La agresiva política de comercialización de los bancos hizo que éstos controlasen prácticamente la mitad de los fondos existentes (el 47% de los FIM y el 50% de los FIAMM). Por otro lado, se aprecia una preferencia clara de los partícipes por los fondos vinculados a bancos y cajas. Además, por cuota de partícipes, las cajas ocupan el primer lugar en los FIAMM (52,1%) y los bancos en los FIM (54,6%). Dentro de la escasa representación del resto de grupos, destacan las SV con un 3% de los partícipes en ambos tipos de fondos.

En 1992, el patrimonio de los FIM ligados a bancos y cajas presentó un mayor crecimiento que el de los vinculados al resto de grupos, lo cual les permitió a estas entidades incrementar su cuota dentro del patrimonio total a costa, sobre todo, de las agencias de valores (AV).

Por cuota de partícipes de FIM, el grupo bancario tuvo un comportamiento más dinámico, ganando más de 10 puntos a costa, sobre todo, de las cajas de ahorros, que pierden casi 12 puntos. Las AV también pierden partícipes, a diferencia de lo que ocurre en las compañías de seguros y las SV. En cuanto al número de FIM creados en 1992 destacan las SV debido, en buena parte, a la búsqueda de negocios alternativos por algunos de estos intermediarios.

En el grupo de cajas de ahorros se aprecia un aumento significativo de la participación media en los FIM, pasando de 2 a 3,5 millones de pesetas, debido a la pérdida de partícipes y al crecimiento en el patrimonio gestionado. Los otros dos grupos que destacan por su variación en la participación media son las AV, donde ésta se sitúa en 5,5 millones de pesetas (4,8 millones en 1991) y las compañías de seguros, donde la participación media en los FIM disminuye 0,5 millones de pesetas respecto a 1991.

En los FIAMM destaca el incremento en la cuota de negocio de los fondos bancarios, además, de forma mucho más acusada que en los FIM. Este grupo financiero marcó la evolución global<sup>2</sup> de los FIAMM en 1992. Como puede verse en el Cuadro 1, en 1992, el grupo bancario ganó cuota en todos los ámbitos en detrimento del resto de grupos. Los FIAMM vinculados a cajas de ahorros perdieron cuota, tanto en número de partícipes como en patrimonio administrado, por su menor dinamismo en relación al año 1991. Las cuotas de negocio del resto de grupos que gestionan fondos de inversión prácticamente son irrelevantes.

En 1993 se observan pocas diferencias respecto a 1992. Los FIM promovidos por bancos y cajas siguen siendo los más dinámicos en la captación de ahorro y las cuotas de estos grupos, en cuanto a patrimonio gestionado y número de partícipes, se mantienen en niveles similares a los del año anterior. Entre ambos, controlan el 86,1% del patrimonio y el 91,8% de los partícipes del sector. Las AV, pese a su escasa importancia relativa, duplican la cuota de patrimonio gestionada y, además, su participación media en los FIM aumenta de forma importante, debido al menor crecimiento del número de partícipes en relación al incremento del patrimonio gestionado.

La pauta similar en la evolución de los partícipes y del patrimonio hace pensar que las aportaciones nuevas correspondieron básicamente a nuevos ahorradores. Por otro lado, dada la mayor consolidación del sector, la creación de nuevos FIM fue más moderada que en años anteriores<sup>3</sup>.

En los FIAMM, en 1993, la tasa de crecimiento del patrimonio fue más moderada que en los FIM. Por otra parte, el número de partícipes creció a una tasa superior a las suscripciones netas provocando un crecimiento moderado de la participación media. El negocio sigue concentrado en entidades pertenecientes a bancos y cajas (95,1% del patrimonio global de los FIAMM), aunque el mayor dinamismo de las cajas en la captación de ahorro hace que éstas ganen cuota de negocio en detrimento de los bancos.

En 1994, las gestoras vinculadas a bancos y cajas de ahorros continúan administrando la mayor parte del patrimonio de los fondos de inversión (90,4%) y a la mayoría de partícipes del sector (92%). No obstante, la hegemonía de bancos y cajas disminuye 0,8 puntos en lo que se refiere a patrimonio y 0,7 puntos en lo que respecta a partícipes.

