

---

# OPINIONES

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying most of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.



# LA INVERSION COLECTIVA: UNA ASIGNATURA PENDIENTE

Angel BOIXADOS  
Periodista

## INTRODUCCION

La inversión colectiva sigue siendo una de las asignaturas pendientes de los mercados financieros españoles. Los fondos de pensiones empresariales, y sobre todo los distintos fondos que se articulan en torno a los FIAMM (fondos de inversión en activos del mercado monetario), los FIM (fondos de inversión mobiliaria) y, en menor medida, alrededor de las SIM (sociedades de inversión mobiliaria) y las SIMCAV (sociedades de inversión mobiliaria de capital variable) continúan jugando un papel menor en el conjunto de los distintos segmentos del gran mercado español de capitales.

Los expertos y, en general, el conjunto de los profesionales que desarrollan su actividad en torno a los valores de renta variable, o a los diferentes tipos de activos de renta fija, aluden históricamente al papel beneficioso que para el conjunto de los mercados de capitales jugaría un sector de inversión colectiva potente.

Los especialistas se refieren constantemente a las consecuencias positivas más directas que se obtendrían si las instituciones de inversión colectiva lograran hacerse, de forma progresiva, con una cuota cada vez más amplia de participación de los inversores.

Entre los puntos más señalados y sobre los que existe una mayor coincidencia estarían, por una parte, una mayor estabilidad en los flujos de inversión, una potenciación del nivel de ahorro del país y una gestión profesionalizada de las carteras que sepa hacer frente sin estridencias a las rupturas puntuales de los mercados. Por otra parte, no pueden olvidarse otros efectos muy beneficiosos, como el alargamiento de los plazos de financiación para los emisores, junto con la contribución al desarrollo de un mercado secundario eficaz y transparente de negociación con activos de renta fija,

y la mayor presencia de inversores en torno a los instrumentos derivados de cobertura.

¿Por qué ha sido imposible hasta la fecha lograr la consolidación definitiva de estos instrumentos de inversión colectiva? Para contestar a esta pregunta habría que repasar, de entrada, la historia reciente de los mercados financieros españoles.

En principio, el desarrollo inicial de los fondos de inversión de renta variable, que conocieron un auge espectacular en la primera mitad de la década de los setenta, se vio truncado por el derrumbe de la Bolsa española registrado a mediados de la década de los setenta. Las pérdidas de los partícipes, acostumbrados a una cascada continua de plusvalías, provocaron una retirada masiva de los inversores y coartaron el futuro de los fondos de inversión en los años posteriores.

Junto a esta situación histórica de ruptura de los mercados, los expertos señalan otros factores negativos. El primero sería una fiscalidad complicada y prácticamente negativa, que en ningún caso contempló un sistema de bonificación para los ahorradores que eligieran esta vía de inversión estable en el tiempo. El segundo gran punto se situaría en el escaso o nulo interés de las grandes instituciones financieras españolas por comercializar de forma activa estos productos entre su base de clientes, dados los escasos márgenes de ingresos que produce la gestión de los fondos de inversión comparándolos con los márgenes de intermediación que se consiguen como consecuencia de la gestión de recursos ajenos a bajo coste; situación ésta que ha dejado de estar vigente desde hace año y medio, pero que ha sido la gran baza con la que han contado las entidades financieras en el pasado.

Estos dos últimos puntos que han limitado el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva pueden no ser tan ciertos en la actualidad. De

entrada, la fiscalidad se ha simplificado de forma notable, a la vez que parte de un principio de estricta neutralidad. De forma paralela, por imperativos de la competencia, las grandes instituciones financieras del país, si bien no comercializan de forma muy activa los distintos fondos de inversión que han constituido, sí que los tienen prestos para ofrecerlos a cualquier cliente que solicite este tipo de productos, con el fin de evitar que vaya a buscarlos a una entidad competidora.

### **INCREMENTO DE LAS CARTERAS Y DE LOS PARTICIPES**

---

En el último ejercicio completo, al igual que había venido sucediendo en años anteriores, las instituciones de inversión colectiva (IIC) experimentaron un importante crecimiento en sus cifras, tanto en lo referido al número de instituciones registradas como al volumen de las inversiones que canalizan y al número de participes integrados en ellas.

Al término de 1990, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tenía inscritas en su registro un total de 550 IIC, lo que supone un incremento notable con respecto al cierre del año anterior: del 17 por 100 en términos porcentuales o de 80 IIC en números absolutos. A estas cifras habría que añadir un total de 133 IIC que habían solicitado formalmente ser inscritas como tales en el registro de la CNMV al término de 1990. De forma paralela a este incremento del número de IIC, las sociedades gestoras inscritas al cierre de 1990 ascendían a 202, lo que, a su vez, representa un incremento del 21 por 100 en términos porcentuales con respecto al cierre de 1989.

En el ámbito patrimonial, el desarrollo de esta fórmula de inversión permitió un crecimiento de los recursos administrados del 28 por 100 en 1990 frente al año anterior, lo que supone un incremento superior al experimentado entre 1988 y 1989, que ascendió al 17 por 100. Merced a estos aumentos de las carteras gestionadas por los cuatro tipos de IIC existentes, el patrimonio global ascendía, al término de 1990, a 1.502.513 millones de pesetas. Una cifra esta que, aun siendo elevada, se aparta de los niveles alcanzados por las IIC en otros mercados europeos, como podría ser el caso del de Francia, muy inflado por la presencia de los SICAV, y de los del Reino Unido o Alemania. No hay que olvidar, a este respecto, que el patrimonio global de los fondos de inversión en España representa algo más del 2 por 100 del total europeo.

Este incremento observado en 1990 del número

de IIC y de la cartera global gestionada por estas instituciones se ha reflejado también en un aumento del número de usuarios, aunque algo más modesto. En términos porcentuales, el incremento del número de participes en el período comprendido entre el final de 1989 y el término de 1990 ha sido tan sólo del 3,47 por 100, ascendiendo éstos a 570.000. Estos últimos datos merecen una consideración especial. Aunque el incremento de los clientes de las IIC haya sido modesto a lo largo del ejercicio anterior, lo cierto es que supone una importante recuperación con respecto a lo observado en 1989, año en el que el número de participes descendió el 1,84 por 100.

### **NETO DOMINIO DE FIM Y FIAMM**

---

En número de instituciones, de los cuatro tipos de IIC existentes, las sociedades de inversión mobiliaria (SIM) representaban, al término de 1990, el 49 por 100 del total; los fondos de inversión mobiliaria (FIM), el 37 por 100; los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), el 11 por 100, y las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV), el 1 por 100.

En lo referido al volumen de inversión de las IIC, los FIAMM por sí solos concentran el 41 por 100 del total, seguidos de los FIM, con el 36 por 100, y de las SIM, con el 21 por 100, mientras que las SIMCAV canalizan un volumen puramente testimonial del 0,98 por 100 del total de la cartera invertida en las IIC.

Como este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* está dedicado a los nuevos fondos de inversión en valores del Tesoro, los Fondtesoro, es importante centrarse en el entorno estadístico de los FIM y los FIAMM en un año como 1990, en el que se produjeron variaciones muy importantes. La primera de ellas vendría dada por el diferente comportamiento que han experimentado este tipo de fondos de inversión. La segunda estaría provocada por la iniciativa del Tesoro Público de poner en marcha los nuevos Fondtesoro a partir de la segunda mitad de 1990.

### **DESARROLLO COYUNTURAL DE LOS FIAMM**

---

En el apartado de los usuarios de estos dos tipos de fondos, se ha observado, a lo largo de 1990, un desarrollo importante de la base de participes en los FIAMM (es decir, de los fondos en los que la cartera de activos se nutre básicamente de títu-

los a corto plazo) y una caída significativa del número de inversores en los FIM (cuyos activos son a medio y largo plazo), que tiene asimismo su reflejo en la evolución de las carteras gestionadas por ambos tipos de fondos de inversión. Al término de 1990, el número de partícipes en los FIAMM ascendía a 193.800, lo que supone un incremento del 85,9 por 100 con respecto a 1989. Con los FIM la evolución ha sido inversa, descendiendo hasta 376.200 el número de partícipes al finalizar el ejercicio de 1990, lo que supone una caída del 15,7 por 100.

Este movimiento en sentido contrario, según el tipo de fondo, que se vio a lo largo de 1990 en el apartado de los partícipes, también tuvo su reflejo en lo que atañe a la evolución del volumen de inversiones. Mientras que éstas crecieron espectacularmente en los FIAMM —un 88,2 por 100, hasta totalizar 619.722 millones de pesetas el 31 de diciembre de 1990—, en los FIM el incremento fue muy ligero —de 2.255 millones de pesetas—, totalizando al término del año 1990 un patrimonio de 542.812 millones de pesetas.

Esta evolución tan distinta, y a primera vista muy sorprendente, tiene dos explicaciones totalmente coyunturales.

En primer término, la evolución de los tipos de interés españoles y las fuertes tensiones monetarias que caracterizaron el entorno de los mercados financieros en 1990 provocaron una oferta de rentabilidades espectaculares en los activos emitidos en los plazos de vencimiento más cortos. Las letras del Tesoro se emitieron, a lo largo de buena parte de 1990, con un interés marginal del 14,517 por 100 —base trescientos sesenta y cinco días—, mientras que, de forma paralela, a través de los pagarés de empresa y de las operaciones *repo* de deuda pública a corto plazo, se pudieron conseguir unos tipos espectacularmente elevados. Aunque esta situación tuvo su traslado a las rentabilidades de los activos a medio y largo plazo, el señuelo de unos tipos a corto plazo muy interesantes redundó en un mayor atractivo coyuntural de los FIAMM, en detrimento de los FIM.

