

# LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Juan Antonio Mayorga Sánchez  
José María Marcos Bermejo

## I. INTRODUCCIÓN

Las elevadas cifras alcanzadas por los fondos de inversión en nuestro país, tanto en volumen de patrimonio como en número de partícipes, hacen que la labor de las entidades que los gestionan y administran, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (en adelante, SGIIIC), tengan una gran importancia dentro del sistema financiero. A pesar de ello, no se ha realizado hasta la fecha un análisis del conjunto del sector tratando de desentrañar sus características. A intentar cubrir esta carencia está dedicado el presente artículo.

Consta éste de tres partes diferenciadas, aunque relacionadas entre sí. En la primera, se analizan los datos estadísticos del sector, intentando extraer los aspectos más destacados del mismo; en la segunda, se estudian sus características económico-financieras, a través del análisis del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidados; en la tercera, se trata de las condiciones del mercado en el que las SGIIIC se mueven.

Si bien las SGIIIC gestionan también, además de fondos de inversión, sociedades de inversión mobiliaria, la importancia de esta actividad es bastante reducida, por lo que no se ha tenido en cuenta de manera específica. Por lo demás, indicar que el trabajo no tiene ánimo de exhaustividad, aunque puede tener la ya indicada virtud de ser la primera vez que se hace un estudio de este tipo sobre el sector.

## II. ANÁLISIS ESTADÍSTICO

Resulta evidente que cualquier estudio del comportamiento de un sector de la actividad económica debe partir de un análisis lo más profundo posible de la información estadística disponible sobre él. Este apartado está dedicado a esta tarea, aunque sin pretender suplir la realización de otras aproximaciones que puedan efectuarse. Antes de comenzar con la exposición, hemos de aclarar que en ocasiones trataremos de analizar las peculiaridades de

los participantes en el sector en función del grupo económico al que pertenezcan sus respectivas matrices. A estos efectos, normalmente limitaremos tal agrupación a cuatro categorías: bancos, cajas, sociedades y agencias de valores, y otros. En general, el grupo de «otros» integra a participantes muy heterogéneos (grupos de compañías aseguradoras, de cooperativas de crédito e independientes), por lo que no resulta posible extraer conclusiones globales sobre su comportamiento. Además, su importancia en el conjunto de la industria no es demasiado significativa.

Una precisión adicional. Cuando la información se refiere a una serie temporal, se recoge la situación de cada participante en el mercado en función de sus características al fin de cada año en cuestión, con independencia de que posteriormente cambie la naturaleza del grupo económico al que pertenece. Esto implica que los cambios que se observen a lo largo del tiempo no sólo tienen su origen en la evolución de las entidades encuadradas en una determinada categoría, sino que también pueden venir explicados por reclasificaciones de las entidades incluidas en cada una de ellas.

### 1. Número y tamaño de las SGIIIC

Dos elementos claves para interpretar los términos en que se plantea la competencia en un sector económico son el número de empresas que intervienen en él y su tamaño relativo. En general, puede esperarse que cuanto mayor sea el número de participantes exista más competencia entre ellos (el extremo opuesto sería la existencia de monopolios, en los que la competencia es nula), por lo que la asignación de precios debería ser más eficiente.

Menos claro es el efecto del tamaño de las entidades sobre la competencia interna de los sectores de actividad. En principio, podría esperarse que a mayor similitud en el tamaño de las empresas de un sector, la competencia entre ellas sea más intensa, puesto que todas tendrían similares medios disponibles para intentar ganar cuota de mercado. Sin embargo, para determinados tipos de actividad, es po-

sible que la existencia de pequeños participantes dinamice la competencia interna, en la medida en que las empresas de menor tamaño podrían estar dispuestas a reducir los márgenes habituales del sector para incrementar su participación en el negocio, lo cual podría obligar a las líderes a conformarse con menores tasas de rentabilidad, tal como apunta Porter (1980).

El cuadro núm. 1 recoge la evolución del número de SGIIC desde 1990, e identifica cuántas de ellas administraban, al final de cada año, algún fondo de inversión. Pero antes de analizar los datos en él contenidos, conviene hacer dos matizaciones:

1.<sup>a</sup> Que de las 136 entidades registradas en la CNMV a finales de 1995 no todas ellas administraban alguna IIC de carácter mobiliario. Concretamente, once SGIIC no tenían ningún patrimonio mobiliario gestionado a dicha fecha, bien por tratarse de gestoras de fondos inmobiliarios (tres), o porque cesaron en la administración de fondos durante el ejercicio (cuatro), o porque no llegaron a ejercer tal actividad en ningún momento del año (cuatro).

2.<sup>a</sup> Que existe un reducido número de grupos económicos que cuentan con más de una entidad gestora. Esta situación se limita a algunos de los grandes grupos de entidades de crédito: seis de ellos son propietarios, en conjunto, de dieciséis SGIIC. Pueden identificarse dos causas que explican la coexistencia de varias entidades dedicadas al mismo sector de actividad dentro del mismo grupo. En unos casos, sería consecuencia de los procesos de fusión que se han producido en el sector bancario español en los últimos ejercicios; en otros, la existencia de entidades con distinto enfoque comercial (banca privada, banca de negocios, etc.) podría ser la justificación de la situación apuntada. En los análisis efectuados, se han considerado como independientes a las diferentes gestoras que se encuadran en una misma matriz, pues ésta parece ser la situación que más se ajusta a la realidad. Por lo general, cada una de tales gestoras tiene su propio equipo, y no se aprecian estrategias conjuntas entre las pertenecientes al mismo grupo económico.

Al margen de estas dos precisiones, en el citado cuadro núm. 1, se aprecia que el crecimiento en el número de SGIIC ha sido mucho menor que el relativo al número de fondos que administran en conjunto, y que el incremento del patrimonio de éstos. Incluso puede señalarse cierto estancamiento en 1992, que se transforma en descenso a partir de 1994. La estabilidad en su número puede ser entendida como un signo de consolidación del sector, no siendo previsible que se produzcan entradas significativas de nuevos competidores a corto plazo, lo cual resulta lógico si se tiene en cuenta que la práctica totalidad de grupos económicos dedicados a la actividad de carácter financiero en nuestro país, con alguna importancia en términos cuantitativos, ya están presentes en este negocio. Sin embargo, esta estabilidad en el número de entidades debe matizarse en cierta medida, puesto que no son del todo infrecuentes los cambios de titularidad en su accionariado. Es decir, sí existe un reducido número de incorporaciones de nuevos participantes mediante la compra de SGIIC. En general, tales situaciones se producen en SGIIC inactivas o cuyo reducido éxito comercial les impide obtener tasas de remuneración adecuadas a los recursos aportados por sus accionistas.

La existencia de una cifra tan elevada de entidades (136, ó 125, si se tienen en cuenta las matizaciones que se han apuntado más arriba) permitiría pensar en un sector muy competitivo, y que la traducción de esa competitividad fuese una reducción de costes para los partícipes de los fondos. Sin embargo, la evidencia derivada del análisis de la información disponible no permite sostener ninguna de tales suposiciones, tal y como se verá más adelante.

En el citado cuadro núm. 1 se ha incluido información sobre el número de fondos, su patrimonio global y sus partícipes para dar una idea del cambio que se ha producido en la configuración del negocio de las SGIIC durante el período analizado. El patrimonio total gestionado se ha multiplicado por 10,5 en estos años, mientras que la cifra de inversores lo ha hecho por 5,2. Ambos datos muestran la magni-

CUADRO NÚM. 1  
DATOS GLOBALES DEL SECTOR

Año	Núm. SGIIC	Núm. SGIIC con fondos gestionados	Núm. fondos	Núm. fondos/gestora	Patrimonio (1)	Patrimonio medio gestora (1)	Participes (2)	Núm. participes/gestora (2)
1990 .....	125	N/D	268	2,1	1.162.534	9.300,27	569.965	4.559,72
1991 .....	134	124	373	3,0	3.870.059	31.210,15	1.145.169	9.235,23
1992 .....	143	127	477	3,8	6.280.365	49.451,69	1.677.223	13.206,48
1993 .....	144	131	571	4,4	10.294.571	78.584,51	2.548.306	19.452,72
1994 .....	136	127	666	5,2	11.249.569	88.579,28	2.796.636	22.020,76
1995 .....	136	125	756	6,0	12.193.120	97.544,96	2.945.515	23.564,12

(1) Cifras en millones.

(2) Cifras en unidades.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

tud del crecimiento que se ha producido en el sector. Por lo que respecta al incremento en el número de fondos, su intensidad ha sido sensiblemente menor, pues sólo se han multiplicado por 2,8. Ello resulta lógico, ya que las aportaciones de los inversores se dirigen a todos los fondos existentes en el mercado, y no necesariamente hacia los de nueva constitución. En general, el principal interés de los promotores por lanzar al mercado nuevos fondos es el de diversificar su oferta, tanto en lo relativo a la orientación inversora de los fondos como en el segmento de inversores hacia quienes van dirigidos.

Quizá la situación apuntada, fuerte crecimiento en todo el sector, sea una de las explicaciones del reducido nivel de competencia, en términos de precio, que se observa en él. En la medida en que han existido aportaciones importantes de los inversores, las entidades gestoras han podido incrementar sus cifras de negocio de manera significativa sin tener que entrar en una competencia abierta por sus cuotas de mercado. Evidentemente, ésta no sería la única explicación de tal fenómeno, ya que existen otras circunstancias (la cautividad fiscal de los ahorradores vigente durante los años analizados, por ejemplo) que podrían haber desincentivado los esfuerzos por captar cuota de mercado de los competidores, puesto que la penalización fiscal por el cambio de fondo, habría hecho baldíos tales esfuerzos. Con tal condicionante, el único ámbito en el que resultaría efectiva la competencia sería el de la captación de las nuevas aportaciones que se produzcan, y ello también con ciertas limitaciones, puesto que, en general, las aportaciones de los inversores que ya tengan parte de su ahorro materializado en fondos tendrán un sesgo hacia éstos, aunque no sean los más rentables de su categoría, ya que ello les facilita las gestiones administrativas ligadas a sus inversiones.

No obstante, no resulta del todo descartable que en el futuro cambien las pautas de crecimiento del sector. Si hasta la fecha este aumento se producía

en gran parte mediante el aumento del patrimonio de los fondos existentes, el surgimiento de los fondos de inversión con contrato de garantía externa (con una amplia aceptación hasta la fecha) podría acarrear un aumento del patrimonio gestionado cuyo origen fuese la progresiva incorporación al sector de fondos de estas características. Los garantes de este tipo de IIC, en general, sólo conceden garantías a los inversores que suscriban sus participaciones durante un determinado período (su lanzamiento inicial), por lo que no es de esperar que con posterioridad a tal fecha se produzcan entradas significativas de inversores en ellos. Resultaría lógico que los ahorradores interesados en este tipo de fondos se dirijan principalmente hacia los de nuevo lanzamiento.

## 2. Desglose por grupos financieros

El análisis de estas magnitudes por grupos financieros, cuyo detalle se ha recogido en el cuadro número 2 para 1995, permite obtener algunas conclusiones significativas. Así puede destacarse la concentración del sector en los fondos promovidos por bancos y cajas de ahorros, pues, con un 55 por 100 de las gestoras, administran más del 90 por 100 del patrimonio y un porcentaje similar de los partícipes. Esta circunstancia pone de relieve la importancia de dos factores que pueden considerarse como determinantes en el negocio de la inversión colectiva: la amplitud de la red comercial y la confianza que merezca a los inversores la matriz de la gestora, lo que podría identificarse como «imagen de marca» del grupo financiero.