Los recortes en el patrimonio de los FIM afectaron, sobre todo, a los fondos comercializados por los bancos, que perdieron 2,5 puntos en su cuota de negocio dentro de la industria. Por contra, las cajas de ahorros incrementaron su cuota de negocio en casi dos puntos.

Además, en 1994, aunque partían de cifras muy reducidas, destacan los FIM comercializados por las compañías de seguros, tanto por el crecimiento de su patrimonio (un 14%) como por el aumento en el número de partícipes (un 28%), con la consiguiente reducción de la participación media en FIM en este grupo.

En 1995, se observa una cierta estabilización en la cuota de patrimonio administrado por las gestoras de bancos y cajas en relación al año anterior. Los bancos siguen ocupando la primera posición en el sector, administrando un 60% del patrimonio total (el 54,5% del patrimonio de los FIM y el 66% del de los FIAMM), mientras que el patrimonio gestionado por las cajas de ahorros representa en torno al 30% del sector (29,7% de los FIM y 28,6% de los FIAMM). También destaca el avance experimentado por las compañías de seguros en el caso de los FIM, superando ligeramente al grupo de SV, cuya cuota de patrimonio es muy similar a la del año anterior para ambos tipos de fondos.

En cuanto a cuota de partícipes, la estabilidad también se pone de manifiesto para bancos y cajas, con porcentajes muy cercanos a los del año anterior. En los FIM, las SV pierden partícipes, mientras que las AV y las compañías de seguros incrementan su cuota en el sector. Sin embargo, en el caso de los FIAMM, la participación porcentual de estos grupos apenas varía res-



pecto a 1994.

Por último, se aprecia un crecimiento en la participación media en los FIM para todos los grupos analizados, siendo éste mayor en el caso de las SV y AV. Sin embargo, para los FIAMM, mientras que en las AV y compañías de seguros la participación media crece notablemente, en los bancos y cajas muestra un cierto estancamiento.

## **IMPLICACIONES DEL DESARROLLO DE LOS FONDOS PARA LAS ENTIDADES DE CREDITO Y EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL**

En este epígrafe analizamos, por un lado, la evolución de la relación entre el patrimonio de los fondos de inversión y los depósitos de los bancos y cajas de ahorros, exponiendo las principales repercusiones del crecimiento de los fondos sobre los estados financieros de las entidades de depósito, y, por otro lado, estudiamos las implicaciones del desarrollo de los fondos sobre el sistema financiero en general.

### **Los fondos y las entidades de crédito**

La fuerte competencia por la captación de recursos en el sector bancario, desde finales de 1989, había ocasionado una reducción sustancial del margen de intermediación, favoreciendo la búsqueda de nuevas vías de negocio. El potencial de crecimiento de los fondos de inversión ofrecía importantes oportunidades en términos de generación de negocio, fundamentalmente, a través de comisiones, a la vez que posibilitaba ampliar la base de clientes.

Según CONTRERAS (1993), la denominada desintermediación vinculada<sup>4</sup> fue uno de los principales motivos del crecimiento de los fondos de inversión. A diferencia de los instrumentos de desintermediación no vinculada, en el caso de las sociedades gestoras vinculadas a grupos bancarios, los fondos ofrecen como imagen de marca la de la entidad de depósito. Además, los fondos no requieren una decisión activa de renovación.

GONZALEZ MOSQUERA (1995) señala las ventajas y riesgos que conlleva, tanto para los partícipes como para las entidades, la desintermediación vinculada. Por un lado, al partícipe se le ofrece un producto seguro, líquido, con una buena rentabilidad financiero-fiscal a largo plazo y que puede adquirir en su entidad de crédito habitual. Sin embargo, la normativa fiscal vigente hasta la reciente modificación en la fiscalidad de las plusvalías, aprobada en Consejo de Ministros el 7 de junio de 1996, podía inducir a los gestores a actuar en beneficio de las entidades del grupo económico y no desarrollar una gestión óptima para el partícipe. Por otra parte, para la entidad es un producto fácil de gestionar y la vinculación del cliente con la entidad le permite a ésta ofrecerle otros productos bancarios.