En segundo término, la denominada «guerra del pasivo», en la que estuvieron inmersas las entidades de depósito a lo largo del año pasado, provocó la aparición de muchos FIAMM. A través de este tipo de fondos, se pudo fidelizar a la clientela con un producto que ofrecía, como mínimo, la misma rentabilidad que las supercuentas, con la ventaja para la entidad que lo comercializase de no plantear el problema de la cobertura de coeficientes.

Entrando en el apartado específico de los FIM,

se vio, a lo largo de 1990, un incremento de la participación media en pesetas de cada usuario respecto al año anterior, que pasó de 1,21 millones a 1,44 millones de pesetas. Por ello, no es aventurado afirmar que el descenso experimentado en el número de usuarios —del 15,79 por 100 de un año a otro, hasta 376.165 partícipes— se explicaría por el abandono de muchos inversores con participaciones reducidas.

Por instituciones, al término de 1990, los bancos, con el 54,1 por 100 de los partícipes y el 48,4 por 100 del patrimonio total, son los que tienen un mayor volumen de participación en la comercialización de estos fondos. Les siguen el grupo de las cajas, con el 39,2 por 100 de los partícipes y el 25,2 por 100 del patrimonio total, y las sociedades de valores, con el 3,2 por 100 de los inversores y el 8,8 por 100 de la cartera total. Sin embargo, se observa entre 1989 y 1990 una pérdida de posiciones —sobre todo relativa y, en menor medida, absoluta— de la banca y de las cajas en beneficio de las sociedades de valores, fenómeno lógico, dada la reciente aparición de estas últimas en la escena financiera.

En cuanto a la distribución del patrimonio de los FIM, se produjo en 1990 un cierto desplazamiento de las inversiones hacia activos de renta fija privada y valores del Tesoro. Al cierre del último ejercicio completo, los valores del Tesoro representaban el 60,4 por 100 de la cartera invertida, y las obligaciones un 14,47 por 100, frente al 8,94 por 100 de las acciones cotizadas. El 30 por 100 de los FIM concentraron toda su cartera en renta fija, y el 31 por 100 invirtieron más del 75 por 100 de su patrimonio en estos activos, mientras que un 12 por 100 de ellos enfocaron su cartera básicamente hacia la toma de acciones de renta variable.

En lo que se refiere a los FIAMM, las cajas de ahorros, con el 64,7 por 100 de los partícipes y el 49,7 por 100 del total del patrimonio al término de 1990, constituyen el grupo de entidades que domina su comercialización. A lo largo de 1990, las cajas incrementaron el número de partícipes en un 100 por 100, y el patrimonio de los FIAMM, que gestionan, en un 65 por 100. Los bancos, partiendo de cotas algo más bajas al cierre de 1989 —el 24,8 por 100 de los inversores y el 42,6 por 100 de la cartera total—, hicieron a lo largo de 1990 un notable esfuerzo de comercialización de sus FIAMM, que se tradujo en un incremento del 55 por 100 en los partícipes y del 100 por 100 en los fondos gestionados.

En este apartado, existe una gran diferencia entre el crecimiento experimentado por los FIAMM

comercializados por las cajas de ahorros y los que ofrecían las instituciones bancarias. El incremento porcentual de la cartera total de FIAMM gestionados por los bancos fue superior al crecimiento relativo del patrimonio de los FIAMM de las cajas de ahorros. Por contra, en el apartado de las cajas se registró un aumento relativo de los partícipes muy superior al que se observó a lo largo de todo el ejercicio anterior en lo que se refiere a los usuarios de estos productos comercializados por los bancos.

Por tanto, no es aventurado concluir que bancos y cajas comercializan sus FIAMM entre segmentos de clientela muy distintos. Al término de 1990, la participación media en pesetas de los partícipes era del 5,3 millones de pesetas en el grupo bancario y de 2,3 millones de pesetas en lo referido a los FIAMM de las cajas. En 1989, en el caso de los bancos la participación media era ligeramente superior a los 4 millones, mientras que en el apartado de las cajas ésta era de 2,8 millones de pesetas.

## LOS NUEVOS FONDTESORO

---

A lo largo del año 1990, se registró una importante novedad en el apartado de la inversión colectiva con la puesta en marcha de los nuevos fondos de inversión en valores del Tesoro, denominados Fondtesoro. Este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* se dedica a estos nuevos fondos que está poniendo en marcha la Dirección General del Tesoro en colaboración con diversos intermediarios, que han suscrito los convenios de colaboración para la comercialización de estos productos.

Es aún un poco pronto para hablar del entorno estadístico de los Fondtesoro y de las IIC que los gestionan y comercializan. Los primeros Fondtesoro vieron la luz en la segunda mitad de 1990, y aunque su desarrollo haya sido muy notable, su peso en el conjunto de la inversión colectiva es aún muy modesto.

Mediante la Orden Ministerial de 7 de junio de 1990, sobre «convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado», se abrió la posibilidad a las instituciones de inversión colectiva de suscribir convenios para la creación de Fondtesoro.

De inmediato se constituyeron diez Fondtesoro FIM y ocho Fondtesoro FIAMM, que acabaron el año 1990 con una cartera invertida conjunta de 28.410 millones de pesetas. Una cifra ésta testimonial comparándola con el total de las carteras de

las IIC al término de 1990, pero importante si se tiene en cuenta que los primeros Fondtesoro se constituyeron a partir de mediados de junio de dicho año.

Por tipos de Fondtesoro, se vio a lo largo del ejercicio de 1990 un mayor desarrollo de los FIAMM, que cerraron el año con una cartera invertida de 15.890 millones de pesetas, lo que representó el 56 por 100 del total de los fondos invertidos en Fondtesoro. El 46 por 100 restante, 12.520 millones de pesetas en total, estaban invertidos en Fondtesoro FIM.

Este mayor predominio de los Fondtesoro FIAMM, que se ha roto en 1991, puede tener su origen en la situación coyuntural que atravesaron los mercados monetarios a lo largo de 1990. Los tipos de interés del dinero y de los activos, tanto estatales como privados, se mantuvieron en niveles muy elevados a lo largo de todo el ejercicio. El señuelo de unas rentabilidades nominales en los plazos cortos superiores a las que ofrecían los activos a medio y largo plazo provocó un desplazamiento muy ostensible de la inversión hacia los títulos con amortizaciones no superiores al año.

Esta reacción generalizada de los inversores tuvo un claro reflejo en lo referido a los valores del Tesoro. Las tomas de letras fueron netamente superiores a las compras de deuda (bonos u obligaciones). Ello por dos motivos. De una parte, la inversión se volcó mayoritariamente en los plazos cortos. De otra, hasta este año de 1991, con la excepción de los bonos a tres años, tanto las obligaciones como los bonos a cinco años han jugado un papel residual en las carteras institucionales.

## DESARROLLO DE LOS FIM

---

Esta situación ha experimentado un cambio muy sustancial en lo que llevamos de año, al registrarse unos incrementos muy notables tanto en el total de los fondos invertidos en Fondtesoro como en las carteras de los Fondtesoro FIM.

Al término del mes de mayo de 1991, el total de las carteras invertidas en los Fondtesoro FIM y FIAMM se situaba en 94.127 millones de pesetas. Este incremento representa un avance, con respecto a las cifras de final de 1990, del 331,31 por 100 en términos porcentuales, o de 66.717 millones de pesetas en cifras absolutas. Dicho de otra forma, en los cinco primeros meses de 1991 se ha triplicado la inversión en Fondtesoro.

Al margen del incremento del total de las carteras

de Fondtesoro, se ha visto un desplazamiento muy notable de los inversores desde los FIAMM hacia los FIM, que se han hecho con una posición dominante en el reparto de los Fondtesoro.

Esta reacción de los FIM, que al término de mayo, y con 61.969 millones de pesetas, abarcan el 65 por 100 del total de los fondos invertidos en Fondtesoro, frente al 46 por 100 del final de 1990, obedece a dos grandes razones.

En primer lugar, los mercados monetarios han vivido en este ejercicio, desde el mes de febrero, un proceso de caídas sucesivas de los tipos de interés oficiales y, por ende, de las rentabilidades primarias de los valores del Tesoro. Esta circunstancia restó atractivo a la inversión a corto plazo, a la vez que potenció las oportunidades de realizar plusvalías importantes con las posiciones tomadas en activos a medio y largo plazo. De forma paralela, la tendencia bajista de los tipos de interés provocó que muchos inversores, fuera ya de la pura negociación especulativa, tomasen activos a medio y largo plazo con el objetivo de asegurarse las rentabilidades.

En segundo término, y como consecuencia de la evolución de los tipos de interés españoles a lo largo de los primeros meses de 1991, se produjo un cambio sustancial en el comportamiento de los inversores a la hora de tomar valores del Tesoro. Los bonos del Estado a tres años se consolidaron en las carteras de los inversores, mientras que las obligaciones a diez años, y sobre todo los bonos a cinco años, dejaron de jugar un papel residual en la financiación interior del Tesoro. Las emisiones de bonos a cinco años y de obligaciones a diez años fueron adquiriendo desde enero de 1991 una mayor profundidad, ganando por tanto en liquidez. Los inversores extranjeros se mostraron muy activos en la toma de estos valores, al igual que los inversores no residentes, que fueron integrando en sus carteras las obligaciones y, sobre todo, los bonos a cinco años.

Estos dos grandes factores explican, en buena medida, el gran incremento que han conocido las carteras de los Fondtesoro FIM a lo largo de este ejercicio, pasando de los 12.520 millones de pesetas de finales de 1990 a 61.969 millones al término de mayo de 1991.

Este sustancial incremento de las carteras de los Fondtesoro FIM desdibuja el fuerte desarrollo que han conocido también en el presente ejercicio los

Fondtesoro FIAMM. En sólo cinco meses se han doblado las participaciones de estos últimos, que han pasado desde los 15.890 millones de pesetas invertidos al término de 1990 a los 35.158 millones de finales de mayo de 1991.