Puede observarse la apreciable diferencia entre la cuota de mercado captada por los bancos (en torno al 61 por 100) y la de las cajas (29 por 100), lo cual pone de manifiesto las distintas estrategias comerciales de ambos grupos por lo que respecta a la comercialización de fondos. Mientras que parece

**CUADRO NÚM. 2**  
**DATOS A 31 DE DICIEMBRE DE 1995 POR GRUPOS FINANCIEROS**

Tipo grupo	Núm. SGIIC	Núm. fondos	Núm. fondos/ gestora	Patrimonio (1)	Patrimonio medio/ gestora (1)	Participes (2)	Núm. participes/ gestora (2)
Bancos .....	43	355	8,3	7.445.123	173.142,40	1.757.022	40.860,98
Cajas de Ahorros .....	25	170	6,8	3.546.558	141.862,32	939.389	37.575,56
Sociedades de valores ....	11	94	8,5	448.156	40.741,45	79.852	7.259,27
Agencias de valores .....	12	36	3,0	109.653	9.137,75	14.971	1.247,58
Compañías de seguros ...	11	31	2,8	360.256	32.750,55	55.607	5.055,18
Cooperativas de crédito ..	6	24	4,0	201.964	33.660,67	90.015	15.002,50
Otros .....	17	46	2,7	81.410	4.788,82	8.659	509,35
<b>Total .....</b>	<b>125</b>	<b>756</b>	<b>6,0</b>	<b>12.193.120</b>	<b>97.544,96</b>	<b>2.945.515</b>	<b>23.564,12</b>

(1) Cifras en millones.

(2) Cifras en unidades.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

deducirse que los bancos han realizado una comercialización más activa, probablemente por el mayor peso en sus pasivos de los depósitos de alta remuneración, las cajas sólo parecen haberlo hecho para satisfacer la demanda de sus clientes más exigentes. Adicionalmente, esta circunstancia permite matizar en gran medida el aumento de la cuota de mercado de las cajas frente a los bancos por lo que respecta a la captación de depósitos. Este aspecto ha sido desarrollado de manera más completa por González Mosquera (1995).

Las diferencias, en cuanto al patrimonio y número de inversores gestionados en media por las gestoras de bancos y cajas de ahorros y las dependientes de sociedades y agencias de valores (en adelante, SAV), son llamativas. Estas últimas administran, en términos medios, seis veces menos patrimonio que aquéllas, lo cual implica que sus estrategias para ampliar su cuota de mercado estarían teniendo hasta la fecha un éxito bastante reducido. Similares conclusiones obtendríamos si analizáramos el tamaño medio de los fondos gestionados por los diferentes grupos de entidades, si bien en este aspecto no se entra en detalle por no hacer demasiado profuso el análisis.

Sin embargo, debe destacarse que los fondos de SAV son los que tienen una mayor participación media por inversor, 5,9 millones, frente a una media de 4,1. Las cajas de ahorros son las de menor volumen de inversión por partícipe (3,7 millones). Lógicamente las diferencias en el cliente tipo de tales entidades serían las que servirían para explicar tal situación. En principio, es de esperar que las SAV realicen una comercialización más selectiva, dirigida hacia patrimonios altos, debido a la menor amplitud de su red de distribución.

Referente al número de partícipes captados por los diferentes grupos, es posible que existan duplicidades en dicho dato, originadas por la existencia de inversores que tengan participaciones en varios fondos de inversión, ya que la cifra global se obtiene como suma del número de partícipes declarados a escala individual por cada IIC, sin que exista posibi-

lidad de descontar aquellos que participan en varias. En cualquier caso, incluso sin tener en cuenta esta sobrestimación de su número, aún es sensiblemente inferior al total de ahorradores existentes en España, lo que implica la existencia de un mercado potencial para el crecimiento a corto plazo de los fondos, aunque probablemente cada vez se vayan incorporando ahorradores con menor capacidad de ahorro.

### 3. Grado de concentración

El análisis sobre el tamaño relativo de las SGIIIC y la concentración del negocio puede realizarse a partir de la información incluida en los cuadros núms. 3 y 4, en los que se refleja la situación a finales de 1995 en lo relativo al patrimonio gestionado y número de inversores, respectivamente. Las tres entidades de mayor tamaño (que significan el 2,21 por 100 de las registradas), por lo que se refiere al volumen administrado, controlan el 30 por 100 del negocio, porcentaje que alcanza casi el 60 por 100 al considerar a las diez primeras del *ranking*. Por contra, 96 entidades (el 70,6 por 100 del total) apenas representan en conjunto una cuota de mercado del 9 por 100, resultando significativo que el patrimonio individual de las dos mayores gestoras superen al global de las 96 que menos patrimonio administran.

Esto matiza, en parte, las conclusiones derivadas del análisis del número de participantes en el sector, pues no parece que su elevado número sea indicativo de una competencia intensa. Al contrario, podría constatarse la existencia de un reducido número de empresas líderes, con gran poder de mercado, cuyo comportamiento condicionaría de manera significativa el del resto de competidores, los cuales tendrían una importancia bastante marginal. Ello parece estar en línea con la conclusión obtenida en nuestro artículo de este mismo número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO relativo a la rentabilidad y los costes de los fondos de inversión, sobre la inexistencia de una competencia en pre-

CUADRO NÚM. 3  
CONCENTRACIÓN DEL PATRIMONIO A 31 DE DICIEMBRE DE 1995

Patrimonio por SGIIIC (en millones ptas.)	Importe patrimonio (1)	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado	Núm. SGIIIC	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado
Más de 750.000 .....	3.660.770	30,02	30,02	3	2,21	2,21
500.000-750.000 .....	1.910.216	15,67	45,69	3	2,21	4,41
250.000-500.000 .....	1.701.376	13,95	59,64	4	2,94	7,35
100.000-250.000 .....	2.850.590	23,38	83,02	17	12,50	19,85
50.000-100.000 .....	956.122	7,84	90,86	13	9,56	29,41
Menos de 50.000 .....	1.114.046	9,14	100,00	96	70,59	100,00
Total .....	12.193.120	100,00		136	100,00	

(1) Cifras en millones.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

**CUADRO NÚM. 4**  
**CONCENTRACIÓN DE LOS PARTICIPES A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**

Participes por SGIIC (en unidades)	Núm. participes (1)	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado	Núm. SGIIC	Porcentaje s/total	Porcentaje acumulado
Más de 200.000 .....	1.025.670	34,82	34,82	4	2,94	2,94
100.000-200.000 .....	812.242	27,58	62,40	6	4,41	7,35
50.000-100.000 .....	316.307	10,74	73,14	5	3,68	11,03
25.000-50.000 .....	379.229	12,87	86,01	11	8,09	19,12
10.000-25.000 .....	241.919	8,21	94,22	15	11,03	30,15
Menos de 10.000 .....	170.148	5,78	100,00	95	69,85	100,00
Total .....	2.945.515	100,00		136	100,00	

(1) Cifras en unidades.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

cios entre las distintas gestoras, en función de su volumen de negocio. Parece existir una pauta de mercado según la cual las SGIIC mayores fijan las comisiones a cobrar, y el resto de gestoras se adapta a esos precios para continuar presentes en el negocio. Más adelante analizaremos los efectos que podría tener sobre este segmento del mercado una eventual «guerra de comisiones» entre las mayores entidades.

La situación resulta bastante similar por lo que se refiere al número de participes. Mientras que entre sólo cuatro gestoras han captado el 35 por 100 del total de ahorradores, las 95 menores (el 70 por 100 de las registradas) no alcanzan en conjunto el 6 por 100 de aquéllos. Las conclusiones relativas al escaso poder de competencia de las entidades más pequeñas se mantendrían desde este punto de vista.

En el gráfico 1 se aprecia de manera visual la concentración del mercado producida en ambas magnitudes. Sin que sea especialmente significativo, puede observarse que la concentración a nivel de participes es ligeramente más pronunciada que la del patrimonio. La menor red de las gestoras con un patrimonio más reducido y su orientación hacia clientes de mayores patrimonios podrían ser la causa de esta situación.

### III. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

El análisis de los estados financieros incluidos en las estadísticas del sector aporta información cuyo conocimiento resulta útil para delimitar la naturaleza del negocio. Siguiendo un enfoque usualmente aplicado, realizaremos un análisis de los estados financieros desde una triple perspectiva: patrimonial (balance), económica (cuenta de resultados) y financiera (análisis de rentabilidad). Para facilitar dicho estudio hemos reestructurado los modelos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias reservados, con un enfoque más analítico.

### 1. Balance consolidado

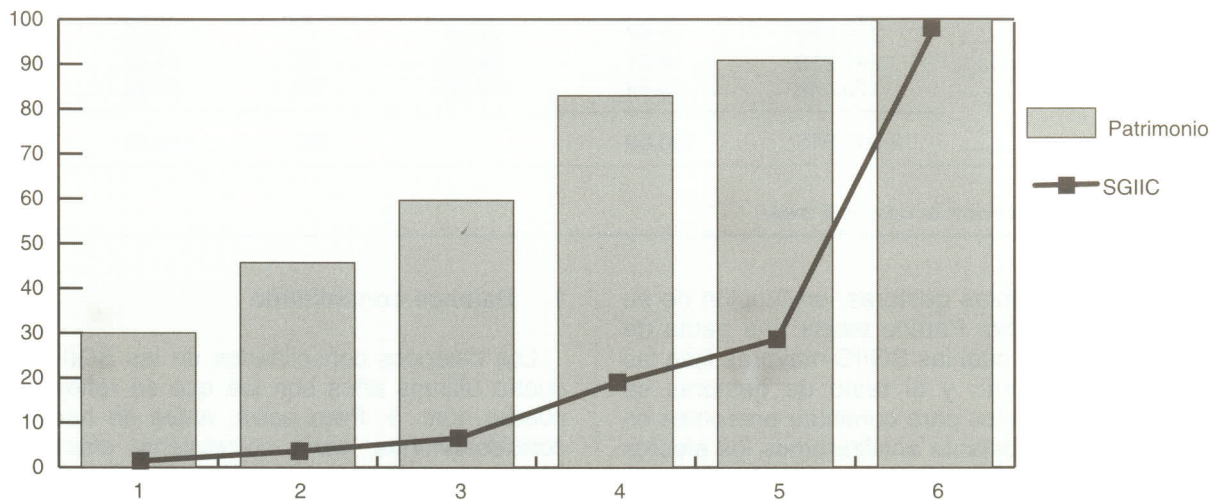
Los balances consolidados de las SGIIC de los cuatro últimos años son los que se reflejan en el cuadro núm. 5. Pero quizá, antes de hacer otras consideraciones, sería conveniente efectuar una breve referencia a la normativa que afecta al funcionamiento de las SGIIC con incidencia en sus estados financieros para encuadrar de manera adecuada las conclusiones de su análisis.