Además, la gestión de fondos constituye una fuente estable de resultados para la entidad a través de las comisiones cobradas, con independencia de los riesgos típicos de la actividad bancaria y, en particular, el de tipos de interés, que lo asume el partícipe directamente. Esta característica es especialmente relevante en épocas caracterizadas por la elevada morosidad y el bajo nivel de peticiones de créditos.

Al tratarse de una actividad fuera de balance, las entidades promotoras no tienen que dotar recursos propios. En este sentido, entidades con un bajo nivel de recursos propios podrían expandir considerablemente su actividad sin necesidad de proceder a ampliaciones de capital.

No obstante, una pérdida elevada de pasivos en favor de los fondos puede reducir la rentabilidad de la entidad. «Una transferencia de liquidez de doble sentido desde las entidades de depósito a los fondos, y de nuevo a aquellas entidades, generará forzosamente pérdidas netas a éstas en términos medios, debidas al diferencial de intereses derivado de la recaptación de pasivos para prestar, que tendrá que hacerse a tipos de interés de mercado monetario siempre más altos que los pagaderos directamente a los depositantes»<sup>5</sup>.

Por último, otra desventaja de los fondos para las entidades de depósito es que éstos suponen un claro incentivo para que las grandes empresas coloquen emisiones de renta fija en ellos, en lugar de acudir a la financiación bancaria.

CONTRERAS (1993), entre otros<sup>6</sup>, analiza la combinación de los factores que determina la magnitud del efecto del proceso de desintermediación a través de fondos de inversión sobre los estados financieros de las entidades de depósito. Concluye que «el impacto negativo de la comercialización de fondos de inversión sobre el pasivo de bancos y cajas de ahorros, en términos del volumen de suscripciones netas de fondos, será menor cuando: 1) mayor sea el porcentaje procedente de ahorro adicional incentivado por la propia existencia de fondos; 2) menor sea el porcentaje que, en ausencia de fondos, se hubiera materializado en pasivos bancarios; 3) mayor sea el porcentaje procedente de trasvases de otros valores mantenidos a vencimiento y, en consecuencia, 4) menor sea el porcentaje de trasvase desde pasivos bancarios»<sup>7</sup>.

Sin embargo, como señala GUAL (1994), el modelo de simulación planteado por CONTRERAS (1993) para cuantificar este impacto<sup>8</sup>, no considera la posible expansión de los mercados de capitales como respuesta a la mayor canalización de recursos hacia los mismos.

Además, la nueva normativa fiscal (aprobada el 7 de junio de 1996) provocará un mayor trasvase de dinero desde los productos bancarios tradicionales hacia la inversión directa en los mercados de renta variable y hacia los fondos de inversión, en concreto, hacia los de renta variable, en detrimento de los fondos que invierten en el mercado monetario y los de renta fija. En definitiva, el peso de los fondos de inversión en los mercados de valores tenderá a crecer en el futuro.

El impacto global de los fondos sobre la cuenta de resultados de las entidades de crédito es más difícil de cuantificar y requiere un concepto amplio de cuenta de resultados del grupo financiero, donde estén incluidos los resultados de las entidades de crédito, las sociedades gestoras y las sociedades y agencias de valores del grupo a través de las cuales opera la gestora. El efecto neto dependerá de la combinación de los siguientes factores: 1) la pérdida de ingresos financieros derivada del trasvase de pasivos bancarios a fondos de inversión, que será menor cuanto menor sea el porcentaje del pasivo de la entidad afectado y mayor sea el coste que tuviera ese pasivo para la entidad; 2) la pérdida de ingresos financieros por la reducción de la actividad de desintermediación pura; 3) la ganancia de ingresos financieros netos ofrecida por los fondos de inversión, básicamente a través de las comisiones; 4) la ganancia de ingresos financieros de la actividad de inter-



mediación correspondiente a los pasivos generados por las inversiones de los propios fondos de inversión, principalmente en forma de depósitos y cesiones temporales de activos.

En el Cuadro 2, tomando como referencia la suma de los depósitos bancarios y el patrimonio de los fondos promovidos por grupos financieros de bancos y cajas de ahorros, vemos que el peso de este último en el total se triplicó en 1991, tanto para bancos como para cajas.

La evolución de los porcentajes reflejados en el Cuadro 2 pone de manifiesto la recomposición de las carteras del público como consecuencia del crecimiento de los fondos de inversión. No obstante, el incremento en el patrimonio de los fondos no obedece sólo al trasvase de ahorro desde los depósitos y a un menor crecimiento de éstos, sino también a la captación de nuevo ahorro.