De todas formas, detrás de estas cifras espectaculares en términos de crecimientos relativos de ambos instrumentos, los de deuda a corto y los de medio y largo plazo, es preciso matizar adecuadamente, para no correr el riesgo de triunfalismos excesivos o desmedidos, la importancia relativa del *stock* de deuda canalizado hoy en día por los Fondtesoro. Si bien su aparición en el mercado es muy reciente y los plazos de tiempo de que han dispuesto sus promotores para organizar redes comerciales y de distribución entre los inversores finales han sido escasos, conviene no perder de vista que el volumen de deuda canalizado a través de los actuales Fondtesoro apenas representa menos de un modestísimo 1 por 100 de la deuda pública en circulación. Se podría argumentar que el potencial de expansión de los fondos canalizados a través de los Fondtesoro es impresionante. Lo mismo sucede con las restantes fórmulas de inversión colectiva, en las que, tras crecimientos muy rápidos en los inicios de su comercialización, se alcanzan con relativa prontitud unos niveles de cobertura determinados que suelen tener un peso prácticamente simbólico en relación con la capitalización de los diversos segmentos de los mercados financieros. Tal sucede con la renta fija o con la renta variable, mercados en los que la presencia de instituciones de inversión colectiva suele ser testimonial en la mayor parte de las ocasiones.

Esta constante histórica, que pone de relieve la escasa fe aparente de los inversores españoles en los mecanismos de inversión colectiva y profesionalizada, tiene una oportunidad de ruptura en el caso de los Fondtesoro. Quizá el hecho de que el mercado de deuda pública esté, por lo general, más profesionalizado que el resto de los mercados y más cerrado al inversor particular, por sus características de contratación, constituya una oportunidad de mayor presencia de las instituciones de inversión colectiva como mecanismo intermedio de canalización del ahorro hacia estos activos financieros emitidos por el Estado. Posiblemente, la tendencia actual de los tipos de interés a la baja sea un escenario adecuado para medir el dinamismo potencial de estos instrumentos de ahorro colectivo.



Manuel CONTHE  
Director General del Tesoro

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Existen probablemente varias razones, y no sólo una. La fundamental ha sido el peso tradicional de las entidades de depósito (es decir, bancos y cajas) dentro del sistema financiero español, lo que, al igual que en Alemania, Italia y otros muchos países con un esquema de «banca universal», se ha traducido históricamente en un escaso desarrollo del mercado de valores y, por ende, en la escasa relevancia de las instituciones de inversión colectiva. A este predominio financiero de las entidades de depósito debe añadirse que, tradicionalmente, la escasa competencia entre ellas se orientó hacia la expansión de la red de oficinas más que hacia la mejor retribución del ahorro. De ahí que las entidades de depósito no tuvieran especial interés en promocionar activamente los fondos de inversión por ellas gestionados.

Por otro lado, durante muchos años ha sido insuficiente el grado de supervisión a que estaban sometidas las instituciones de inversión colectiva, que a menudo atendían más al beneficio de la entidad financiera que las gestionaba que al de los partícipes.

Todo lo anterior ha producido en muchos ahorradores españoles una actitud de desconocimiento, de una parte, y de desconfianza, de otra. Si a ello añadimos que, para desgracia de muchos partícipes, la difusión de los fondos de inversión en España se produjo en una década, la de los setenta, de evolución a la baja de los índices bursátiles, cabe explicarse el escaso desarrollo, hasta ahora, de este tipo de instituciones.

Debe señalarse, no obstante, que las causas que justificaron este escaso desarrollo han desaparecido ya en su práctica totalidad. De una parte, existe ya en España un altísimo grado de competencia en el mercado de los servicios de inversión, en el que concurren, además de las entidades de depósito, otras entidades de crédito (entidades de *leasing*, entidades de crédito oficial, etc.), emisores privados, emisores públicos (incluido, sin duda, el Tesoro Público), etc. De otra parte, la Ley del Mercado de Valores y el reciente Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva han potenciado el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como supervisora de las instituciones de inversión colectiva, aspecto clave para que éstas actúen con profesionalidad e independencia en beneficio exclusivo de sus partícipes.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—El desarrollo de las instituciones de inversión colectiva constituye una de las más claras manifestaciones del fenómeno de la «desintermediación», y produce los efectos beneficiosos de ésta: amplía la gama de instrumentos accesibles al inversor final, lo que eleva la retribución de su ahorro; diversifica la base de inversores a la que pueden apelar directamente los emisores de valores, y constriñe al nivel de lo razonable el margen de intermediación financiera de las entidades de crédito.

Además, obliga a extremar los requisitos de información y transparencia de los emisores de valores, ya que unas instituciones de inversión colectiva genuinamente independientes necesitan esa información como pieza esencial para su toma de decisiones. Es más, el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva puede incluso dar pie a la aparición de entidades especializadas de evaluación, *rating*, factores todos que facilitan una eficiente formación de precios en el mercado.

—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—Ya se dan en España las condiciones que jus-

tifican un mayor desarrollo de las instituciones de inversión colectiva; se trata únicamente de vencer, poco a poco, las inercias históricas a las que antes he hecho referencia. A este respecto, resultaría útil que las sociedades gestoras realizaran un esfuerzo de explicación y de comercialización acorde con las ventajas que supone para el inversor individual utilizar este instrumento: el elevado grado de liquidez de las participaciones, su favorable régimen fiscal y una gestión diversificada y profesional de la inversión, con unos costes a menudo módicos.

El marco legislativo y fiscal aplicable a estas instituciones es, pues, suficientemente atractivo como para que una parte considerable de la inversión financiera de los particulares se canalice a través de ellas. De hecho, existen ya claros ejemplos de que, cuando media un esfuerzo de venta mínimamente serio, estas instituciones se desarrollan con rapidez; aparte del caso de los Fondtesoro, se ha producido ya un notable desarrollo de fondos de inversión en activos del mercado monetario, especialmente de aquellos gestionados por sociedades vinculadas a entidades de depósito, que han visto en ellos un espléndido sustitutivo de las cuentas de alta remuneración.

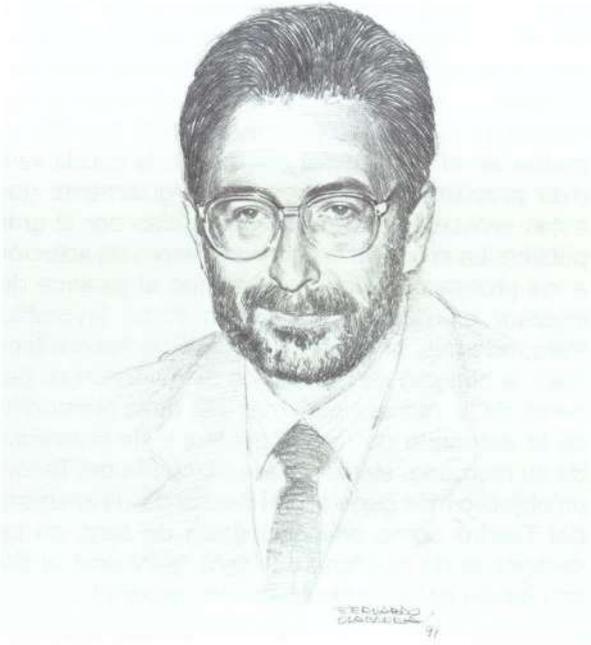
*—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?*

—No sorprenderá que afirme que la idea teórica de los Fondtesoro me parece buena. Más relevante es acaso que diga que la experiencia práctica acumulada con estos fondos en el corto espacio de tiempo que llevan en funcionamiento es muy favorable, mereciendo el calificativo de extraordinaria en el caso de los fondos gestionados por algunas sociedades gestoras vinculadas a sociedades y agencias de valores.

La aparición de instituciones de inversión colectiva del tipo Fondtesoro era una necesidad para el mercado español de deuda, una de cuyas debilidades ha sido, hasta fecha muy reciente, la ausencia de un segmento líquido a medio y largo plazo. Por otra parte, la segmentación del mercado minorista y el grado de clientelismo en torno a las entidades gestoras que el sistema de anotaciones en cuenta impone a los inversores finales de pequeña cuantía han dificultado la transparencia y disminuido el grado de competencia, con lo cual la brecha abierta entre los tipos pagados por el Tesoro y los tipos recibidos por los pequeños inversores ha sido, en algunos casos, manifiestamente excesiva.

Por otro lado, la convicción de que el grado de liquidez de la inversión en deuda era relativamente

bajo ha alejado a los inversores particulares de la toma de posiciones a vencimiento a medio y largo plazo. Es cierto que un conocedor del mercado de deuda podría decir que siempre ha sido posible encontrar entidades gestoras o intermediarios dispuestos a recomprar de forma inmediata y con márgenes muy reducidos, en relación con los vigentes en el mercado al por mayor, la deuda vendida previamente, pero es cierto igualmente que estas entidades eran poco conocidas por el gran público. La iniciativa de los Fondtesoro da solución a los problemas expuestos y pone al alcance del inversor en deuda un régimen fiscal favorable. Pero, además, la iniciativa de los Fondtesoro facilitará la difusión de los fondos de inversión en general; de tal manera que, más allá de la promoción de la demanda de deuda pública y de la mejoría de su mercado, existe en esa campaña del Tesoro un objetivo más general que desborda los intereses del Tesoro como emisor y entra de lleno en las decisiones de política financiera relativas a la potenciación del sistema financiero español.



José PEREZ

Director General del Banco de España

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Sin duda, es un entramado de razones el que explica este escaso desarrollo de la inversión colectiva en España; razones desde el lado de la demanda y desde el lado de la oferta, mediatizadas por excesos de regulación y relacionadas entre sí mediante nexos causales difíciles de establecer. Así, se ha insistido con frecuencia en la debilidad de la inversión institucional como causa fundamental de la falta de profundidad y amplitud de los mercados de valores españoles, pero del mismo modo puede señalarse que, en un mundo con fuertes controles de cambios, la estrechez y la falta de profundidad de estos mercados contribuye a explicar, en gran medida, el poco peso de la inversión colectiva en España.