En relación al activo, el Reglamento de IIC establece que al menos un porcentaje equivalente al 60 por 100 de los recursos propios exigibles a cada gestora debe encontrarse materializado en deuda pública o en otros activos admitidos a negociación en una bolsa de valores. Por esta razón, y a pesar de tener una muy elevada liquidez, la cartera de valores se ha incluido dentro del activo fijo. El resto debe estar invertido en activos adecuados al cumplimiento del objeto social exclusivo de las SGIIC. En cuanto al pasivo, recordar la exigencia de un capital social mínimo de 50 millones de pesetas y unos recursos propios adicionales en función del patrimonio administrado. Concretamente, se exigen recursos propios equivalentes al 5 por 1.000 del volumen administrado en tanto éste no alcance los 10.000 millones de pesetas y un 3 por 1.000 del exceso. Asimismo, se limitan las posibilidades de endeudamiento al 20 por 100 del activo y siempre que el mismo sea para financiar activos de libre disposición.

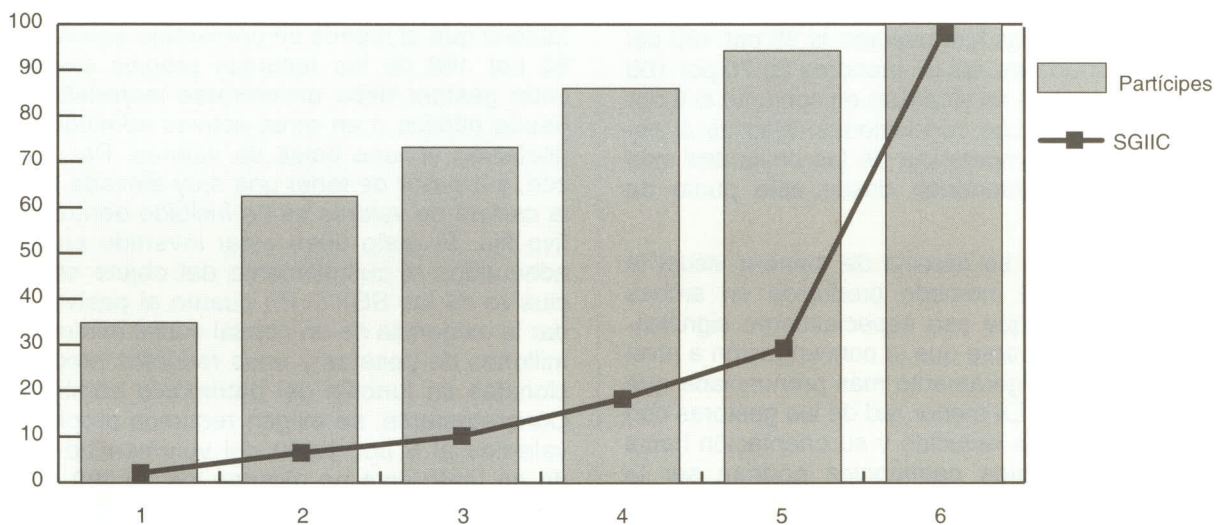
Así pues, sin necesidad de analizar los datos concretos de las gestoras, ya podríamos adelantar que, como consecuencia de las limitaciones al endeudamiento y de la obligatoriedad de invertir una parte significativa de su activo en valores negociados, su balance agregado debería reflejar una situación saneada, por lo que respecta a su estructura patrimonial, siempre que se estuviese cumpliendo con la normativa en vigor, tal y como ocurre con carácter general. A diferencia de otras empresas del ámbito financiero a las que se les exigen

GRÁFICO 1  
CONCENTRACIÓN DEL MERCADO  
(En porcentaje)

Concentración de patrimonio por SGIC



Concentración de partícipes por SGIC



unos recursos propios mínimos, en el caso de las SGIC esta exigencia no tiene por finalidad directa cubrir los riesgos típicos de su actividad, pues el negocio de la gestión de IIC no implica la asunción de riesgos de naturaleza financiera al no integrar en sus balances los patrimonios que administran. A pesar de todo ello, del estudio del balance consolidado pueden extraerse algunas conclusiones que ayudarán posteriormente a matizar en alguna medida los resultados que se obtendrán al observar el comportamiento de la cuenta de pérdidas y ganancias del sector.

Un primer dato a destacar de la composición del activo de las SGIC es el del escaso peso relativo del inmovilizado. Se podía esperar que no fuese la principal partida del activo, teniendo en cuenta la obligación de invertir una parte importante de los recursos propios en determinados valores, como ya se ha señalado. Sin embargo, el hecho de que sólo exista una inversión en infraestructura por importe de 4.187 millones en 1995, resulta bastante llamativo. Incluso la importancia relativa de esta partida sobre el activo total ha disminuido en los ejercicios analizados, a pesar de que su importe ha aumen-

**CUADRO NÚM. 5  
BALANCES CONSOLIDADOS**

	1992		1993		1994		1995	
	Importe (millones)	Porcentaje s/total	Importe (millones)	Porcentaje s/total	Importe (millones)	Porcentaje s/total	Importe (millones)	Porcentaje s/total
<b>Activo .....</b>	<b>65.453</b>	<b>100,00</b>	<b>93.701</b>	<b>100,00</b>	<b>111.486</b>	<b>100,00</b>	<b>120.426</b>	<b>100,00</b>
<i>Activo circulante .....</i>	17.448	26,66	24.089	25,71	23.333	20,93	26.784	22,24
Tesorería .....	6.638	10,14	8.001	8,54	5.939	5,33	10.528	8,74
Deudores .....	10.810	16,52	16.088	17,17	17.394	15,60	16.256	13,50
<i>Activo fijo .....</i>	48.005	73,34	69.612	74,29	88.153	79,07	93.642	77,76
Fondos públicos .....	26.950	41,17	48.695	51,97	62.995	56,50	73.953	61,41
Otros valores .....	17.135	26,18	16.845	17,98	21.346	19,15	15.245	12,66
Inmovilizado .....	3.403	5,20	3.356	3,58	3.294	2,95	4.187	3,48
Gastos amortizables ....	517	0,79	716	0,76	518	0,46	257	0,21
<b>Pasivo .....</b>	<b>65.453</b>	<b>100,00</b>	<b>93.701</b>	<b>100,00</b>	<b>111.486</b>	<b>100,00</b>	<b>120.426</b>	<b>100,00</b>
<i>Pasivo circulante .....</i>	16.508	25,22	26.317	28,09	31.957	28,66	32.020	26,59
Acreedores CP .....	16.508	25,22	26.317	28,09	31.957	28,66	32.020	26,59
<i>Financiación básica .....</i>	48.945	74,78	67.384	71,91	79.529	71,34	88.406	73,41
Capital .....	22.821	34,87	26.378	28,15	28.306	25,39	28.985	24,07
Reservas .....	12.699	19,40	18.633	19,89	28.472	25,54	34.305	28,49
Resultado del ejercicio .	28.038	42,84	39.139	41,77	48.801	43,77	46.521	38,63
Dividendo a cuenta .....	- 15.064	- 23,01	- 18.437	- 19,68	- 28.389	- 25,46	- 25.272	- 20,99
Acreedores LP .....	261	0,40	201	0,21	159	0,14	323	0,27
Otros .....	190	0,29	1.470	1,57	2.180	1,96	3.544	2,94

**Ratios sobre estructura del balance**

Ratio	1992	1993	1994	1995
Composición activo AC/AF .....	0,36	0,35	0,26	0,29
Endeudamiento PC/FB .....	0,34	0,39	0,40	0,36
Solvencia AC/PC .....	1,06	0,92	0,73	0,84
Liquidez Tesor/PC .....	0,40	0,30	0,19	0,33
Financiación activo fijo AF/FB .....	0,98	1,03	1,11	1,06
Financiación actividad PC/AC+I .....	0,77	0,93	1,17	1,03

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

tado ligeramente. Este dato pone de relieve cierta dependencia de las SGIIC en relación a sus matrices por lo que respecta al uso de infraestructuras. La gestión de IIC precisa de medios materiales y humanos adecuados, y si el balance no muestra la existencia de los primeros, parece que una explicación posible sería el uso de los de la matriz. Esta podría no ser la situación más deseable para garantizar la independencia entre gestoras y depositarios de fondos, exigida por la normativa de IIC, de manera especial cuando ambas entidades pertenecen al mismo grupo económico.

Otra serie de aspectos de la estructura del balance consolidado a señalar, y que se reflejan en las ratios que al respecto se han calculado, son los siguientes:

a) *Composición del activo.* La proporción entre los activos de naturaleza circulante y los fijos se sitúa en torno a 0,3, lo cual es reflejo de las exigencias sobre inversión de una parte importante de sus recursos en valores cotizados, incluidos en el activo fijo. En cualquier caso, el hecho de que la inmensa mayoría de los activos sean muy líquidos, permite suponer que las entradas y las salidas de nuevos participantes en este sector de la actividad económica pueden realizarse de una manera rápida (al margen de los trámites administrativos que las mismas conllevan). Por otra parte, a lo largo del período analizado, este porcentaje ha ido disminuyendo de forma paulatina, lo que indica que el crecimiento del balance de las gestoras (cuyo activo prácticamente se ha duplicado en los cuatro años para los que se dispone de información) tiene su origen en

las exigencias de la normativa y no en la necesidad de realizar inversiones adicionales por el aumento del volumen de su actividad.

La importancia de los fondos públicos (el 61,41 por 100 en 1995) y de otros valores cotizados (12,66 por 100) en la composición del activo de las SGIIC implica la necesidad de analizar el riesgo de tipo de interés (y de crédito en el caso de títulos emitidos por emisores privados) asumido por las gestoras. Sin embargo, carecemos de la información necesaria para poder realizar alguna aproximación al respecto, aunque más adelante se observará la estabilidad de los rendimientos generados por la cartera de valores durante unos años en los que los mercados han sido bastante volátiles, lo que parece indicar gran prudencia de los gestores en lo que respecta a la inversión de su propia cartera de valores.