El desplazamiento de recursos desde los depósitos a los fondos reduce el tamaño de los balances de bancos y cajas, aunque el impacto depende de la estrategia de la gestora vinculada al banco o caja en relación a los fondos que administra. Así pues, si la política inversora del fondo se centra en las adquisiciones temporales de activos a corto plazo, la salida del balance de las entidades de depósito de una parte de sus pasivos, asociada a la inversión en fondos, tendrá un efecto menor.

El agotamiento que se empieza a percibir, a partir del segundo trimestre de 1992, en la fuente de recursos procedentes de depósitos bancarios, conlleva una cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento de los fondos de inversión.

Durante 1992, el peso del patrimonio de los fondos pertenecientes al grupo bancario, en relación a la suma de ese patrimonio más los depósitos de dicho grupo, creció casi 7 puntos. Sin embargo, en el sector de cajas de ahorros el crecimiento no alcanza los dos puntos. En cualquier caso, podría hablarse de un cambio en los hábitos de los ahorradores.

En 1993, la fuerte caída de los tipos de interés provocó que los depósitos bancarios, debido a su menor rentabilidad, perdiesen atractivo en relación a los fondos de inversión. Además, la caída de los tipos de interés a corto plazo, al revalorizar las carteras de renta fija, permitió obtener a los FIM unas buenas rentabilidades. En consecuencia, como puede apreciarse en el Cuadro 2, el negocio en fondos de inversión, en 1993, siguió creciendo en relación a la actividad de intermediación tradicional de las entidades de depósito.

Por su parte, las cajas de ahorros siguen una evolución claramente diferenciada respecto a los bancos, mostrando una mayor disposición a mantener sus líneas tradicionales de negocio. El peso de la actividad promotora de fondos era para las cajas mucho menor que para los bancos, por lo que el pasivo de aquéllas creció muy por encima del de éstos. Esta circunstancia ayuda a explicar el que, a finales de 1993 y por primera vez, las cajas superasen a los bancos en cuanto a volumen de depósitos<sup>9</sup>.

A partir de mayo de 1994, se produce un ligero cambio de tendencia en la relación entre el patrimonio de los fondos promovidos por bancos y cajas y la suma de ese patrimonio más los depósitos de dichos grupos. La coyuntura de los tipos de interés lleva a los bancos y cajas de ahorros a reorientar sus estrategias. Por primera vez desde que se iniciara el proceso de expan-

sión de la inversión colectiva, el negocio de los fondos de inversión comienza a perder peso en relación a la actividad de intermediación tradicional de bancos y cajas de ahorros.

A mediados de 1995, con el nuevo incremento que comienza a experimentar el patrimonio de los fondos de inversión, se frena la caída iniciada en el segundo trimestre de 1994 en la relación entre el patrimonio de los fondos promovidos por bancos y cajas y la suma de ese patrimonio más los depósitos de dichos grupos. En concreto, en 1995, el negocio de los fondos de inversión supuso en torno al 26% del total de la actividad realizada en fondos de inversión y depósitos en el caso de los bancos y alrededor del 13% en el caso de las cajas de ahorros.

En el primer semestre de 1996, los fondos de inversión han captado casi 3 billones de pesetas (crecimiento del 22% respecto a diciembre de 1995), sobrepasando los 15 billones de pesetas de patrimonio gestionado a finales de junio, por lo que puede hablarse de un nuevo «boom de los fondos». Una de las principales razones de esta importante captación de recursos por parte de los fondos obedece a las menores rentabilidades de los depósitos de bancos y cajas, motivadas por la bajada en el precio oficial del dinero (1,75 puntos desde enero) aplicada por el Banco de España, que ha provocado que los ahorradores busquen alternativas de inversión más rentables<sup>10</sup>.

### **Los fondos y los mercados financieros**

Los fondos de inversión, dada la mayor complejidad y sofisticación de los mercados financieros, facilitan la participación en los mismos a los pequeños partícipes, con una gestión profesionalizada y un adecuado sistema de información, control y supervisión.