La carencia de mercados de renta fija y la estrechez del mercado de renta variable han hecho que los mercados de valores españoles se hayan mostrado incapaces de absorber en el pasado la nueva financiación que los fondos y las sociedades de inversión canalizaban. Esto potenció, en ocasiones, una inflación altamente especulativa de las cotizaciones, que forzosamente acababa por esta-

llar con graves consecuencias; por un lado, para los últimos inversores llegados o para los menos ágiles y, por otro, para la propia estabilidad de los mercados, ante los atisbos de pánico. Esto, unido a la larga crisis bursátil que siguió a la caída de las cotizaciones en el año 1974, ayuda a explicar que, pese al último auge registrado, tan sólo el 5 por 100 del patrimonio de los fondos de inversión esté invertido en acciones en la actualidad.

A esta experiencia de mal funcionamiento de los fondos y sociedades de inversión se ha sumado un tratamiento fiscal comparativamente desfavorable hasta fechas muy recientes; sólo los fondos de pensiones, cuya creación ha sido muy tardía, han gozado de un tratamiento fiscal relativamente favorable, aun cuando con el lastre de su falta de liquidez. Y todo ello, rentabilidad y liquidez escasas, explica una demanda muy débil, que sólo ahora comienza a recuperar pulso.

Por el lado de la oferta, ya he reseñado cómo un marco legal desfavorable para el desarrollo de los mercados de valores, una regulación excesiva y muy rígida de las instituciones de inversión colectiva y, finalmente, las restricciones del control de cambios son factores que han constreñido la gestión de estas instituciones y limitado las posibilidades de diversificación y estructuración adecuada de sus carteras. Ello ha contribuido probablemente a una baja capacidad de innovación; así, son escasos los fondos de inversión inmobiliaria, en materias primas o en capital riesgo, y no se han desarrollado suficientemente fórmulas ágiles que permitan al inversor, sin coste adicional y sin consecuencias fiscales, invertir y desinvertir en participaciones de distintos fondos de un mismo grupo, ajustando así su cartera rápidamente, desde renta fija a variable, o desde moneda nacional a moneda extranjera, o desde corto a largo plazo, o viceversa, en función de los cambios de expectativas.

La gestión ha sido, además, deficiente, y el escaso desarrollo de esta industria ha determinado unos costes de gestión muy elevados: fuertes comisiones de reembolso y altos costes de administración y depósito —superiores en ocasiones al 3 por 100— que no resisten comparación con otros países de mayor tradición en la inversión colectiva.

La escasa capitalización y el bajo desarrollo de las entidades especializadas en mercados de valores han determinado, por último, una dependencia excesiva de las entidades bancarias. Esto ha creado, de un lado, problemas de conflictos de intereses y ha mediatizado la gestión de cartera de las instituciones, con efectos muy graves sobre su rentabilidad, y, de otro lado, ha limitado su capacidad

de competencia. Esto explica en gran medida la falta de difusión de las ventajas y, en fin, de promoción y publicidad entre el público.

Todo ello, en suma, ha contribuido a la escasa tradición y desarrollo de la inversión colectiva en España; no obstante, la eliminación reciente de gran parte de estos obstáculos abre unas perspectivas muy distintas de desarrollo futuro.

*—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?*

—La ventaja fundamental de contar con un sector de inversión colectiva muy desarrollado es la de potenciar un mercado de valores de renta fija y variable amplio, profundo y eficiente. La interacción de ambos —mercados de valores e instituciones de inversión colectiva— otorga a los ahorradores la posibilidad de acceder a una gestión diversificada de sus carteras, y por consiguiente a una combinación óptima de rentabilidad y riesgo; y la atracción de fondos de ahorro a los mercados de valores que ello entraña contribuye a enriquecer las fuentes de financiación de las empresas, y favorece una asignación más eficiente de los recursos.

*—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?*

—En la enumeración que antes he hecho de los factores que han obstaculizado el crecimiento de la inversión colectiva en España está, en buena medida, la respuesta a esta pregunta. Como antes he señalado, el crecimiento de la inversión colectiva sólo puede ir al ritmo que le permita el desenvolvimiento general de los mercados de valores; así, una vez que éstos alcanzan unas ciertas condiciones de liquidez y desarrollo, es difícil imaginar que las entidades de inversión colectiva no aprovechen las oportunidades que les ofrecen, máxime cuando disponen de la flexibilidad necesaria. En este sentido, es evidente que el fuerte desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública ha proporcionado una base sólida para el crecimiento reciente de la inversión colectiva. No resulta, por ello, extraño que el patrimonio de los fondos de inversión en activos del mercado monetario haya superado recientemente al de los fondos de inversión tradicionales, y que la rápida expansión de éstos se haya apoyado, en buena medida, en la deuda pública.

Por tanto, desde el punto de vista de los estímulos externos, un factor clave para el desarrollo de la inversión colectiva en los próximos años va a

ser que la Ley de Mercado de Valores despliegue todas sus posibilidades, y que éstas vengán a sumarse a las que actualmente proporciona la liberalización de los movimientos de capital. A partir de ahí, el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva dependerá, en cierta medida, de un tratamiento fiscal adecuado y de la existencia de un marco normativo flexible que garantice la transparencia de la gestión. Y creo que tanto el nuevo tratamiento fiscal incluido en la Ley de Presupuestos de 1991 como el reciente reglamento favorecen ese desarrollo, aun cuando desde el lado fiscal restan algunos temas pendientes.

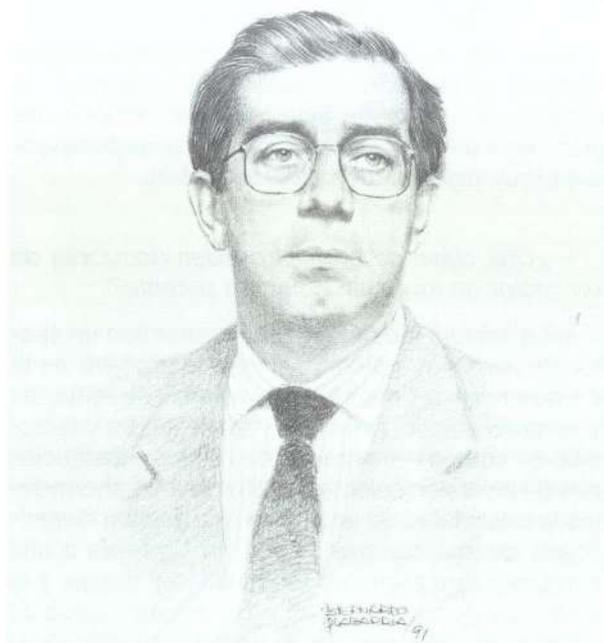
Puede decirse, por tanto, que el futuro de la inversión colectiva depende, fundamentalmente ahora, de una gestión eficiente de las instituciones, de una reducción de sus costes de funcionamiento, que permita un descenso de las comisiones y gastos de administración, y de un mayor esfuerzo de promoción y publicidad. En este sentido, conviene reseñar que los propios portavoces del sector, en su afán de mejoras normativas, han dibujado con frecuencia un panorama de la inversión colectiva excesivamente negro, que ha trascendido al gran público con efectos claramente negativos. La información de que disponen los ahorradores es, de otro lado, muy escasa, y, por ejemplo, no es suficientemente conocido que la rentabilidad de los fondos de inversión en activos del mercado monetario es muy superior a la de las denominadas «supercuentas».

*—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?*

—A pesar de lo antes expuesto, es evidente que la inversión colectiva no ha aprovechado todavía en España el potencial que le proporciona el desarrollo del mercado de deuda pública, y, a diferencia de lo que ocurre en otros países, en el nuestro los fondos de inversión y la inversión colectiva en general no han sido la principal vía de acceso de los particulares a la deuda del Estado, papel que ha correspondido al sistema bancario, fundamentalmente a través de las operaciones de compra-venta con pacto de recompra. Dos cifras significativas a este respecto son, en primer lugar, que, a finales de septiembre de 1990, las carteras de deuda de los fondos y sociedades de inversión alcanzaban 669.700 millones de pesetas, lo que equivalía al 8,7 por 100 de las cesiones temporales de deuda del sistema bancario; en segundo lugar, que la cifra de pagarés de empresa en poder de los fondos de inversión en activos de mercado monetario alcanzaba un importe similar a sus carteras

de deuda pública. No cabe duda de que la flexibilidad y eficacia mostrada por las operaciones con pacto de recompra constituyen un atractivo muy fuerte para ellas, pero también es cierto que la publicidad de las posibilidades que ofrecen los fondos de inversión es muy escasa, y su promoción, casi nula.

Por otra parte, es lógico que cualquier emisor intente diversificar al máximo los cauces de colocación de sus pasivos y, en particular, que trate de llegar a los ahorradores últimos con los menores costes de intermediación posible. A este intento responden tanto la creación de las cuentas abiertas de deuda en el Banco de España como la de los Fondosoro. Dado que para éstos la principal contraprestación que ofrece el Tesoro es la publicidad, creo que lo que se intenta, acertadamente, es sor-tear el muro de silencio, voluntario, que rodea las actuales posibilidades que ofrece la inversión colectiva en deuda pública a que antes me he referido.