Respecto a otros saldos deudores, la posible existencia de morosos es prácticamente nula, ya que recogen de manera principal los importes correspondientes a comisiones pendientes de cobro. Puesto que la orden de pago de tales importes es tramitada por la propia SGIIC, la probabilidad de impagos por este concepto está prácticamente descartada.

b) *Endeudamiento.* Para las SGIIC, el pasivo circulante no refleja un auténtico endeudamiento, entendiéndose como tal el recurso voluntario a la financiación ajena, puesto que en realidad, con la excepción del reducido importe que figura como acreedores a largo plazo, los saldos acreedores corresponden a partidas que no resultan exigibles a la fecha del balance, principalmente administraciones públicas (impuestos), comisiones de distribución a pagar y dividendos cuya distribución se ha acordado. Al margen de este aspecto, puede destacarse lo saneado del balance de las SGIIC desde esta perspectiva, toda vez que en ningún caso los pasivos exigibles superan el 0,4 de los recursos propios totales. En cuanto a su evolución en el período 1992-1995, su estabilidad durante dichos años ha sido notoria.

c) *Solvencia.* La más conocida forma de aproximación a la solvencia a corto plazo de una empresa consiste en analizar hasta qué punto sus activos circulantes de naturaleza financiera permitirían hacer frente al pasivo exigible a corto plazo, es lo que se conoce como el *acid test*. Pero los resultados para el caso de las SGIIC hay que tomarlos con ciertas cautelas. Efectivamente, a pesar de que esta *ratio* parecería indicar la eventual existencia de problemas de liquidez, pues en general es menor de la unidad, nada más lejos de la realidad, puesto que, como ya se ha citado, gran parte del resto de activos son muy líquidos. Teniendo esto en cuenta, podría decirse que para todos los años analizados los activos realizables a corto plazo permitirían hacer frente sin problema alguno a las «deudas» que resulten exigibles. Esta situación coincide plenamente

con los comentarios que anticipábamos en relación a que la exigencia de recursos propios mínimos a las SGIIC no está directamente relacionada con la cobertura de los riesgos derivados de su actividad.

d) *Liquidez.* El análisis de la solvencia a más corto plazo supone poner en relación los saldos disponibles con el pasivo circulante en un intento de comprobar la liquidez de la empresa, incluso en el supuesto de que tuviese problemas para liquidar sus activos de naturaleza circulante. Este ejercicio no resulta especialmente interesante para las SGIIC, pues la hipótesis de que su cartera financiera podría tener problemas de realización resulta verdaderamente poco probable. En cualquier caso, puede destacarse cómo los saldos de tesorería permitirían, con carácter general, hacer frente a una parte importante (entre el 30 y el 40 por 100) de las necesidades financieras a corto plazo, con la excepción del ejercicio 1994, en el que la *ratio* se reduce al 19 por 100. En esta *ratio* más que en otras pudiera notarse la distorsión de operar con saldos a una fecha concreta, que pueden no ser reflejo exacto de la situación producida en media durante el período.

e) *Financiación del activo fijo.* El valor de la *ratio* oscila en torno a la unidad durante todos los ejercicios, lo cual resulta coherente con la exigencia de mantener una parte significativa de los recursos propios invertida en valores y dado el poco peso que tiene la partida de Inmovilizado.

f) *Financiación de la actividad.* Esta *ratio*, que al contrario de las demás no es de las llamadas clásicas, trata de medir la capacidad de financiación del pasivo circulante, que como se ve supera en cuantía a la suma de activo circulante e inmovilizado. Esto indica que el conjunto de las SGIIC, de no ser por las exigencias legales, podría funcionar sin recursos propios. Es, sin duda, una apreciación exagerada, pero que indica la naturaleza de los recursos propios en las SGIIC: casi no son más que una barrera de entrada.

Como conclusión global, de las *ratios* analizadas en relación a la estructura patrimonial de las SGIIC puede sostenerse la elevada solvencia y solidez de sus balances, tal y como anticipábamos a partir de la lectura de la normativa que les afecta.

## 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Al igual que con el balance, hemos reestructurado la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de las SGIIC para facilitar su análisis. Para ello hemos elaborado un modelo «en cascada», separando los márgenes de la gestión de IIC (su actividad principal) de los derivados de la gestión de su propia cartera de valores (actividad derivada de las obligaciones impuestas por la normativa en relación



a la composición de su activo). Para cada ingreso o gasto se ha incluido una columna indicando el porcentaje que representa sobre el total de los ingresos por comisiones, por ser ésta su actividad típica, a pesar de que tengan otras fuentes de ingresos. El modelo utilizado aparece en el cuadro núm. 6, en el que se ha incluido asimismo información relativa al número de empleados y algunas de las *ratios* habitualmente utilizadas para analizar la eficiencia de las empresas.

Antes de pasar a comentar sus contenidos, hemos de destacar que, a diferencia de lo que ocurría con el balance, lógicamente no existe imposición legal alguna que afecte a la cuenta de pérdidas y ganancias, con excepción de la limitación al objeto social de las SGIC cuyos efectos se traducen en la naturaleza de sus ingresos. Por ello, esta cuenta debería ser la traducción, en términos de márgenes obtenidos, de la competencia establecida en el sector. Cuanta más competencia interna exista, más estrechos deberían ser los márgenes de los partici-

pantes en el sector. Si la competencia fuese perfecta, las remuneraciones medias a los recursos aportados equivaldrían a la obtenida por los activos sin riesgo más la prima de riesgo imputable a la actividad de gestión de patrimonios ajenos. El análisis que sigue nos demuestra que la realidad parece estar bastante alejada de esta situación.

Como primera observación puede destacarse que, para todos los años, los destinos prioritarios de las comisiones cobradas por las gestoras son la remuneración a los distribuidores y la obtención de beneficios. Ambos conceptos no representan nunca de manera conjunta menos del 82 por 100 de los ingresos citados, aunque sus proporciones respectivas han variado.

El margen de gestión refleja la diferencia entre los ingresos por comisiones y la cesión de las mismas en concepto de gastos de distribución. En el conjunto de los años analizados dicho margen ha disminuido como consecuencia del aumento de los

**CUADRO NÚM. 6**  
**CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA SGIC**

	1992		1993		1994		1995	
	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje por comisión
Ingresos por comisiones .....	84.206	100,00	115.987	100,00	175.906	100,00	163.697	100,00
Comisiones cedidas .....	40.796	48,45	60.267	51,96	99.773	56,72	93.159	56,91
<i>Margen de gestión</i> .....	43.410	51,55	55.720	48,04	76.133	43,28	70.538	43,09
Otros ingresos de explotación ..	117	0,14	201	0,17	130	0,07	140	0,09
Gastos personal .....	4.847	5,76	5.830	5,03	6.767	3,85	8.026	4,90
Resto gastos explotación .....	7.293	8,66	7.005	6,04	10.922	6,21	9.004	5,50
<i>Margen de explotación</i> .....	31.387	37,27	43.086	37,15	58.574	33,30	53.648	32,77
Resultado neto cartera valores .	4.663	5,54	7.848	6,77	5.402	3,07	8.572	5,24
<i>Margen ordinario</i> .....	36.050	42,81	50.934	43,91	63.976	36,37	62.220	38,01
Resultado extraordinarios .....	353	0,42	150	0,13	-86	-0,05	-230	-0,14
<i>Resultados antes impuestos</i> .	36.403	43,23	51.084	44,04	63.890	36,32	61.990	37,87
Impuestos .....	8.365	9,93	11.870	10,23	15.088	8,58	15.469	9,45
Resultado neto .....	28.038	33,30	39.214	33,81	48.802	27,74	46.521	28,42
Número de empleados .....	870		986		1.058		1.138	

**Ratios de eficiencia**

*Productividad personal*

Ingresos comisiones/núm. empleados (M) .....

	96,79	117,63	166,26	143,85
--	-------	--------	--------	--------

*Productividad activos*

Ingresos comis./Activos medios (%) .....

	128,65	145,75	171,46	141,17
--	--------	--------	--------	--------

*Rentabilidad cartera*

Rdo. neto cartera/cartera media (%) .....

	10,58	14,32	7,21	9,88
--	-------	-------	------	------

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

gastos de comercialización, que han pasado de suponer un 48,45 por 100 de los ingresos a cerca del 57 por 100. Debe resaltarse que el importe de las comisiones cedidas como remuneración a los distribuidores no se ha resentido de la disminución en las suscripciones producida a nivel global del sector durante 1994 y 1995. Ello es así por el sistema de repercusión de tales gastos desarrollado en el mercado español, que consiste en ceder un porcentaje de las comisiones de gestión, y que no está directamente vinculado a las aportaciones de patrimonio captadas por los vendedores.

En cuanto a los gastos de explotación, son de destacar en primer lugar los relativos al personal. Al analizar el balance agregado indicábamos que la actividad de gestión de IIC requiere de medios técnicos y humanos adecuados, sin que pareciera en aquel momento que las inversiones en inmovilizado resultarían suficientes para atender el volumen de negocio alcanzado por las SGIIC. Por lo que se refiere a los gastos de personal, se aprecia un notable incremento en su importe durante los años objeto de análisis. Aumento explicado en una parte muy importante por el incremento experimentado en la plantilla global, pues ha pasado de 870 empleados a 1.138 a lo largo del período, lo que parece indicar una progresiva dotación de recursos humanos adecuados para el desarrollo de su actividad por las SGIIC. Adicionalmente, puede observarse el descenso en el porcentaje de los gastos de personal sobre los ingresos por comisiones de gestión, lo que muestra un aumento en la productividad del mismo.

El resto de gastos de explotación incluye los costes adicionales soportados por las SGIIC. Dentro de ellos se incluyen algunos, tales como servicios exteriores, alquiler de equipos informáticos, etc., que pudieran matizar en parte nuestros comentarios en relación a la aparente escasez de medios técnicos disponibles. Efectivamente, la utilización de los medios técnicos de las matrices a las que más arriba aludíamos como una posible explicación de ello no plantearía objeción alguna siempre que las relaciones entre la SGIIC y su matriz se estableciesen en términos adecuados, esto es, siempre que la gestora soportase el coste derivado de los servicios utilizados. Así pues, en la medida en que las gestoras y sus matrices hayan arbitrado unas relaciones entre ellas en términos de independencia, el saldo del resto de gastos de explotación debería recoger la remuneración satisfecha por las SGIIC a sus matrices como pago a la eventual utilización de parte de sus medios.

No puede pasarse por alto el elevado porcentaje de las comisiones de gestión que permanecen como beneficios de las gestoras, beneficios a los que habría que añadir los derivados de la gestión de cartera de valores propia, para obtener el dato de ganancias totales anuales. Puede decirse que la *ratio* del beneficio sobre el volumen de facturación (ingresos por comisiones para las SGIIC) constituye

una medida global de la rentabilidad. De la observación de dicha *ratio* pueden realizarse dos comentarios: en primer lugar, el elevado margen del sector, pues aproximadamente un tercio de los ingresos por comisiones permanece como beneficio neto; en segundo, la reducción que se ha producido durante los años para los que se puede calcular el dato. En cualquier caso, entendemos que esta ligera reducción debe interpretarse más como «redistribución» de los ingresos dentro de los grupos que como un estrechamiento de las ganancias del sector, dado que el coste fundamental reflejado por la cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC (comisiones de comercialización) corresponden generalmente a ingresos de otras entidades pertenecientes al mismo grupo económico dedicadas, entre otras actividades, a la comercialización de fondos.

En cuanto a las *ratios* relativas a la productividad y los márgenes sobre la facturación global puede destacarse lo siguiente:

a) *Facturación por empleado.* A pesar del aumento del número de trabajadores producido en el sector durante el período analizado, se puede apreciar un aumento significativo del volumen de ingresos por comisiones por cada empleado, aunque el dato del ejercicio de 1995 resulta inferior al de 1994 como consecuencia del descenso de ingresos por comisiones que se produjo en el último ejercicio.

b) *Productividad de los activos.* En el período analizado el “apalancamiento” de los activos (entendiéndose como tal el cociente entre los ingresos por comisiones y el tamaño medio del balance) ha aumentado sensiblemente, con un máximo del 171,46 por 100 en 1994.

La mejora producida en la productividad del sector, que se aprecia de las dos *ratios* anteriores y que coincide con un incremento del patrimonio gestionado a nivel global, es un indicio que permite adelantar la existencia de economías de escala en la gestión de instituciones de inversión colectiva a medida que aumenta el volumen administrado. Más adelante desarrollaremos ampliamente este tema.

c) *Rentabilidad de la cartera.* Respecto a los resultados netos obtenidos en la cartera de valores, destacan su relativa estabilidad y el escaso efecto que parecen haber tenido sobre ellos la evolución negativa de los mercados financieros, principalmente durante 1994. Esto podría ser señal de una gran prudencia por parte de los gestores en la administración de su cartera por cuenta propia, para la cual estarían asumiendo menores riesgos de tipo de interés que los asumidos para las IIC que administran. No disponemos de la información de detalle para la constatación de la impresión que acabamos de comentar, aunque todo parece apuntar a que una parte importante de las carteras de las SGIIC se estaría manteniendo en *repos* a corto plazo. En cualquier caso, este reducido nivel de asunción de riesgos de tipos de interés por parte de las SGIIC

parece una actitud acertada si se tiene en cuenta que su objetivo no es el de especular con las inversiones mínimas que les resultan exigibles, sino la gestión de patrimonios ajenos. Por otra parte, el establecimiento de políticas de inversión prudentes para sus carteras es la mejor forma de garantizar permanentemente el cumplimiento tanto del nivel mínimo de recursos propios exigidos como de las reglas relativas a su inversión.