El importante desarrollo de la inversión colectiva en España, a través del crecimiento de los fondos iniciado en la segunda mitad de 1991, ha influido notablemente en el sistema financiero español y en la financiación de las actividades productivas<sup>11</sup>.

Los fondos de inversión, especialmente los FIAMM, compiten con los depósitos bancarios y su crecimiento puede ocasionar, como ya hemos comentado anteriormente, una reducción del pasivo de las entidades de depósito que, a su vez, puede incidir en el proceso de desintermediación que ya se inició en la vertiente del activo del balance bancario con el desarrollo de los mercados de capitales, a los que las grandes empresas acuden directamente para obtener recursos, obviando a los intermediarios financieros.

Según GUAL (1994), a pesar del aparente impacto de los fondos de inversión en la captación de depósitos, lo que se ha producido realmente ha sido un cambio en la forma de canalizar el ahorro del sector privado hacia la financiación del Sector Público. La banca disponía de importantes cantidades de recursos de clientes invertidos en cesiones de deuda pública que, tras los cambios en la regulación y la legislación fiscal, a partir de 1991, se empezaron a canalizar a través de los fondos de inversión para seguir financiando a las Administraciones Públicas.

En general, los gestores de los fondos de inversión invierten el patrimonio constituido con el ahorro de los partícipes en activos financieros emitidos por la Administraciones Públicas y por las empresas. Una excesiva captación de recursos por parte de los fondos puede repercutir en las instituciones bancarias si ello implica una menor disposición de fondos por parte de éstas para



la financiación de su actividad crediticia.

Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) no pueden emitir títulos que constituyan una inversión adecuada para los fondos ya que, por diferentes razones, entre ellas el tamaño, no tienen acceso directo al mercado de capitales. Por este motivo, las entidades bancarias son la principal vía que tienen para obtener financiación. En este sentido, si la expansión de los fondos de inversión provoca una reducción importante de los depósitos bancarios y, en consecuencia, limita los recursos de la banca para ejercer su actividad crediticia, las PYMES podrían tener problemas para obtener la financiación necesaria para su adecuado funcionamiento.

Actualmente, en la distribución de la cartera agregada de los fondos de inversión existe un peso mayoritario de los valores públicos. Además, las adquisiciones temporales de activos, que representan un porcentaje muy elevado en la cartera de los fondos, constituyen a la vez un pasivo bancario. Por lo tanto, no todos los recursos captados por los fondos en el proceso de expansión de los últimos años corresponden a desintermediación bancaria. En definitiva, una parte muy importante de la cartera de los fondos se dirige hacia las entidades de depósito, vía adquisiciones temporales de activos, y, por tanto, los fondos de inversión generan pasivos bancarios superiores a los derivados del coeficiente de liquidez obligatorio y materializado en depósitos bancarios.

Además, los fondos de inversión constituyen una forma diferente de financiar el Sector Público español ya que, a través de este producto financiero, los pequeños ahorradores pueden acceder a los valores públicos<sup>12</sup>.

Uno de los principales motivos que induce al inversor a colocar sus ahorros en participaciones de fondos de inversión, en detrimento de los depósitos bancarios, es el tratamiento fiscal dado a los fondos de inversión.

Siguiendo a RAMOS (1993), la rigidez de carácter fiscal que presentaban los fondos, hasta la recién aprobada modificación fiscal, incidía en el sistema financiero, ya que el desarrollo de este producto coincidía con un período de debilidad de la Bolsa y altos tipos de interés que decantaba a los inversores hacia los fondos de renta fija. Ello provocaba que una cantidad de dinero ciertamente importante quedase cautiva en estos fondos para no perder las ventajas fiscales y que, de alguna manera, constituyese un obstáculo para el desarrollo del mercado bursátil. Con la entrada en vigor del nuevo tratamiento fiscal dado a los fondos, donde se suprime la reducción anual progresiva del 7,14% de la tributación de las plusvalías a partir del segundo año de permanencia, se facilita el cambio de fondo y se pone fin a la mencionada cautividad.

La captación de ahorro a través de los fondos de inversión y su colocación en los mercados monetarios y de capitales debería potenciar el desarrollo de los mismos. Sin embargo, el peso de los valores privados en la cartera agregada de los fondos es muy reducido. En este sentido, según GUAL (1994), la escasa respuesta de los mercados de valores privados a la expansión de los fondos de inversión manifiesta que la financiación de la Deuda Pública domina los mercados financieros españoles.