---

José Luis MENDEZ

Director General de Caixa Galicia

---

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—El desarrollo de los fondos de inversión se basa, de un lado, en la existencia de un segmento amplio de ahorradores con una cultura financiera adecuada y, de otro, en el *marketing* y la venta del producto por redes de distribución suficientemente amplias y solventes. En mi opinión, existe un segmento de ahorradores propicios a invertir en fondos de inversión, especialmente en los de bajo riesgo, como lo prueba el auge de los fondos de dinero. Por el contrario, las redes de distribución más potentes, las de cajas y bancos, no han apostado todavía seriamente por este producto, siendo ésta, en último extremo, la causa fundamental del escaso desarrollo de los fondos por el momento.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—El principal y más importante, obviamente, es el ensanchamiento de nuestro mercado de capitales, con el consiguiente efecto beneficioso sobre la financiación del sector privado y del sector público. De otro lado, una gestión profesionalizada,

como la de los fondos de inversión, introduce un factor de racionalización en la asignación de los recursos financieros que es muy necesario en un sistema financiero moderno. Por último, no es nada desdeñable la vertiente sociológica del fenómeno, al permitir que un gran número de ahorradores accedan, de forma indirecta, a la propiedad de las empresas, consolidando lo que ha venido en llamarse capitalismo popular.

*—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?*

—El descenso del tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades, desde el 13 por 100 hasta el 1 por 100, a partir del 1 de enero de 1991 ha cubierto, al menos parcialmente, uno de los anhelos reclamados insistentemente como aspecto primordial para la popularización de estas instituciones.

Sin embargo, estimo que aún restan aspectos cuya asunción y regulación por las diversas instituciones oficiales deben ser objeto prioritario de cara al desarrollo pleno de los fondos, en línea con la regulación vigente en países con mercados financieros homologables al nuestro.

A tal efecto, considero fundamental un mejor tratamiento de las plusvalías fiscales, cuya regulación actual es claramente desfavorable para la filosofía de los fondos de inversión como instituciones dirigidas a inversores de medio y largo plazo. Un segundo aspecto es la regulación de los denominados fondos paraguas, posibilitando la inversión en las diversas modalidades de fondos existentes en el mercado en función de las necesidades del inversor y de la evolución de los mercados financieros. La posibilidad de que un inversor pase de un fondo a otro a voluntad, y sin coste fiscal alguno, supondría un avance importante para el desarrollo de dichas instituciones.

*—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?*

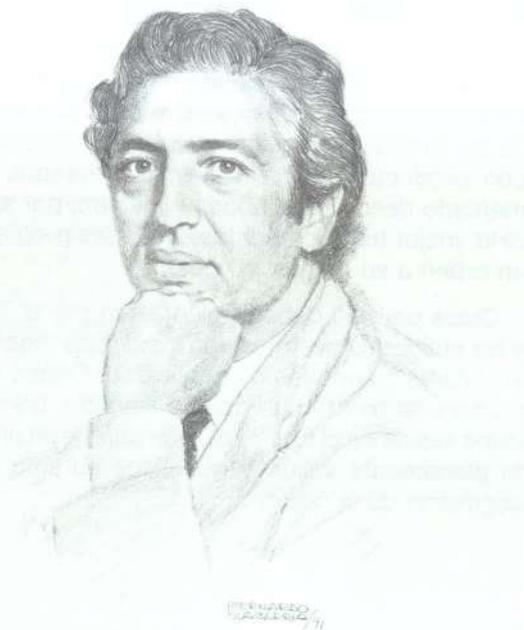
—Es aún pronto para efectuar una valoración de esta modalidad de fondos de inversión; por un lado, por el período tan reciente desde su creación y, por otro, por el período de tiempo necesario para poner en rodaje un producto de estas características.

Salvados estos aspectos, entiendo que es un producto válido y con futuro, ya que combina adecuadamente dos elementos básicos requeridos por el inversor pequeño y mediano; al atractivo de

las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública se añaden las ventajas inherentes a los fondos de inversión: liquidez plena y ventajas fiscales.

Ahora bien, como a todo producto de reciente implantación, hay que darle un tiempo para su desarrollo. Hay que pensar en que su crecimiento ha de ser gradual y paulatino, ya que ha de competir con productos muy similares implantados en el mercado desde hace años, y que son, por así decirlo, mejor tratados por las entidades propietarias en orden a su comercialización.

Quizá por ello debería plantearse por el Tesoro y las entidades gestoras una incidencia más fuerte en futuras campañas de publicidad. Estimo que la primera ha tenido un impacto limitado, pero conviene insistir en el futuro, porque parece un producto plenamente válido y que tiene su sitio en un segmento de la clientela.



José María GARCIA ALONSO

Consejero Delegado de Corporación Financiera Caja de Madrid

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—La comparación internacional refleja que, en efecto, el mercado de inversión colectiva ha experimentado un desarrollo relativamente escaso en nuestro país, como lo refleja el hecho de que la participación en el mercado europeo del saldo gestionado por los fondos no alcanza el 1,5 por 100 y representa tan sólo el 2 por 100 de nuestro PIB.

No existe una razón que justifique, a mi juicio, esta situación, pero destacaría un conjunto de circunstancias que han condicionado un comportamiento tradicional poco espectacular de la inversión colectiva en nuestro mercado.

En primer término, hemos tenido que esperar hasta 1985 para contar con una legislación moderna de inversión colectiva en nuestro país. La aparición de esta normativa coincide, de hecho, con un auténtico despegue de las instituciones de inversión institucional de este tipo en nuestro mercado.

En este sentido, cabe señalar que el patrimonio de los fondos de inversión prácticamente se triplicó

entre 1985 y 1986. Y, por otra parte, mientras que entre 1981 y 1985 el número de fondos se incrementó tan sólo un 30 por 100, en un período similar de tiempo, a partir de la aparición de la Ley, el número de instituciones se multiplicó por siete.

En segundo lugar, una vez que el mercado contó con esta legislación, desapareció el beneficio fiscal de la desgravación por suscripción de valores, que incluía a fondos de inversión y sociedades de inversión. La pérdida de este incentivo desde 1987 redujo el atractivo de estos productos y dificultó relativamente su colocación.

En tercer lugar, el importante control de las sociedades gestoras de inversión colectiva por parte de entidades de crédito ha retrasado también la explosión de la inversión colectiva en nuestro mercado.

La bancarización del sector y la ausencia de incentivos para que las entidades de depósito se lanzaran agresivamente a este mercado constituye, sin duda, una causa por la que la actividad de los fondos y de las sociedades de inversión no ha despegado auténticamente en nuestro país. Sólo recientemente el avance del proceso de innovación financiera y el incremento en el nivel de competencia de nuestro mercado ha obligado a bancos y cajas de ahorros a apostar por una participación más intensa en la actividad de desintermediación financiera. Una vez asumida esta estrategia, parece claro que resulta más rentable utilizar instrumentos propios de desintermediación (como los fondos de inversión) que instrumentos ajenos.

En cuarto lugar, el impuesto de sociedades del 13 por 100 que han soportado los fondos de inversión, incluso compensado por la deducción del 10 por 100 en la cuota, ha influido, a mi juicio, de forma negativa en el comportamiento de las instituciones de inversión colectiva, al tener que comercializar los productos distinguiendo entre rentabilidades financieras y financiero-fiscales, lo que siempre resulta de más difícil comprensión para los ahorradores. Considero, en consecuencia, que este efecto ha sido negativo, a pesar de las ventajas fiscales que los fondos han mantenido tradicionalmente como resultado de la consideración de incremento patrimonial de los ingresos obtenidos por la venta de participaciones. Recientemente, la reducción del impuesto de sociedades del 13 al 1 por 100 sitúa los fondos de inversión en una posición de competencia con la inversión directa, al tiempo que mantienen todas las ventajas del tratamiento del incremento patrimonial, lo que convierte a estos productos en unos competidores muy poderosos en el mercado.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—En primer término, la consolidación de un mercado de inversión colectiva potenciaría la inversión institucional en nuestro país. En este sentido, cabe señalar que hasta la fecha la participación de la inversión institucional (representada esencialmente por gestoras de fondos de inversión, sociedades de inversión mobiliaria, gestoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y gestoras de patrimonios) en nuestro mercado resulta muy inferior a los estándares internacionales.

Desde la perspectiva de los mercados financieros, el impulso de la inversión colectiva produciría una transformación importante de la actividad de aseguramiento de emisiones que nos acercaría a los patrones internacionales. Así, las sociedades gestoras protagonizarían en mayor medida el mercado primario de valores desde la óptica de la demanda. Por otra parte, el mismo protagonismo se reflejaría en el proceso de fijación de precios en el mercado secundario.

En tercer lugar, la potenciación de la inversión colectiva impulsaría el proceso de desintermediación. Además de la sustitución de activos de inversión directa por fondos de inversión en las carteras de familias y empresas, cabe esperar un incremento de la participación de los títulos instrumentados en fondos de inversión en la cartera de activos financieros de estos dos sectores, así como una disminución simultánea de la cuota de activos instrumentados en depósitos, una vez que los consumidores de estos productos financieros descubran sus ventajas.

Desde esta misma óptica, la potenciación de la inversión colectiva previsiblemente contribuya a incrementar el nivel de internacionalización de la cartera de activos de las familias y empresas españolas, que en la actualidad es bajísima en nuestro país, en torno al 1,2 por 100 de los activos totales del sector.

En este sentido, considero que en el plazo de tres o cuatro ejercicios posiblemente se generalice en nuestro mercado la tenencia por parte de las familias de algún porcentaje de activos financieros denominados en divisas diferentes de la peseta. La forma natural de avance de este proceso será, sin duda, a través de la suscripción de fondos de inversión multidivisas.

En otro orden de cosas, la potenciación de la inversión colectiva constituye el mejor seguro —y me atrevería a decir que una condición necesaria— para que se desarrollen los mercados derivados

en nuestro país. En este sentido, resulta claro que el incremento de la contratación de opciones y futuros financieros en nuestro mercado no va a depender de la incorporación de un conjunto amplio de pequeños clientes particulares, sino más bien de la definitiva incorporación de las gestoras de fondos de instituciones de inversión colectiva y de las compañías de seguros como agentes de estos mercados. La nueva norma reglamentaria de la inversión colectiva (Real Decreto 1393/1990) y la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C. 7/1990) en materia contable permite ya la incorporación de estas instituciones a los mercados derivados con fines de cobertura.