El análisis de los estados financieros desde un punto de vista económico puede completarse con un desglose del valor añadido a escala global por el sector. En el cuadro núm. 7 se refleja un detalle de la aproximación a este concepto en función de los receptores del mismo: empleados, accionistas, autofinanciación (empresa) y Estado (impuestos). Lógicamente su evolución está explicada por el crecimiento en los patrimonios gestionados producido durante los años de referencia. A destacar dos aspectos: la poca variación de los porcentajes sobre el total y el hecho de que el 55 por 100 esté destinado a la retribución del capital.

### 3. Desglose por grupos financieros

Si bien el análisis del balance consolidado de las SGIIC por grupos financieros no aporta nada importante digno de mención, por lo que no se ha considerado de interés para incluirlo en el presente artículo, el estudio de la cuenta de pérdidas y ganancias por grupos financieros, cuyo detalle para 1995 aparece en el cuadro núm. 8, pone de manifiesto importantes diferencias entre las gestoras dependientes de los diferentes grupos financieros, entre las que cabe resaltar:

a) Las diferencias que se aprecian en los márgenes de gestión ponen de manifiesto las distintas prácticas en cuanto a cesión de comisiones a los comercializadores. Las gestoras de cajas de ahorro son las que soportan unos mayores costes de comercialización con mucha diferencia sobre las demás.

b) Debe destacarse también el mayor peso en la cuenta de resultados de las gestoras de SAV de

los gastos de personal. De hecho, tienen en conjunto un número de empleados bastante aproximado al de las gestoras encuadradas en el grupo de cajas, a pesar de que administran un patrimonio sensiblemente menor. Este hecho se repite de manera muy similar en lo referente al resto de los gastos de explotación.

c) Todo ello tiene su reflejo en la relación entre resultado neto e ingresos por comisiones. Esta *ratio* es la mitad en las gestoras de sociedades y agencias de valores que en las de las cajas de ahorros y la tercera parte que en las pertenecientes a entidades bancarias.

Respecto a las *ratios* relativas a la eficiencia, en función del grupo económico al que pertenece la matriz, su análisis muestra claramente la existencia de grandes diferencias entre los grupos de bancos y cajas de ahorros y el resto. Las discrepancias son tan significativas que casi podría hablarse de distintos negocios en función del tamaño de los patrimonios administrados. Por ejemplo, los ingresos de comisiones por empleado tienen dimensiones tan distintas, en uno u otro caso, que permiten anticipar los problemas de viabilidad que tendrían las entidades de menor tamaño si se estableciese una competencia en precios entre las más grandes. Es posible que no todas las gestoras con reducidos volúmenes de patrimonio pudieran mantenerse en el mercado si se iniciase un descenso en las comisiones de gestión repercutidas a los fondos.

Se aprecian diferencias importantes en la productividad de los activos. Puede observarse que las gestoras de cajas son las que obtienen un mayor rendimiento a su balance. Es decir, serían éstas las que estarían obteniendo mayores ingresos en relación a los activos destinados a esta actividad. Por contra, las gestoras de menor apalancamiento a sus balances son las del grupo «otros», por lo que podría afirmarse que en ellas tienen más efecto los mínimos legales establecidos para el tamaño de los balances de entidades gestoras de IIC (mínimos, por otra parte, ciertamente reducidos).

CUADRO NÚM. 7  
DESGLOSE DEL VALOR AÑADIDO POR LAS SGIIC

	1992		1993		1994		1995	
	Millones	Porcentaje	Millones	Porcentaje	Millones	Porcentaje	Millones	Porcentaje
Trabajo (gastos personal) .....	4.847	12,44	5.830	11,19	6.767	10,30	8.026	11,61
Accionistas (dividendos).....	21.452	55,06	28.209	54,17	35.963	54,75	38.270	55,36
Empresa (reservas) .....	4.300	11,04	6.168	11,84	7.862	11,97	7.367	10,66
Estado (impuestos) .....	8.365	21,47	11.870	22,79	15.088	22,97	15.469	22,38
Total .....	38.964	100,00	52.077	100,00	65.680	100,00	69.132	100,00

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

**CUADRO NÚM. 8**  
**CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA SGIIC POR GRUPOS FINANCIEROS**

	Bancos		Cajas		SAV		Otros		Total	
	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión	Importe (millones)	Porcentaje s/ingresos por comisión
Ingresos por comisiones .....	97.977	100,00	49.186	100,00	8.948	100,00	7.586	100,00	163.697	100,00
Comisiones cedidas .....	50.615	51,66	33.391	67,89	4.811	53,77	4.342	57,24	93.159	56,91
<i>Margen de gestión</i> .....	47.362	48,34	15.795	32,11	4.137	46,23	3.244	42,76	70.538	43,09
Otros ingresos de explotación .....	49	0,05	27	0,05	33	0,37	31	0,41	140	0,09
Gastos personal .....	3.572	3,65	1.631	3,32	1.638	18,31	1.185	15,62	8.026	4,90
Resto gastos explotación .....	4.835	4,93	1.676	3,41	1.613	18,03	880	11,60	9.004	5,50
<i>Margen de explotación</i> .....	39.004	39,81	12.515	25,44	919	10,27	1.210	15,95	53.648	32,77
Resultado neto cartera valores ....	4.804	4,90	2.660	5,41	420	4,69	688	9,07	8.572	5,24
<i>Margen ordinario</i> .....	43.808	44,71	15.175	30,85	1.339	14,96	1.898	25,02	62.220	38,01
Resultados extraordinarios .....	- 282	- 0,29	53	0,11	5	0,06	- 6	- 0,08	- 230	- 0,14
<i>Resultado antes impuestos</i> .....	43.526	44,42	15.228	30,96	1.344	15,02	1.892	24,94	61.990	37,87
Impuestos .....	10.612	10,83	3.978	8,09	439	4,91	440	5,80	15.469	9,45
<i>Resultado neto</i> .....	32.914	33,59	11.250	22,87	905	10,11	1.452	19,14	46.521	28,42
Número de empleados .....	473		243		221		201		1.138	

**Ratios de eficiencia por grupos**

*Productividad personal*

Ingresos comisiones/núm. empleados (M) .....	207,14	202,41	40,49	37,74	143,85
--	--------	--------	-------	-------	--------

*Productividad activos*

Ingresos comisión/activos medios (%) .....	139,54	170,08	131,84	75,61	141,17
--	--------	--------	--------	-------	--------

*Rentabilidad cartera*

Rendimiento neto cartera/cartera media (%) .....	9,20	11,99	9,43	8,68	9,88
--	------	-------	------	------	------

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

#### 4. Análisis de la rentabilidad

La rentabilidad del capital invertido en gestoras de IIC puede analizarse desde diversas perspectivas. Poniendo en relación los beneficios netos obtenidos con el activo necesario para generarlos, con los recursos aportados por sus propietarios o con la suma de éstos más los generados y acumulados en la propia empresa. Alternativamente, puede compararse el patrimonio gestionado con el beneficio neto no como una medida específica de rentabilidad, sino como un indicador de la eficiencia para el conjunto del sistema financiero de la intermediación de patrimonios mediante IIC. Finalmente, desde la óptica de los accionistas de las SGIIC, debe analizarse la rentabilidad por dividendos.

El cuadro núm. 9 refleja el importe de los distintos conceptos de rentabilidad citados para las SGIIC en los años 1992 a 1995. Aunque pueden efectuarse

numerosas matizaciones, la primera impresión de la observación de las magnitudes incluidas en dicho cuadro es la robustez de las cuentas de resultados del sector, pudiéndose calificar las cifras de espectaculares. Efectivamente, las diferentes tasas de rentabilidad que se observan no parecen propias de un segmento de la actividad económica con un nivel de riesgo bastante limitado, como es la gestión de patrimonios ajenos, sino más bien las que se obtienen en negocios con mucho riesgo.

Puesto que todas las *ratios* apuntan en el mismo sentido, no nos extenderemos individualmente sobre cada uno de ellos. Quizá las más significativas sean las relativas a la rentabilidad total de los recursos propios mantenidos, cuyo importe medio para el sector oscila entre el 63 y el 73 por 100. Ciertamente, constituyen tasas de rentabilidad desconocidas e impropias de negocios relativamente estables en términos del riesgo asumido por los

**CUADRO NÚM. 9**  
**RATIOS DE RENTABILIDAD**  
**(En porcentaje)**

		1992	1993	1994	1995
Activo total	Beneficio neto/activo total medio .....	42,84	49,28	47,57	40,12
Recursos propios	Beneficio neto/RP medios .....	66,75	70,83	72,86	62,94
	Dividendos/RP medios .....	51,07	50,95	53,69	51,78
Accionistas	Beneficio neto/capital social medio .....	122,86	159,41	178,49	162,40
	Dividendos/capital social medio .....	94,00	114,67	131,53	133,60
Patrimonio gestionado	Beneficio neto/patrimonio medio .....	0,50	0,50	0,42	0,41

**Por grupos financieros 1995**

		Bancos	Cajas	SAV	Otros	Total
Activo total	Beneficio neto/activo total medio .....	46,88	38,90	13,33	14,47	40,12
Recursos propios	Beneficio neto/RP medios .....	78,21	60,53	17,23	18,16	62,94
	Dividendos/RP medios .....	67,93	49,19	3,62	4,40	51,78
Accionistas	Beneficio neto/capital social medio .....	252,77	133,35	42,63	28,67	162,40
	Dividendos/capital social medio .....	219,54	108,35	8,95	6,95	133,60
Patrimonio gestionado	Beneficio neto/patrimonio medio .....	0,48	0,34	0,17	0,25	0,41

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

aportantes del capital. Probablemente sea necesario efectuar algunas matizaciones de carácter general que podrían relativizar, en alguna medida, las conclusiones derivadas de la observación de las *ratios* ahora comentadas:

a) Debe recordarse el escaso peso del activo fijo en el balance agregado del sector que podría implicar una utilización de medios técnicos de las entidades matrices. Si el coste imputable a ellos no se repercutiera adecuadamente a las SGIIC, resulta evidente que sus cuentas de resultados ofrecerían resultados superiores a los reales. No existe ninguna información que nos permita cuantificar la posible incidencia de esta situación, aunque, como aproximación indirecta a este fenómeno, podemos destacar que sólo una parte marginal de los informes de auditorías de SGIIC aluden a la existencia de relaciones comerciales con empresas del grupo a partir de criterios no estrictamente económicos, por lo que parece que no debería ser una práctica muy extendida.

b) Otra posible matización es la utilización de recursos humanos pertenecientes a otras empresas del grupo. Esta situación también se traduciría en una cifra de beneficios superiores a los reales si no se estuviese pagando el coste proporcional. En este sentido, de la información correspondiente a 1995 se deduce que nueve entidades gestoras declaran no tener empleados en plantilla, veintiuna declaran entre uno o dos y otras doce dicen contar con tres empleados solamente. El patrimonio conjunto administrado por todas ellas asciende a 1,3 billones. Todo ello parece apuntar en el sentido que comentábamos: utilización de personal en nómina de otras empresas del grupo.