Como consecuencia del peso creciente de inversores institucionales y a medida que las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas se vayan reduciendo, los mercados

españoles de capitales irán adquiriendo un mayor desarrollo y las empresas españolas podrán contar con mayores y mejores recursos financieros, rompiendo su tradicional debilidad financiera determinada por el crédito bancario a corto plazo y favoreciendo la inversión y el empleo.

En definitiva, tras el espectacular desarrollo vivido en la industria de fondos de inversión desde la segunda mitad del año 1991 y habiendo el sector alcanzado un cierto grado de madurez, la evolución futura de los fondos de inversión dependerá de las ventajas fiscales del producto así como de las necesidades de financiación del Sector Público. Si los fondos siguen captando grandes volúmenes de recursos, ello contribuirá a un mayor desarrollo de los mercados de capitales, ya que gran parte de ese dinero se dirigirá hacia los mismos.

## CONCLUSIONES

La industria de fondos de inversión se caracteriza por un elevado grado de concentración en ciertos grupos financieros, en concreto, los bancos y las cajas de ahorros. Estas entidades cuentan con importantes ventajas respecto a sus competidores: una extensa red de sucursales que permite comercializar los fondos sin excesivos costes, la fidelidad de los partícipes habituales clientes de esa entidad y la frecuente identificación de los fondos con determinadas instituciones de estos dos grupos financieros. Sin embargo, la participación media, para los FIM, es menor en estos dos grupos que en el resto, mientras que en los FIAMM, la menor participación se da en las cajas de ahorros y en las compañías de seguros.

La denominada desintermediación vinculada, que es una de los principales fuentes del crecimiento de los fondos de inversión, presenta ventajas e inconvenientes tanto para los partícipes como para las entidades. Para los primeros, supone un activo seguro, líquido y con buena rentabilidad financiero-fiscal a largo plazo. Para las entidades, es un producto de fácil gestión y que permite mantener una relación con el cliente para ofrecerle otros productos. Además, las comisiones cobradas a los fondos son una fuente estable de ingresos para la entidad con independencia de los riesgos típicos de la actividad bancaria. No obstante, una pérdida elevada de pasivos en favor de los fondos puede reducir la rentabilidad de la entidad. Por otro lado, los fondos incentivan a las grandes empresas a colocar sus emisiones de renta fija en ellos.

El crecimiento del negocio en fondos de inversión en relación a la actividad de intermediación tradicional de las entidades de depósito refleja un cambio en los hábitos de los ahorradores. En este sentido, las cajas de ahorros muestran mayor disposición a mantener sus líneas tradicionales de negocio.

A través de los fondos de inversión, los pequeños ahorradores participan más fácilmente en los mercados financieros. Realmente, el desarrollo de los fondos de inversión lo que ha provocado ha sido un cambio en la forma de canalizar el ahorro del sector privado hacia la financiación del Sector Público. Por otro lado, una menor disposición de fondos por parte de las entidades bancarias que afecte a su actividad crediticia puede repercutir negativamente en la financiación de las PYMES.

La rigidez fiscal de los fondos en los últimos años ha incidido en el sistema financiero, ya que importantes cantidades de dinero han estado cautivas en este producto financiero para no



perder las ventajas fiscales. Con la nueva normativa fiscal (7 de junio de 1996), la posibilidad de que los partícipes puedan cambiar de fondo sin perder por ello determinadas ventajas fiscales, claves en la rentabilidad global de estos instrumentos financieros, influirá positivamente en la eficiencia del sector.

Por otra parte, si se mantiene la tendencia bajista de los tipos de interés, se producirá una moderación en las rentabilidades medias de los fondos disminuyendo su atractivo respecto a otros instrumentos financieros alternativos y, además, el crecimiento de los fondos también será más lento. Debido a esos menores tipos de interés, se espera un mayor crecimiento de los FIM frente a los FIAMM y, en concreto, de los fondos de renta variable, que todavía cuentan con un porcentaje de patrimonio muy reducido en la industria de fondos.