Aunque de momento no se ha producido el desembarco de las sociedades gestoras de fondos, a lo largo del presente ejercicio veremos, previsiblemente, la incorporación de algunas. A largo plazo, no descarto, incluso, que estas sociedades financieras puedan llegar a ser miembros de dichos mercados.

—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—Tres circunstancias pueden llegar a ser claves, en mi opinión, para un nuevo impulso de la inversión colectiva en nuestro país, una vez modificado el tratamiento fiscal con la reducción del impuesto de sociedades al 1 por 100, que también constituye un aspecto importante.

Una de ellas se refiere a la capacidad de las sociedades gestoras para explicar a los consumidores los atractivos de estos productos; otra tiene que ver con la actitud de las redes de colocación de productos financieros en nuestro mercado, y la última se refiere a la efectividad de la competencia que recibamos del exterior.

En el primer aspecto, cabe considerar que los fondos de inversión constituyen posiblemente los productos financieros de ahorro-inversión más competitivos en nuestro actual mercado financiero, dada la combinación que ofrecen de rentabilidad, seguridad, liquidez y ventajas fiscales.

En este sentido, los consumidores de activos financieros terminarán por descubrir que los fondos de inversión constituyen la forma natural de acceso de la mayoría de los ahorradores a los mercados de valores, y ello por muchos motivos: porque con importes muy pequeños se consiguen niveles de diversificación que jamás se lograrían a través de la inversión directa; porque los fondos tienen la liquidez asegurada; porque, al estar ges-

tionados por profesionales, las oportunidades de rentabilidad son muy interesantes, y además porque estos profesionales comienzan a realizar gestión de riesgos de interés. También porque se rentabiliza el dinero desde la primera peseta; porque son productos muy cómodos, ya que uno puede despreocuparse de vencimientos de activos, de intereses y dividendos al reinvertirse el dinero automáticamente, y porque el ahorro fiscal que presentan, ante la posibilidad de aplicar coeficientes correctores, eleva muchísimo la rentabilidad de los productos. Finalmente, porque no se produce obligación fiscal hasta la venta de las participaciones, lo que permite retrasar el pago de impuestos.

Si las sociedades gestoras consiguen transmitir todas estas ventajas mediante campañas de publicidad y otros medios de comunicación, la venta de estos productos está asegurada.

En segundo lugar, resulta esencial la actitud ante estos productos de las redes de distribución de activos financieros, controladas en nuestro mercado, esencialmente, por bancos y cajas. En este sentido, una red de comercialización que conozca el producto y que pueda ofrecer una venta adecuadamente informatizada, resulta tan crucial como despertar la atención de los consumidores.

En tercer término, la aprobación de la directiva comunitaria que permite, en el caso de los fondos de inversión mobiliaria, promover la venta de estos productos en cualquier país de la CEE posiblemente se traduzca en un amplio desembarco de productos extranjeros en nuestro mercado.

Todavía constituye una incógnita la reacción de las entidades de depósito ante esta competencia. De momento, el control de las redes de distribución constituye una barrera de entrada, pero el desarrollo futuro de redes de distribución no bancarias para la comercialización de estos productos, que sin duda se va a producir, previsiblemente empuje a las entidades de depósito españolas a participar de forma más agresiva en este mercado.

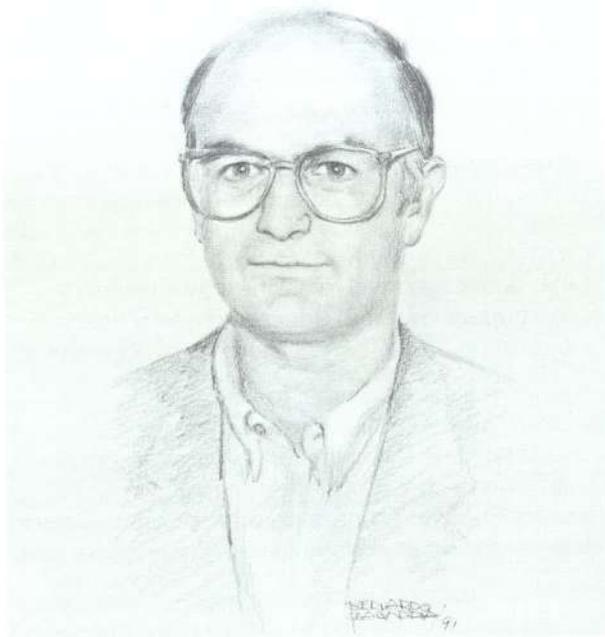
—*¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?*

—Considero el producto Fondtesoro muy prometedor. La tradicional atonía en la demanda de bonos y obligaciones en nuestro mercado, que ha sesgado mucho la composición de la deuda pública a corto plazo, se justifica, previsiblemente, por la aversión a la iliquidez de los ahorradores españoles. En este sentido, la posibilidad de comprar deuda a medio y largo plazo asegurándose la liquidez resulta, sin duda, una oportunidad revoluciona-

ria; y creo que el Tesoro Público ha elegido muy bien el instrumento.

Desde la perspectiva de las sociedades gestoras, los otros agentes protagonistas del proyecto, habría que distinguir dos situaciones. Para las sociedades gestoras independientes, el proyecto presenta atractivos obvios. Participar en un proyecto tutelado por el Tesoro resulta una gran oportunidad. Para las sociedades gestoras en el ámbito de un grupo financiero con entidades de depósito a la cabeza, sin embargo, el proyecto supone un paso más en la necesidad de decidir si se apuesta por la actividad de desintermediación, y una cuestión de evaluar las ventajas y los sacrificios que ello significa.

En nuestro caso, esta estrategia está muy clara, y desde el principio colaboramos con el proyecto. De hecho, Gesmadrid, la sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva de Corporación Financiera Caja de Madrid, es una de las catorce instituciones acogidas al convenio de colaboración con el Tesoro. Como resultado, tenemos ya constituidos un fondo de inversión en activos del mercado monetario (DinerMadrid Fondtesoro FIAMM) y un fondo de inversión mobiliaria (InverMadrid Fondtesoro FIM).



Pedro FERNANDEZ-RAÑADA

Consejero Delegado de Gestesor Inversiones

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Básicamente, que los márgenes que reportan los fondos de inversión a los administradores son estrechos. Se ha podido hablar de un régimen fiscal penalizador o de la propia estrechez de los mercados, pero creo que si no se ha desarrollado la inversión colectiva de manera significativa es porque se trata de productos muy buenos para los clientes, pero no tan buenos para el intermediario que sea entidad de crédito.

Por ejemplo, un fondo de dinero puede cobrar una comisión neta comprendida entre el 0,7 y el 1 por 100. Teniendo un saldo medio anual de en torno a los 10.000 millones de pesetas, el ingreso bruto que se obtiene estaría entre 70 y 100 millones de pesetas. Conseguir 10.000 millones, en un fondo de dinero, significa tener 2.000 o 3.000 clientes. Con los ingresos anteriormente citados, se tienen que cubrir los gastos de instalaciones, informática, personal de administración y de inversiones, y comunicación con los partícipes, entre otros.

Como se puede ver, los márgenes son ajustados. Si lo comparamos con un pasivo bancario de funcionamiento similar, teniendo incluso en cuenta el

efecto de los coeficientes, el margen puede ser para un banco de negocios de 2 a 3 puntos, y para un banco nacional o una caja de ahorros, de entre 4 y 6 puntos. Claro que con riesgo.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—Para el mercado financiero es positiva la existencia de un sector de inversión colectiva potente porque contribuye a estabilizarlo. La existencia de grandes fondos manejados por expertos, que racionalicen las inversiones sin dejarse llevar por el pánico o la alegría en situaciones puntuales, es indudablemente bueno porque, entre otros aspectos, proporciona liquidez.

Para los emisores de pasivos o de títulos, también es positivo porque, a través de las instituciones de inversión colectiva, acceden a fondos del sistema crediticio más baratos y con una mayor estabilidad en lo referido a los flujos de demanda.

Para el cliente o usuario, también se dan ventajas muy claras. En el caso de la inversión mobiliaria, los fondos siempre serán un sistema más barato y seguro que la inversión directa. En cuanto a los fondos de dinero, sucede lo mismo, porque es un producto para colocar el dinero líquido mejor tratado que cualquier otro desde un punto de vista fiscal y financiero.

Por último, a escala macroeconómica teóricamente también es bueno, pero falta por saber si eso se traduce, en cada ocasión, en más ahorro o en un simple trasvase de ahorro.

—¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—En el aspecto fiscal, poco más se puede hacer, ya que la carga impositiva, desde la última reforma, es totalmente testimonial y más favorable que otras alternativas. Únicamente se puede pensar que la inversión colectiva va a alcanzar cifras más altas si se da un desarrollo de las gestoras y sociedades de valores independientes que provoque en los grandes la necesidad de ofrecer activamente estos productos o si, como ahora parece, grandes bancos de estrategias audaces comienzan a comercializarlos intensamente.

También si los usuarios potenciales empiezan a reclamarlos se podrá hablar de un desarrollo paralelo al aumento de la cultura financiera de los clientes potenciales de estos productos. La concurrencia de estos datos, sobre todo el segundo, puede

determinar hoy y en los próximos años el despegue definitivo de las Instituciones de Inversión Colectiva.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—No espero mucho de los Fondtesoro, porque el problema de la deuda pública es de colocación, y el Estado no tiene ni red de sucursales ni equipos comerciales. La clave estriba en las comisiones de los intermediarios. Si la gente gana colocando deuda pública, lo hará. Ahora bien, llevar una política excesivamente rígida en materia de comisiones en momentos en los que se necesita alta financiación me parece un error.