En relación a ambos aspectos debe destacarse que, en una encuesta realizada entre participantes del sector por la CNMV, llevada a cabo entre julio y agosto de 1993, el 73,3 por 100 de los encuestados manifestaron que las sociedades gestoras aprovechan los recursos técnicos y humanos del grupo. Sin embargo, aunque en el ámbito del sector la cuantificación de estos fenómenos pudiera disminuir la cifra de rentabilidad, no parece que sus efectos fuesen muy significativos, por lo que la rentabilidad seguiría situándose en niveles elevados. Por otra parte, como más adelante se comenta, también existen indicios que apuntan a que, en algunas entidades, la situación real en cuanto a resultados obtenidos podría ser superior a la reflejada por su cuenta de pérdidas y ganancias.

Cuando se estudian estas *ratios* distinguiendo por grupos financieros (algo que puede hacerse para 1995 con la información del mismo cuadro) se aprecia la importancia del tamaño del patrimonio gestionado en relación a la rentabilidad de los recursos destinados a la actividad. Las tasas de rentabilidad obtenidas por las gestoras de SAV no tienen nada que ver con los bancos y cajas de ahorros. El beneficio neto sobre recursos propios de las primeras (17,23 por 100) se aproxima mucho más a lo que podría considerarse como un nivel de beneficio normal. En cuanto a las diferencias observadas para bancos y cajas en esta *ratio* están originadas por el mayor importe de las comisiones de distribución cedidas por estas últimas, como ya se ha indicado.

Las cosas cambian bastante cuando se analiza la situación a escala individual, pues el espectro de

rentabilidad sobre recursos propios es tremendamente amplio. En el cuadro núm. 10 se presenta información sobre su evolución por tramos. Se aprecia la coexistencia de sociedades gestoras con rentabilidades superiores al 100 por 100; de hecho, en algunos años, algunas entidades han alcanzado el 400 por 100, con otras con rentabilidades negativas o inferiores al 15 por 100. Con un carácter meramente orientativo, podría suponerse una rentabilidad del 15 por 100 anual como el umbral a partir del cual se hace atractiva la presencia en el negocio, esto es, se estaría obteniendo una prima de riesgo adecuada, ya que remuneraciones inferiores podrían obtenerse con inversiones prácticamente sin riesgo. Pues bien, debe resaltarse el elevado porcentaje de SGIIC que cada año estarían obteniendo remuneraciones por debajo de ese mínimo que en algunos casos (años 1992 y 1995) supone prácticamente la mitad del sector en cuanto al número de entidades.

Podría pensarse que no son siempre las mismas gestoras las que obtienen peores rentabilidades, pero ello no parece confirmarse al observar la columna relativa a las rentabilidades medias en el período 1992-1995. La información en ella recogida es la agrupación por tramos de las gestoras en función de sus rentabilidades medias anuales. Sólo se han tenido en cuenta las entidades registradas al final de 1992 que permanecían en el Registro en 1995. En el conjunto de los cuatro años hay 16 entidades que obtienen rentabilidades medias negativas y otras 32 que no alcanzan tasas del 15 por 100 anuales. También resulta interesante destacar que los abandonos de actividad producidos parecen haber afectado únicamente a las entidades menos rentables, puesto que las 20 bajas producidas corresponden a las entidades encuadradas en los tramos inferiores al 15 por 100.

Por otra parte, habría que plantear la cuestión de cuáles son los motivos por los que los grupos que no están obteniendo rentabilidades satisfactorias permanecen en el mercado. Es probable que la respuesta se encuentre en los ingresos que ge-

neran las SGIIC para otras entidades del grupo. Efectivamente, tal y como se verá más adelante, la distribución de fondos en nuestro país se efectúa de manera predominante a través de intermediarios financieros pertenecientes al mismo grupo económico, debiéndose por otra parte recordar (véase nuestro artículo de este número sobre rentabilidades y costes de los fondos) que una parte importante de las comisiones de gestión (aproximadamente el 58 por 100) se ceden a los distribuidores, por lo que en algunos casos las gestoras son una fuente de ingresos por comisiones importantes para otras empresas del grupo de manera adicional a la rentabilidad que obtienen directamente.

La última columna del cuadro núm. 10 intenta reflejar, aunque de una manera imprecisa, este efecto. En ella se agrupan las SGIIC, para 1995, en función del importe que representan los beneficios netos más las comisiones de distribución cedidas sobre los recursos propios medios del ejercicio. Los resultados son bastante significativos. Cincuenta y dos entidades, el 41 por 100 de las activas, superan el 100 por 100. Por otra parte, el número de entidades en tramos inferiores al 15 por 100 se reduce prácticamente a la mitad. Cierto es que en esta *ratio* no se incluye información sobre los costes incurridos por los distribuidores del grupo, que obviamente sería necesario considerar, pero da una idea aproximada de la importancia de la cesión de comisiones.

En esta línea no parece demasiado arriesgado decir que es bastante probable que algunas gestoras estén disminuyendo sus cifras de resultados mediante la cesión de unas comisiones de distribución superiores al precio real del servicio prestado. Esta hipótesis parece confirmarse por el hecho de que existan entidades que ceden más del 80 por 100 de las comisiones de gestión que reciben a intermediarios de su grupo como retribución a su labor de comercialización. El patrimonio a escala global administrado por las gestoras en las que se produce esta circunstancia se aproxima a los 3,76

CUADRO NÚM. 10  
RENTABILIDAD DE LAS SGIIC  
(En porcentaje)

	1992	1993	1994	1995	Media 1992-1995	(Benef. + C. distr.)/RP 1995
> 100 .....	12	14	11	9	8	52
100-50 .....	13	11	19	15	16	23
50-30.....	24	30	20	16	21	12
15-30 .....	22	31	27	27	28	14
0-15 .....	49	43	42	55	32	25
< 0 .....	21	11	15	11	16	7
Total .....	141	140	134	133	121	133

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

billones de pesetas. Esta matización a los resultados de las gestoras es importante porque actúa de manera inversa sobre su cuenta de resultados a las efectuadas anteriormente en relación a la ausencia de medios técnicos y humanos en algunos casos. Pero también, y de manera fundamental, porque, como consecuencia de ello, se ampliarían los márgenes existentes para el descenso de comisiones. En cualquier caso, un análisis más riguroso debería disponer de información fiable sobre los costes reales imputables a la distribución, algo de lo que carecemos.

Una conclusión obvia de todo lo comentado en este punto, en relación a las abultadas rentabilidades obtenidas por las gestoras, es la existencia de márgenes suficientes como para disminuir las comisiones actualmente repercutidas a los inversores por la gestión de sus patrimonios. En el siguiente apartado se analizará esta cuestión y se cuantificará de una manera aproximada el ahorro de comisiones y, en consecuencia, la mejora en la rentabilidad obtenida por los inversores que ello podría implicar. No obstante, también debe destacarse el gran número de entidades con tasas de rentabilidad no tan saneadas y que pudieran tener problemas de viabilidad si se produjese un eventual descenso en las comisiones.

Por otra parte, también podría interpretarse que, dadas las altas tasas de rentabilidad obtenidas por las gestoras, su contribución sobre la mejora de eficiencia del sistema financiero en su conjunto resulta dudosa. Normalmente, entre las ventajas de la inversión colectiva se cita el fomento de la desintermediación financiera, puesto que pone en relación directamente a los ahorradores con los demandantes de financiación, dando por supuesto que tal desintermediación tiene por resultado una financiación más barata para éstos y la obtención de unas mayores tasas de rentabilidad para aquéllos, mejorando en consecuencia el funcionamiento global del mercado.

Pues bien, creemos que estas ventajas sí que se producen a pesar de los elevados márgenes de las SGIIC, pero el aumento en la eficiencia global podría ser mayor si se estableciesen los mecanismos adecuados de fomento de la competencia entre gestoras de manera que obtuviesen tasas de remuneración más acordes con el riesgo asumido. De hecho, volviendo al cuadro núm. 9, puede observarse que el beneficio neto representa unos porcentajes bastante reducidos sobre el patrimonio gestionado. A la misma conclusión, contribución de la inversión colectiva a la mejora en la eficiencia del sistema financiero, llega García-Vaquero (1994) después de comparar la evolución del margen de intermediación de bancos y cajas de ahorros de una parte y del margen conjunto de intermediación y de las comisiones asociadas a los fondos de otra.

#### IV. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

En este apartado se ha tratado de sintetizar diversos aspectos relacionados con la forma en que se desarrolla la competencia dentro del negocio de la gestión de fondos. Concretamente, nos referiremos en él a los mecanismos de distribución, a la existencia de intereses estratégicos con las matrices de las SGIIC y, de manera fundamental, a la identificación de economías de escala y a las posibilidades que éstas plantean para el descenso de comisiones si se establecen mecanismos incentivos de la competencia potenciadores de que, al menos parcialmente, tales economías reviertan sobre los ahorradores.

##### 1. Mecanismos de distribución

Las gestoras no efectúan directamente la venta de sus fondos de inversión, sino que recurren a otros intermediarios para ello. Estos intermediarios pueden ser empresas de su mismo grupo económico o de otros, incluso pueden ser representantes de entidades habilitadas para efectuar la comercialización de IIC. Resulta importante conocer en qué medida la distribución se está haciendo a partir de empresas vinculadas o no. A mayor relación entre las SGIIC y los vendedores de sus fondos puede esperarse que sus relaciones económicas sean más difusas, es decir, que los cobros y pagos entre ellas no respondan en todos los casos al coste efectivo del servicio prestado o recibido. No es que ello deba ser así necesariamente, pero resulta evidente que tales relaciones sólo pueden producirse cuando las dos entidades pertenecen al mismo grupo.

Más arriba se han apuntado algunos aspectos que parecen confirmar que podría estar produciéndose este fenómeno que, recordamos, eran la no repercusión a las SGIIC de los costes de los medios (técnicos o humanos) prestados por otras empresas del grupo y la cesión por parte de las SGIIC de comisiones de distribución superiores al coste efectivo del servicio. Adicionalmente, el esquema en el que el comercializador y el gestor pertenecen al mismo grupo permite el establecimiento de sistemas de comisiones poco transparentes. Un ejemplo claro de ello es la situación que se produce en los fondos españoles en los que los gastos de distribución se repercuten en la comisión de gestión y no en concepto de comisiones de suscripción, como ocurre en gran parte de los países de nuestro entorno.