En la competencia por el nuevo ahorro los fondos se enfrentarán, por una parte, a nuevos competidores, como son los fondos de pensiones que, además de plantearse como una solución a los problemas de financiación del sistema público de pensiones, por su carácter de inversiones a largo plazo pueden asumir un nivel de riesgo relativamente elevado y superior incluso al de los fondos de inversión y, por otra parte, al previsible mayor dinamismo de los agentes tradicionales, con nuevos instrumentos adaptados a las preferencias de los clientes.

Hasta el momento, el desarrollo de los fondos no ha favorecido una mayor canalización del ahorro hacia la inversión productiva ya que los crecientes niveles del Déficit Público han hecho que las inversiones de los fondos se hayan centrado mayoritariamente en activos públicos.

Por último, para que el sistema financiero tenga efectos positivos sobre el crecimiento económico sería necesario crear las condiciones adecuadas, especialmente, en el ámbito fiscal y en el componente estructural del Déficit Público, para permitir una mayor canalización del patrimonio de los fondos hacia títulos privados que fortalezcan el crecimiento de la inversión productiva.

## NOTAS

- (1) Informe anual de la CNMV, 1991, págs. 157-158.
- (2) El 81% del patrimonio total captado, el 80% de los nuevos partícipes y el 72% de las instituciones creadas correspondió al grupo bancario. Informe anual de la CNMV, 1992, pág. 182.
- (3) Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 187.
- (4) Dado que la mayoría de fondos de inversión están vinculados a entidades de crédito no existe una desintermediación pura, entendida ésta como el acceso directo del demandante de fondos al oferente de los mismos sin la intervención de una entidad crediticia. Ver GONZALEZ MOSQUERA, L.M., 1995, págs. 76-77.
- (5) ARASA, C., 1993, pág. 2614.
- (6) Ver también GONZALEZ MOSQUERA, L.M., 1995.
- (7) CONTRERAS, C., 1993, pág. 254.
- (8) Este modelo puede verse en CONTRERAS, C., 1993, págs. 255-256.
- (9) Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 184.
- (10) Los recursos ajenos de los bancos han disminuido 556.000 millones de pesetas en los cinco primeros meses de 1996.
- (11) GARCIA VAQUERO, V. y MAZA, L.A., 1994, analizan el efecto de los fondos de inversión sobre los mercados de valores.

- (12) Una de las ventajas de los fondos de inversión es la posibilidad que ofrecen a los pequeños inversores de acceder a los valores del Estado desde cantidades mucho más reducidas que las que supondría la adquisición directa de un título de estas características, por ejemplo, una letra del Tesoro que requiere una inversión cercana al millón de pesetas.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARASA, C. (1993): *Sobre el significado del crecimiento de los fondos de inversión*, Boletín Económico ICE nº. 2384, 27 de septiembre-3 de octubre, págs. 2613-2615.
- CONTRERAS, C. (1993): *Un balance de la guerra de los fondos de inversión*, Papeles de Economía Española, nº. 54, págs. 246-266.
- GARCIA VAQUERO, V. y MAZA, L.A. (1994): *Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993*, Boletín Económico Banco de España, marzo, págs. 15-29.
- GONZALEZ MOSQUERA, L.M. (1995): *Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito*, Boletín Económico Banco de España, julio-agosto, págs. 69-86.
- GUAL, J. (1994): *La racionalización del sector bancario en España*, Fundación BBV. Colección Documenta.
- INFORMES ANUALES CNMV, años 1991 a 1995.
- LASSALA, C. (1996): *El desarrollo de los fondos de inversión. Implicaciones para las entidades de crédito*, Comunicación presentada en el X Congreso Nacional de AEDEM en Granada (11 a 14 de junio).
- RAMOS GASCON, F.J. (1993): *El desarrollo de los fondos de inversión. Influencia de su régimen fiscal*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, abril-junio, págs. 505-515.
- REAL DECRETO-LEY 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica. (BOE de 8 de junio).