En fin, creo que la idea es buena, pero tiene dos inconvenientes para su desarrollo: la existencia de comisiones de gestión más bajas no incentiva al intermediario financiero en general a vender este tipo de Fondos; la menor rentabilidad que ofrece al cliente frente a un fondo mixto que cuente con renta fija privada tampoco ayuda. En el mercado de pagarés se encuentran ofertas de emisiones de calidad con tipos más altos que los de las letras, y lo mismo sucede en el mercado a medio y largo plazo.



---

Raimundo ORTEGA

Presidente de BBV Interactivos

---

—¿Cuál es, a su juicio, el motivo del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Me atrevería a destacar cuatro razones que han influido negativamente en el desarrollo de la inversión colectiva en España. Por orden de importancia, estas razones son las siguientes: un tratamiento fiscal excesivamente complicado; la falta de conocimiento por parte del inversor en general; el que los pequeños y medianos inversores en renta variable no hayan sufrido en los últimos años sino descalabros, y, por último, el que las redes bancarias únicamente estaban interesadas en la venta de fondos de renta variable que no compitiesen con sus propios productos de pasivo.

Sólo a raíz de la reciente «guerra de las supercuentas» las redes bancarias y de cajas han empezado a mostrar interés por vender a su clientela habitual «fondos de dinero». El resultado ha sido un incremento espectacular de esta modalidad de inversión. También ha de mencionarse que el desarrollo, a partir de 1985, de otros intermediarios financieros —SMVB y AVB— ha propiciado una mayor competencia en este negocio y un conocimiento más extendido de estos instrumentos de inversión entre los inversores en general.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—El efecto inmediato sería el de unos mercados más profundos y más estables, en la medida en que existirían auténticos inversores finales, y no sólo intermediarios movidos —y esto no debe interpretarse, en modo alguno, como una crítica— primordialmente por la especulación a corto plazo.

Contaríamos también con mercados profesionalizados, en los cuales las decisiones se tomarían por profesionales que son independientes y cuyos criterios de actuación no están mediatizados por intereses ajenos a su propia misión. El resultado último, creo yo, es que, si surgen auténticas oportunidades para el ahorrador, se creará, lenta pero crecientemente, un núcleo sólido para el ahorro del futuro.

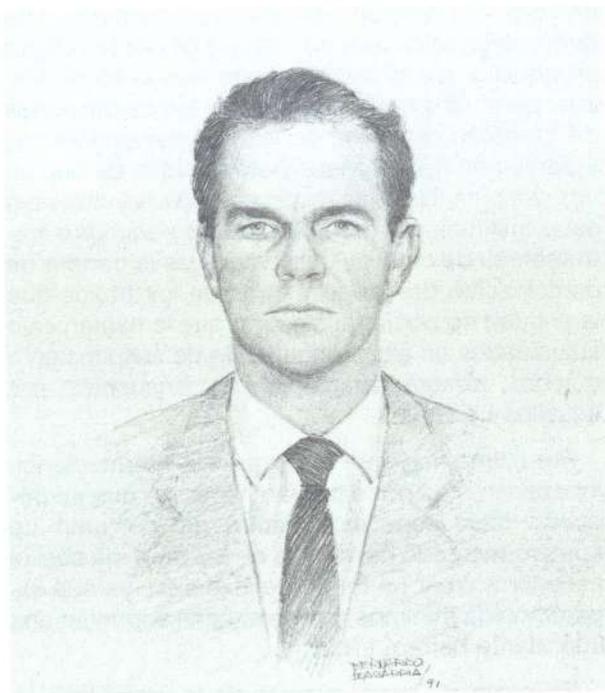
—¿Cuáles son, a su juicio, las medidas que determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—En primer lugar, y de acuerdo con lo expresado al responder a la primera pregunta, una fiscalidad favorable y sencilla que el inversor normal pudiese entender con facilidad y que, no olvidemos la importancia de este requisito, resultase equiparable a la europea, la cual, por cierto, es prácticamente nula. Además, y de acuerdo con medidas muy recientes, es imprescindible asegurar la transparencia, profesionalidad e independencia de las sociedades gestoras.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—Yo creo que es una iniciativa elogiada, aun cuando quizá se observe alguna carencia en su puesta en práctica. Si tuviera que señalar una, diría que la campaña publicitaria ha sido muy poco afortunada y nada clara. De todas formas, conviene seguir apoyando esta iniciativa.

No es menos cierto que el Fondtesoro añade poco a un fondo de dinero normal y corriente, salvo el apoyo que supone el respaldo del Ministerio de Economía y Hacienda. Las restantes ventajas, especialmente la estabilidad y posibilidades de diversificar la colocación de deuda pública, son ventajas que juegan únicamente a favor del Tesoro. Pero es bien sabido que el Tesoro Público somos todos.



---

Fernando de RODA  
Presidente de Safei Samedí

---

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Probablemente, todos, exceptuando los inversores, somos un poco responsables del escaso éxito que las distintas fórmulas de inversión colectiva han tenido en nuestro país. La Administración, en un primer momento, por una escasa atención al sector que se tradujo en una serie de prácticas viciosas que, unidas al descenso de los índices bursátiles, iniciado en 1974, echó por tierra todas las expectativas de desarrollo de las sociedades y fondos de inversión, los cuales estaban alcanzando niveles de popularidad considerables entre los ahorradores. Es preciso decir que, a partir de 1984 con la nueva ley, y con más intensidad desde el nacimiento de la CNMV, la inversión colectiva está siendo apoyada y defendida no sólo a través de una legislación más adecuada, sino también por una actitud de las autoridades de divulgar las ventajas de estas fórmulas de inversión entre los ahorradores.

También los intermediarios financieros aportan razones al escaso desarrollo. De una parte, el gran peso que las instituciones bancarias tienen en nuestro sistema financiero hace que el grado de independencia o de autonomía de los clientes res-

pecto a «su banco» sea más bien pequeño. Por tanto, es práctica muy normal que el cliente invierta en aquello que el banco quiere que lo haga. Por otra parte, el propio carácter de las instituciones de inversión colectiva, en las que los accionistas y partícipes tienen pocas posibilidades de que su voz sea oída, hizo que muchas entidades utilizarasen estas instituciones como auténticos *parkings* o instrumentos de control, unas veces de la cartera de participación del grupo y otras de los títulos que la entidad no podía recolocar o que le habían sido adjudicados en algún expediente de suspensión o quiebra, desgraciadamente tan frecuentes por aquellos tiempos.

Por último, hay que decir que los intermediarios independientes poco podían hacer, ya que su pequeño peso específico dentro del conjunto de nuestro mercado de valores no les permitía casi ni acceder a crear un fondo de inversión, ya que los patrimonios mínimos que se exigían suponían una importante barrera inicial.

En cualquier caso, a partir de la promulgación de la nueva normativa de 1984, se aprecia un cambio en el sector, con una mayor profesionalidad de las entidades de crédito en lo referente a las fórmulas de inversión colectiva y con una Administración y unos gestores independientes cuyo peso ha aumentado en el sector, con bríos renovados para que la inversión colectiva alcance en este país el puesto que le corresponde.

—¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?

—La importancia que el sector de inversión colectiva, incluyendo dentro de él los fondos de pensiones, tiene dentro de la economía de un país es, a mi juicio, una de las claves para lograr un mercado de valores más amplio, profundo y estable. Amplio, por cuanto a través de estas fórmulas se permite la canalización de un mayor volumen de ahorro particular hasta estos mercados, ahorro que bajo otras circunstancias quedaría, muy posiblemente, cautivo en entidades de crédito. Profundo, en el sentido de permitir un mejor cumplimiento de la función de los mercados de valores de financiar la actividad económica de las empresas necesitadas de recursos. Por último, estable, ya que el carácter profesional de los gestores de las diferentes instituciones de inversión colectiva hace que sus inversiones se orienten más a medio y largo plazo, por lo que las reacciones del mercado ante acontecimientos puntuales se verán atenuadas por la política de gestión llevada a cabo por los gestores. Este hecho se pudo ver claramente en Inglaterra

durante el *crash* de 1987, en el que el fuerte peso de clientela institucional —fondos de pensiones y de inversión, entre otros— fue la principal razón de que el índice F T de la Bolsa de Londres fuese uno de los menos afectados a escala mundial.

—¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?

—Creo que, posiblemente, el legislador ha creado ya el clima legal apropiado para el desarrollo de la inversión colectiva. Así, se han adoptado las medidas legales oportunas para evitar prácticas abusivas por parte de los promotores y gestoras de sociedades y fondos de inversión, y se han establecido medidas sobre información y control que hagan más transparentes a estas instituciones. El último paso, bien reciente, ha sido la modificación de la fiscalidad de las IIC, la cual ha permitido simplificar la tarea de explicar el verdadero rendimiento que un inversor obtenía a través de la inversión colectiva. Quizás únicamente quede la posibilidad de crear, bajo legislación española, algún tipo de institución prevista en otros países de la CEE (fondos paraguas).

Realmente, es la difusión y el conocimiento de las instituciones de inversión colectiva lo que está fallando. Es necesario para el éxito del sector que el ahorrador tome conciencia de las ventajas que le supone esta forma de ahorro.

La prensa y las autoridades económicas pueden ayudar en esta labor divulgativa, pero la clave realmente radica en la actitud de los intermediarios financieros. Dentro de éstos, los independientes y los extranjeros van a apoyar con gran entusiasmo la promoción de la inversión colectiva. Sin duda, puede ser determinante la postura de las entidades de crédito; bien si toman una postura activa, bien si lo reclama el cliente, su participación en la comercialización es clave para el desarrollo del sector, ya que no debemos olvidar el gran peso que estas entidades tienen entre los ahorradores. Ahora bien, en este contexto no debemos pasar por alto la iniciativa del Tesoro con los Fondtesoro, y pasamos así a la cuarta pregunta.