En el cuadro núm. 11 puede apreciarse claramente que, en el mercado español, la comercialización se efectúa de manera mayoritaria por distribuidores pertenecientes al mismo grupo económico que la matriz. Los datos reflejados hacen referencia al total de comisiones de distribución cedidas y a qué parte de ellas se han pagado a entidades del mismo grupo, observándose algunas diferencias en

**CUADRO NÚM. 11**  
**MECANISMOS DE DISTRIBUCIÓN EN 1995**  
**(Cifras en millones)**

Tipo de grupo	Comisiones colocación	Cedidas al grupo	Porcentaje de comisiones cedidas grupo
Bancos .....	50.615	48.273	95,37
Cajas .....	33.391	26.400	79,06
SAV .....	4.811	3.894	80,94
Otros .....	4.342	3.818	87,93
<b>Total .....</b>	<b>93.159</b>	<b>82.385</b>	<b>88,43</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

función del tipo de grupo. En gestoras de bancos es marginal, de modo relativo, el recurso a comercializadores ajenos a la red propia. En cajas de ahorros y sociedades y agencias de valores, sin llegar a ser muy significativo, sí se aprecia un mayor recurso a distribuidores no pertenecientes al grupo. Sin embargo, las razones que explican esta situación obedecen a distintas motivaciones para ambos grupos. Mientras que las sociedades y agencias de valores se ven obligadas a recurrir a representantes para la venta de fondos debido a la ausencia de una red propia amplia, en el caso de las cajas de ahorros la importancia de las comisiones cedidas a intermediarios que no son del grupo se justifica por la inclusión de una gestora en este grupo, con un volumen importante de patrimonio administrado, que no es una caja de ahorros, aunque gestiona un gran número de fondos promovidos por estas entidades, que a su vez son accionistas indirectos de la gestora.

## 2. Relaciones con otras empresas del grupo

La integración de la gestión de IIC dentro de la estrategia global de los grupos financieros resulta evidente a tenor del interés mostrado por aumentar sus respectivas cuotas de mercado. En general, los fondos suponen una vía para sacar riesgos de balance, pero manteniendo vínculos importantes con el ahorrador, derivados de la imagen de marca que las

entidades aportan a sus fondos y de la «cautividad fiscal» de los partícipes que les orienta hacia la permanencia a largo plazo en la órbita de una misma entidad financiera. Por otra parte, también pueden servir para integrar en el negocio bancario la gestión de patrimonios que estaban al margen (inversión directa de los ahorradores). Finalmente, una parte de los pasivos «desintermediados» se vuelven a integrar en los balances de las entidades de crédito por las inversiones que realizan en éstas las IIC (*repos* e inversión en depósitos o cuentas corrientes). El conjunto de estas relaciones es lo que Contreras (1993) denominó, con una expresión ampliamente aceptada, como «desintermediación vinculada».

El resultado neto de estos factores sobre los estados financieros de las entidades de crédito ha sido objeto de varios análisis hasta la fecha (1). En general, el efecto sobre el balance parece más claro y se traduce en una disminución de su tamaño. Menos evidente resulta su efecto sobre las cuentas de resultados, ya que éste puede diferir sensiblemente entre grupos financieros en función de cuál sea el origen del ahorro aportado a los fondos (pasivos propios o ajenos, pasivos de alta o baja remuneración, etc.). Por ello, la cuantificación del efecto final depende del escenario que se suponga en relación a tales aspectos. En cualquier caso, no parece que el efecto de «canibalización» de la cuenta de resultados sea muy preocupante, pudiendo en algunos casos haber contribuido a su mejora.

Hemos intentado analizar la situación a 31 de diciembre de 1995 en relación con algunos de los aspectos que acaban de destacarse. Para ello nos hemos centrado en el resultado obtenido por las SGIIC del grupo, frente al de las empresas que constituyen la cabecera de su grupo económico, para dar una idea de la importancia real del negocio de gestión de fondos en la estrategia global del grupo. Hay que destacar que se comparan los beneficios de cada SGIIC con los de su principal accionista y no con los del grupo consolidado a que éste pertenezca. En el cuadro núm. 12 se incluye información, desglosada por tramos, relativa al porcentaje que suponen los resultados de la SGIIC en relación con los de la cabecera de su grupo. Tam-

**CUADRO NÚM. 12**  
**RESULTADOS SGIIC VERSUS RESULTADOS MATRIZ**

	Número	Rdo. SGIIC/Rdo. matriz (Porcentaje)			C. distribución neta de impuestos/Rdo. matriz (porcentaje)	
		Media	> 100	50-100		20-50
Bancos .....	39	13,20	9	3	6	13,41
Cajas .....	21	5,22	0	0	1	8,95
SAV .....	22	50,30	8	4	2	180,85
<b>Total .....</b>	<b>82</b>	<b>9,91</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12,17</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AEB, CECA y CNMV.



bién se ha calculado el porcentaje que representan las comisiones cedidas en concepto de distribución (una vez descontado el efecto impositivo) sobre los resultados de la matriz, consiguiendo con esta última *ratio* una aproximación, aunque imperfecta, a la importancia de la comercialización de fondos en el negocio global del grupo financiero. Una *ratio* más exacta hubiese sido la comparación del importe de las comisiones de distribución con el total de ingresos por comisiones del grupo, pero no hemos dispuesto de la información necesaria para ello. Como principales conclusiones al respecto, pueden señalarse las siguientes:

a) Las SAV son los intermediarios financieros en los que el negocio de la gestión de fondos de inversión tiene mayor importancia relativa. En media, los beneficios por este concepto supone un equivalente al 50 por 100 del beneficio derivado por el resto de áreas de actividad, dándose la circunstancia de que en un 36 por 100 de ellas son superiores los resultados originados en sus gestoras que los de la propia SAV. Adicionalmente, los ingresos cedidos en concepto de comisión de distribución parecen ser una parte muy importante de los ingresos de las entidades que comercializan los fondos de inversión.

b) Entre bancos y cajas de ahorros se aprecian importantes diferencias, en cuanto a la relación entre los ingresos de sus gestoras y los de la propia matriz, que ponen de manifiesto la mayor apuesta por el producto de las entidades bancarias. Las discrepancias se mantienen al analizar la importancia de las comisiones cedidas, pues en ambos casos

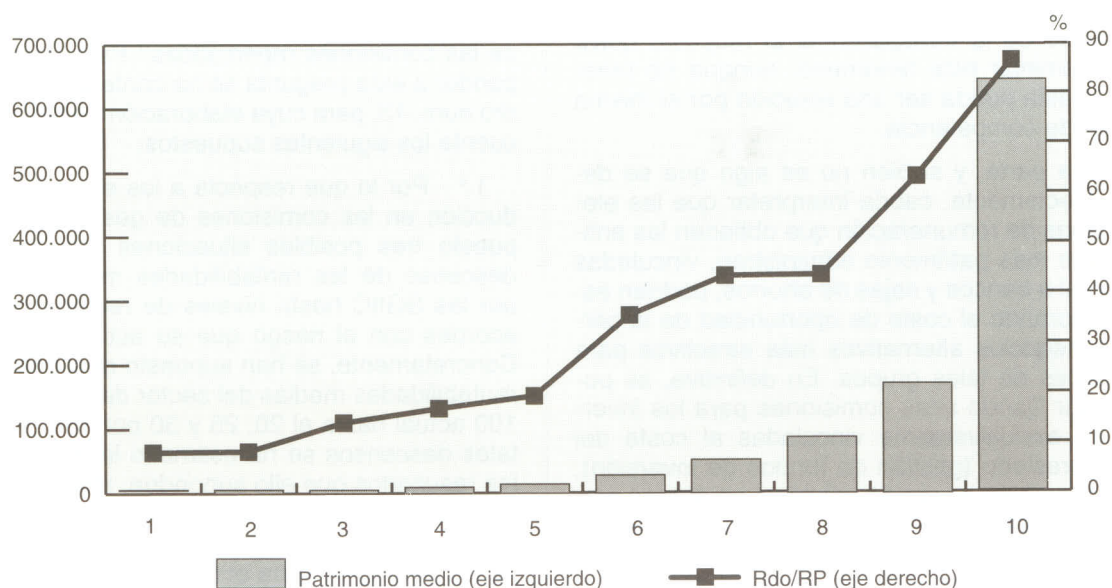
representan a porcentajes dispares. Hay que señalar que en las nueve gestoras pertenecientes a grupos bancarios cuyos ingresos superan a los de sus matrices esta situación se debe bien a la existencia de pérdidas en la matriz (seis casos) o bien a que se trata de bancos de pequeño tamaño con reducidos beneficios durante el pasado ejercicio.

c) Globalmente, la importancia de la gestión y distribución de IIC en el negocio de los intermediarios financieros se constata en que, para el conjunto de las entidades analizadas, los resultados de las gestoras representan casi el 10 por 100 de los de sus respectivas matrices. Lo que demuestra que los fondos son, para algunos grupos financieros, una parte fundamental del negocio.

### 3. Efecto tamaño

La importancia del tamaño del patrimonio administrado sobre el negocio ya se ha apuntado, en cierta medida, cuando se han mostrado las tasas de rentabilidad obtenidas por las gestoras en función de su grupo económico. En este epígrafe abordamos más en detalle esta cuestión. La existencia en la práctica de economías de escala en la gestión queda patente en el gráfico 2, en el cual se muestran las SGIIIC agrupadas en tramos según el patrimonio que administran incluyendo, asimismo, información sobre la rentabilidad media de cada tramo sobre recursos propios. Cada uno de los tramos recoge el 10 por 100 de las gestoras, ordenadas según el volumen de recursos gestionados.

GRÁFICO 2  
ECONOMÍAS DE ESCALA EN LA GESTIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN



La mejora en las tasas de rentabilidad media obtenidas a medida que aumenta el patrimonio administrado resulta evidente y especialmente acentuada para las gestoras de mayor tamaño, en las cuales la rentabilidad se dispara hasta remuneraciones medias cercanas al 90 por 100. Al margen de confirmar la existencia de economías de escala en la gestión de fondos, se constata una segunda hipótesis muy significativa por lo que respecta al análisis de la competencia en el sector: las ventajas del efecto tamaño parecen beneficiar exclusivamente a las entidades gestoras, pues como se demostró en nuestro artículo relativo a la rentabilidad y costes de los fondos de inversión, los inversores no disfrutaban de unas menores comisiones de gestión por invertir en fondos de mayor tamaño o por dirigirse a las gestoras que más patrimonio administran.

Las conclusiones que pueden extraerse desde el punto de vista de la competencia establecida entre los participantes en el mercado serían las siguientes:

a) Parece que las entidades líderes imponen los precios que consideran adecuados a sus intereses y las entidades de menor tamaño se adaptan a tales precios para continuar con su presencia en el mercado.

b) Se confirma la impresión de que, a pesar del elevado número de entidades presentes en el negocio, no parece existir una competencia en precios entre ellas. Entre las causas que podrían explicar el bajo nivel de competencia que se observa en el sector, al margen de las ya comentadas sobre el efecto poco incentivador del régimen fiscal anterior al penalizar a los inversores que reembolsaban sus participaciones en un fondo, tal vez haya que aludir a que los costes de gestión son, en general, una parte marginal de la rentabilidad obtenida por los inversores, por lo que éstos quizá no estén dando una gran importancia al aspecto de los costes repercutidos. El aumento de la transparencia al respecto quizá podría disminuir este fenómeno, aunque no creemos que ésta pueda ser una solución por sí misma a la falta de competencia.

Por otra parte, y si bien no es algo que se deduzca directamente, cabría interpretar que las elevadas tasas de remuneración que obtienen las entidades que más patrimonio administran, vinculadas en general a bancos y cajas de ahorros, podrían estar incorporando el coste de oportunidad de la pérdida de negocios alternativos más atractivos para las matrices de tales grupos. En definitiva, se podrían estar fijando unas comisiones para los inversores no exclusivamente vinculadas al coste del servicio prestado (gestión de fondos de inversión), sino que también se verían influidas, en alguna manera, por el coste de la pérdida de negocio potencial para otras áreas de negocio del grupo.