CUADRO 1. EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO SEGÚN GRUPO FINANCIERO

	1991		1992		1993		1994		1995	
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM
Núm. Fondos (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Cajas...	18,3	31,8	18,1	29,2	19,3	30,8	20,8	31,9	20,4	30,5
Bancos..	47,0	50,0	46,6	53,8	45,1	50,8	44,9	49,3	46,0	50,6
SV.....	13,3	9,1	13,7	8,5	15,0	10,0	13,1	9,4	13,6	7,8
AV.....	2,5	2,3	1,6	1,9	4,5	3,1	4,7	2,2	5,5	2,0
C.Segur.	4,6	2,3	4,0	2,8	4,8	3,1	4,7	2,9	4,3	3,3
Otros...	14,4	4,6	15,9	3,8	11,3	2,3	11,8	4,4	10,2	5,8
Patrimonio (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Cajas...	27,4	34,9	27,8	27,3	27,0	28,8	28,8	28,8	29,7	28,6
Bancos..	56,2	59,9	57,5	68,3	59,1	66,3	56,5	66,0	54,5	66,0
SV.....	6,0	3,5	5,6	2,9	5,5	2,4	5,6	2,2	5,7	2,1
AV.....	1,0	0,6	0,7	0,5	1,4	0,6	1,1	0,5	1,5	0,5
C.Segur.	4,9	0,5	4,6	0,6	4,2	0,6	5,0	0,5	5,8	0,8
Otros...	4,6	0,6	3,8	0,4	2,8	1,2	3,0	1,9	2,8	2,0
Participes (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Cajas...	38,6	52,1	26,8	38,7	27,0	38,2	26,8	37,0	27,6	35,5
Bancos..	54,6	43,1	65,9	56,9	64,8	56,3	64,2	56,8	62,6	57,2
SV.....	3,0	3,2	3,3	2,7	3,7	2,3	3,7	2,2	3,5	2,1
AV.....	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,7	0,4
C.Segur.	1,8	1,0	2,1	1,1	2,1	1,1	2,7	1,0	3,1	0,9
Otros...	1,4	0,2	1,4	0,2	1,9	1,5	2,1	2,6	2,5	4,0
Participación media* (en millones de pesetas)										
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM
Cajas...	2,0	2,7	3,5	3,0	3,9	3,3	3,9	3,4	4,2	3,5
Bancos..	3,0	5,7	2,9	5,1	3,5	5,1	3,2	5,1	3,4	5,0
SV.....	5,7	4,5	5,6	4,6	5,7	4,4	5,5	4,4	6,4	4,5
AV.....	4,8	6,6	5,5	5,0	9,4	5,1	7,5	5,0	8,5	5,5
C.Segur.	7,7	2,0	7,2	2,2	7,6	2,3	6,8	2,4	7,2	4,2
Total...	2,9	4,1	3,3	4,2	3,8	4,3	3,7	4,4	3,9	4,3

\* Patrimonio del fondo/Número de participes.

SV: Sociedades de Valores; AV: Agencias de Valores;

C. Segur.: Compañías de Seguros.

Fuente: Informes anuales de la CNMV, 1991 a 1995, y elaboración propia.

CUADRO 2. RELACIÓN (\*\*) ENTRE PATRIMONIO DE LOS FONDOS (\*)

	BANCOS	CAJAS	TOTAL
1990 DIC.....	3,40	3,16	3,29
1991 MAR.....	4,25	3,72	4,00
JUN.....	6,24	4,80	5,56
SEP.....	7,96	5,87	6,99
DIC.....	11,68	7,18	9,58
1992 MAR.....	16,20	8,04	12,44
JUN.....	17,88	8,81	13,68
SEP.....	18,26	9,00	13,95
DIC.....	18,36	9,00	13,95
1993 MAR.....	19,29	9,92	14,89
JUN.....	20,07	10,57	15,63
SEP.....	22,55	11,42	17,32
DIC.....	25,62	12,65	19,46
1994 MAR.....	29,75	14,11	22,16
JUN.....	28,32	13,59	21,15
SEP.....	27,91	13,45	20,83
DIC.....	26,49	12,92	19,84
1995 MAR.....	25,62	12,67	19,33
JUN.....	25,27	12,42	19,02
SEP.....	25,56	12,91	19,41
DIC.....	26,56	13,24	20,05

(\*) Administrados por gestoras pertenecientes a los grupos financieros de bancos y cajas de ahorros, respectivamente.

(\*\*) Los porcentajes representan la proporción del patrimonio de los fondos sobre la suma de éste y los depósitos.

Fuente: Informe anual CNMV, 1994, pág. 174 y 1995, pág. 187.