—¿Que opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—Realmente, creo que la aparición de los Fondtesoro puede ser muy positiva en diferentes sentidos. Por una parte, puede permitir al Tesoro acceder a los inversores con un instrumento de gran flexibilidad, con el cual va a conseguir el alarga-

miento de plazos que tradicionalmente ha buscado. Por otra parte, al inversor se le abre una nueva vía para invertir en deuda con una liquidez y en unas condiciones que, si bien actualmente se dan en el mercado mayorista, es difícil de encontrar en las relaciones del pequeño cliente con su gestora. Por último, y sin duda, el proyecto Fondtesoro puede ser el iniciador de un despegue de todo el sector de inversión colectiva. Por primera vez se está desarrollando una fuerte campaña publicitaria que, no nos olvidemos, va a explicar con todo detalle lo que son los fondos de inversión en general. Por tanto, de la asimilación por el inversor de las ventajas de los Fondtesoro van a beneficiarse no sólo éstos, sino todo el resto de fondos en general.

Para terminar, confiemos en que la campaña publicitaria alcance sus objetivos, que las catorce gestoras que han firmado el convenio sean capaces de difundir adecuadamente el producto y que se produzca un efecto imitación para el resto de las instituciones de inversión colectiva que les permita alcanzar la posición relativa que ocupan en los países más desarrollados.



---

José Antonio SANCHEZ-RICO BRUNED  
Vicepresidente del Consejo de Administración  
del Banco de Inversión, S. A.

---

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Existen varios factores, y de diversa índole, que han impedido un desarrollo adecuado desde que, en la década de los sesenta, se comenzó a desarrollar el marco legal de este tipo de instituciones.

Históricamente, los menores niveles de renta de los españoles, respecto a otros países desarrollados, han significado, lógicamente, un menor volumen de ahorro y, consecuentemente, un menor potencial para el desarrollo de productos canalizadores de inversión. Además, tras la crisis de los primeros años setenta, la tasa de ahorro se redujo de manera apreciable, no habiendo recuperado aún el nivel de los primeros años de la década de los setenta. Posiblemente, ello ha sido consecuencia de una desincentivación del ahorro desde el punto de vista fiscal, pero también del efecto de la fuerte inflación, sobre todo en los años setenta, que deterioraba rapidísimamente el ahorro que pudiera realizarse. Además, y quizá por ello, una parte muy importante del ahorro se dirigía hacia la compra de viviendas.

La fiscalidad ha sido otro factor que no ha facilitado el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva. Hasta fechas relativamente recientes, no han tenido estas entidades un tratamiento fiscal diferenciado y atractivo; además, la existencia de lagunas en la legislación fiscal, muy significativas hasta la aparición de la Ley de Activos Financieros, y aun después, no confería ningún atractivo a la inversión a través de este tipo de instrumentos.

Como tercer factor, y *quizá el más importante*, señalaría la actitud de las instituciones financieras: bancos y cajas de ahorros. Estas entidades, grandes captadoras del ahorro, han estado interesadas en canalizar éste hacia sus productos típicos (cuentas corrientes, cartillas, cuentas a plazo...) que les permitían costes bajos de su pasivo, incluso cuando pagaban extratipos, en una estrategia dirigida hacia el incremento de sus rúbricas de acreedores.

La denominada falta de cultura financiera del ahorrador español viene determinada, sin duda, por el escaso interés que han tenido las grandes instituciones financieras en promoverla, ni siquiera como base a su propia competencia. Ello contribuye a explicar ciertos hábitos del ahorrador español que resultarían inexplicables desde una perspectiva puramente financiera.

Tampoco se debería olvidar la mala experiencia de los escasos fondos de inversión mobiliaria, básicamente de renta variable. Estos, tras su primera expansión a finales de los años sesenta y principios de los setenta, quedaron colapsados ante la caída bursátil de la segunda mitad de esta última década, con pérdidas importantes para los inversores.

—*¿Qué clase de efectos pueden deducirse de un sector de inversión colectiva potente?*

—La aparición de nuevos inversores institucionales con entidad propia va a suponer fundamentalmente el desarrollo de un mercado de capitales eficiente. Al existir un sector de inversión colectiva fuerte, el mercado va a asignar más adecuadamente los recursos existentes al mejor precio posible.

El sistema financiero español ha descansado, en gran medida, en el mercado del crédito, controlado por bancos y cajas de ahorros. Los mercados de valores y otros mercados financieros han estado poco desarrollados, y también bajo el control de estas instituciones.

Ello ha significado (también aquí surge la falta de desarrollo de una cultura financiera) una finan-

ciación de las empresas que descansaba en el crédito, con criterios preferentes de corto plazo sobre el largo y de ser prestamistas frente a asumir participación en su capital. Sólo las grandes empresas tenían acceso a otros mercados financieros.

La aparición de nuevos inversores institucionales, con capacidad para asumir posiciones de largo plazo, así como participaciones en el capital, resulta altamente positiva para el desarrollo financiero del conjunto de los agentes de la economía española.

—*¿Cuáles son las medidas que, a su juicio, determinarían un mayor desarrollo de los instrumentos de inversión colectiva?*

—Uno de los factores que incentivaría el ahorro es la conciencia social de insuficiencia de la seguridad social y la necesidad de acumular recursos suficientes para el momento de la jubilación. Los análisis realizados en otros países, particularmente en Japón, señalan que este factor (asegurar el futuro tras la vida laboral) es determinante en la evolución de la tasa de ahorro. Sin embargo, el que este hecho objetivo favorezca o no el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva dependerá del tratamiento que estos instrumentos reciban desde el punto de vista legal, fiscal y de distribución.

Desde el punto de vista legal, sería necesario desarrollar otros tipos de instituciones de inversión colectiva en activos no mobiliarios, como fondos inmobiliarios, de arte, etc. Ello estimularía la posibilidad de inversión en activos alternativos, con una sistemática similar. De otra parte, también desde la perspectiva legal, el mayor grado de libertad de la normativa sobre coeficientes permitiría una mayor competencia y una gama de riesgos y posibilidades a ofrecer al inversor que estimularía su interés por estos instrumentos financieros.

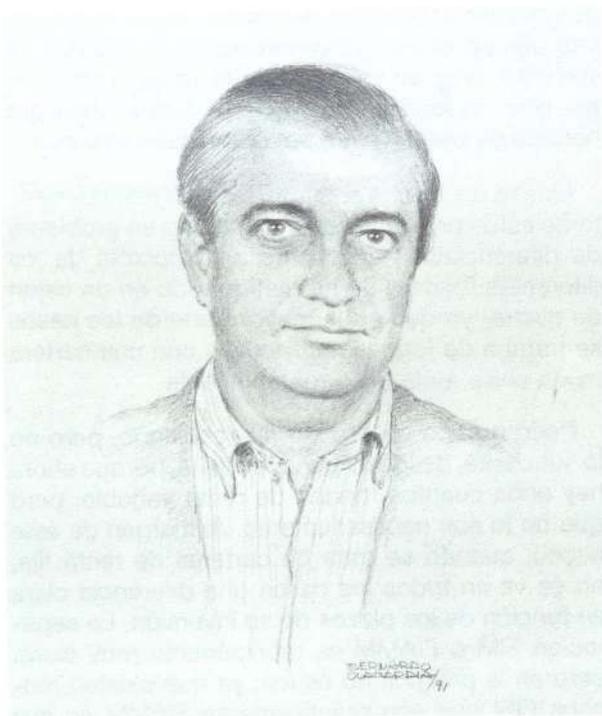
Desde el punto de vista fiscal, la situación actual, aun siendo razonable, podría mejorarse a través del tratamiento de plusvalías, doble imposición, etc. Pero, ante todo, es necesario no primar fiscalmente otros instrumentos que resultan menos dinámicos desde el punto de vista del desarrollo financiero, como podría ser el caso de la propuesta de «plan de ahorro popular del nuevo IRPF».

Finalmente, la acción de promoción y comercialización de este tipo de productos financieros resulta un elemento fundamental para su desarrollo futuro. Sería, en definitiva, estimular y mejorar la cultura financiera del país.

—¿Qué opina de la iniciativa del Tesoro Público al lanzar los Fondtesoro?

—Desde el punto de vista del Tesoro, es una operación buena para la captación de ahorro hacia sus propias emisiones, entrando de lleno en el mercado minorista. Podría achacársele una cierta competencia desleal, porque aplica recursos con cargo al Presupuesto del Estado para la promoción y comercialización de un producto que compite en el mercado con otros de iniciativa privada que no tienen acceso a esos recursos presupuestarios.

Desde el punto de vista estrictamente técnico, la rentabilidad de este tipo de fondos, con gestores similares, será siempre inferior a otros fondos con valores que tienen mayor retribución. Además, al menos desde el punto de vista teórico, tienen un mayor riesgo de tipos de interés al proceder todos los activos de un mismo emisor, aunque éste sea el Estado.



---

Iñigo SANGRO

Director de Inversiones de Seguros Bilbao  
Director General de GESAMEV

---

—¿Cuál es la razón, a su juicio, del escaso desarrollo de la inversión colectiva en nuestro país?

—Por lo que respecta a los fondos de dinero, el desarrollo no ha sido tan escaso, y esto se debe, probablemente, a dos grandes factores. En primer lugar, al incremento de la cultura financiera de los potenciales usuarios. En segundo término, a las mayores exigencias y a la competencia que ha existido por captar pasivo por parte de las instituciones financieras.

Respecto a lo que considero que, a largo plazo, es la parte más importante de los fondos de inversión o de las instituciones de inversión colectiva, el desarrollo ha sido escaso. Las razones son varias y apuntan desde tiempo atrás. Primero, cuando se constituyeron los primeros fondos de inversión en España, su auge coincidió con la crisis de la Bolsa de los años setenta. Se trataba de fondos de renta variable que inicialmente se beneficiaron del *boom* de la Bolsa y que fueron muy atractivos por las plusvalías que reportaban. Posteriormente, cambiaron las tornas, y los participes se vieron afecta-