Al margen de estas conclusiones, otra lectura que

puede hacerse de la información del gráfico 2 es la relativa al tamaño mínimo a partir del cual una SGIC comienza a ser rentable económicamente. Sería algo aproximado al cálculo del punto mínimo de explotación desde una perspectiva empírica. Si, continuando con lo propuesto más arriba, se entendiese con carácter orientativo que el nivel mínimo de remuneración a la actividad de gestión de IIC es el 15 por 100, resultaría que las gestoras que obtienen como media esa rentabilidad gestionan unos recursos, a escala individual, de entre 6.000 a 9.000 millones. A pesar de que esta masa crítica de negocio no es muy elevada, existe un número importante de gestoras que no alcanzan los 6.000 millones (45 a finales de 1995).

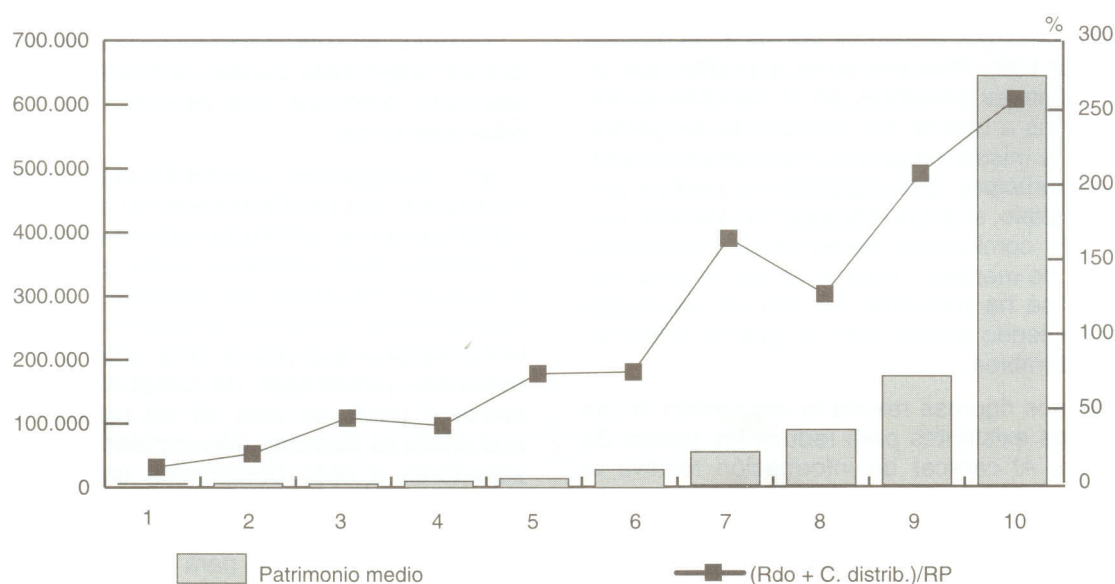
La existencia de economías de escala se confirma también desde la perspectiva de la gestión-distribución. En el gráfico 3 se pone en relación los resultados netos de las SGIC y los ingresos por distribución que aportan a otras entidades del grupo con los recursos propios medios de las SGIC. Nuevamente se pone de relieve cómo a medida que aumenta el volumen de patrimonio gestionado, la *ratio* citada aumenta de manera prácticamente exponencial. Tal vez esta conclusión sería matizable si se introdujesen en la estimación los costes imputables a la comercialización de los fondos de los que, como ya hemos dicho, carecemos.

#### 4. Capacidad de reducir las comisiones

En los epígrafes precedentes ha quedado patente la existencia de tasas de rentabilidad muy elevadas en parte de las gestoras actualmente presentes en el mercado. A partir de esto se puede mantener que, si se diesen las condiciones adecuadas para fomentar la competencia por la captación de cuotas de mercado, existiría un cierto margen para que se desarrollase entre ellas una «guerra de comisiones». Pero ¿hasta dónde podría llegar el estrechamiento de las comisiones repercutidas? Para tratar de responder a esta pregunta se ha confeccionado el cuadro núm. 13, para cuya elaboración se han tenido en cuenta los siguientes supuestos:

1.º Por lo que respecta a los escenarios de reducción en las comisiones de gestión, se han supuesto tres posibles situaciones que implican el descenso de las rentabilidades medias obtenidas por las SGIC hasta niveles de remuneración más acordes con el riesgo que su actividad comporta. Concretamente, se han supuesto descensos en las rentabilidades medias del sector desde el 62,94 por 100 actual hasta el 20, 25 y 30 por 100. A partir de tales descensos se ha estimado la disminución de los resultados que ello supondría, resultando tal importe equivalente al ahorro del que se beneficiarían los inversores. La mejora en la rentabilidad media de los partícipes sería el resultado de dividir la cantidad que se ahorrarían por la repercusión de unas

**GRÁFICO 3**  
**ECONOMÍAS DE ESCALA EN LA GESTIÓN-DISTRIBUCIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN**



**CUADRO NÚM. 13**  
**ESCENARIOS DE REDUCCIÓN DE COMISIONES**  
**(Cifras en millones)**

	Beneficio/Recursos propios			
	62,94 %	30 %	25 %	20 %
Beneficio neto SGIIC .....	46.521	22.175	18.479	14.783
Ahorro estimado comisiones gestión				
— Importe .....	N/A	24.347	28.042	31.738
— Porcentaje patrimonio .....	N/A	0,22	0,25	0,28
Núm. SGIIC con rentabilidad < 15 % .....	66	98	98	100
Núm. SGIIC en pérdidas .....	11	65	68	71
Ahorro estimado anual en distribución (*) .....	N/A	39.957	39.957	39.957
Ganancia total anual partícipes				
— Importe .....	N/A	64.304	67.999	71.695
— Mejora rentabilidad anual (%) .....	N/A	0,57	0,60	0,64

**(\*) Ahorro estimado en distribución**

	Importe	Comisión suscripción supuesta (porcentaje)	Importe comisión
— Patrimonio diario:			
FIAMM .....	6.394.233	1,00	63.942
FIM RF .....	3.806.657	1,50	57.100
Resto FIM .....	1.070.244	2,50	26.756
— Total comisiones .....			147.798
— Comisiones/núm. años media .....			53.165
— Importe actual comisiones .....			93.122
— Ahorro estimado distribución .....			39.957
— Porcentaje patrimonio .....			0,35

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

menores comisiones entre el patrimonio medio diario mantenido durante 1995.

2.º En todos los casos se ha estimado cuántas gestoras entrarían en pérdidas y cuántas tendrían remuneraciones por debajo de las mínimas razonables (15 por 100). Para ello se ha supuesto que todas las entidades presentes en el mercado se verían obligadas a reducir sus comisiones de gestión medias en la misma proporción equivalente al ahorro de los partícipes. Esta hipótesis se justifica porque, en principio, si todas redujesen en idéntico porcentaje sus comisiones mantendrían inalterables sus cuotas de mercado. A partir de las «nuevas comisiones», se ha calculado su cifra de resultados netos suponiendo que el resto de gastos permaneciesen inalterables.

3.º Menos rigurosa resulta la estimación de las posibilidades existentes para reducir los gastos de distribución. Al carecer de información relativa al coste del servicio, se desconocen los márgenes obtenidos, por lo que la forma de estimación no puede ser la misma que hemos seguido respecto a los costes de gestión. Sin embargo, hemos intentado efectuar una aproximación a partir de la información disponible respecto a los costes de distribución repercutidos a los inversores en fondos españoles y los habituales en otros países de nuestro entorno.

Por lo que se refiere al coste de distribución de los fondos españoles, se cobra como parte de la comisión de gestión. Al tener ésta carácter anual, el importe finalmente pagado por el partícipe estará en función del número de años que permanezca en el fondo. Se dispone de información estadística respecto al importe que suponen, para los FIM y FIAMM en conjunto, los gastos de distribución. Por otra parte, puede efectuarse una estimación del número de años que permanecen en media los inversores de los fondos españoles. Teniendo en cuenta ambos elementos, se obtiene una estimación de los costes de distribución soportados a escala global. Tales cálculos se han presentado en nuestro anterior artículo de este mismo número, llegando a un porcentaje del 2,31 por 100 como media del sector.

Nuestra estimación del posible ahorro en comisiones de distribución se ha basado en la hipótesis de que las mismas podrían reducirse hasta los niveles de otros países comunitarios. Según Zurstrassen (1993), en el ámbito europeo existe gran dispersión en las comisiones repercutidas por este concepto en función de los sistemas de distribución e incluso de las relaciones entre la gestora y el vendedor de los fondos. En cualquier caso, señalan las comisiones vigentes en varios países para los diferentes tipos de fondos, y en ellas nos hemos apoyado para la estimación realizada, habiendo calculado el ahorro que tendrían los inversores suponiendo que los gastos de distribución se redujesen hasta los niveles siguientes: FIAMM, 1 por 100; FIM de RF, 1,5 por 100; resto de FIM, 2,5 por 100.

Para cuantificar el ahorro anual para los inversores ha de tenerse en cuenta nuevamente el período medio de permanencia (2,78 por 100) años y distribuirle entre dicho plazo.

Teniendo en cuenta las hipótesis apuntadas, y sin que en ningún caso puedan calificarse las conclusiones como definitivas, a la vista del cuadro núm. 13, cabe indicar que:

a) La mejora en la rentabilidad obtenida por los inversores, que podría suponer un descenso en los márgenes de las entidades gestoras hasta tasas de rentabilidad más normales, oscilaría entre el 0,22 y el 0,28 por 100 anual. Se constata la impresión comentada más arriba en relación con el efecto un tanto marginal que podría tener una «guerra de comisiones» (entiéndase de comisiones de gestión) desde el punto de vista de los partícipes, puesto que ahora se aprecian diferenciales de rentabilidad superiores a esos porcentajes entre fondos con idénticos niveles de riesgo sin que se detecte una clara preferencia de los inversores por los más rentables. Incluso el efecto para el inversor pudiera no alcanzar los porcentajes expresados si se confirmase la existencia de costes no repercutidos actualmente a las SGIIC (uso de medios técnicos y humanos de sus matrices).

b) Muy distintas son las conclusiones en cuanto al efecto que ello podría tener sobre la situación de las SGIIC. El número de entidades en pérdidas se dispararía, en principio, hasta porcentajes de entorno al 50 por 100 del sector. Adicionalmente, alrededor de un 80 por 100 de ellas se situaría con tasas de rentabilidad poco atractivas. Todo ello parece apuntar a que un eventual estrechamiento de sus márgenes pudiera provocar problemas de solvencia en el sector en su conjunto.

Sin embargo, es posible que los problemas de viabilidad no fuesen tan importantes como podría desprenderse de tales cifras, puesto que, como ya se ha apuntado más arriba, un buen número de gestoras están cediendo en la actualidad porcentajes muy elevados de sus ingresos como comisiones de comercialización. Es posible que en los grupos en los que se esté produciendo esta circunstancia, de reducirse las comisiones de gestión, disminuyese asimismo el importe que ceden a sus matrices, por lo que no llegarían a entrar en pérdidas.

No obstante, resulta innegable que esta situación podría expulsar del mercado a una parte de las gestoras actualmente presentes en el negocio, ya que no todas podrían adaptarse, con sus cuotas actuales de mercado, a la nueva estructura de comisiones. De producirse esta situación, las entidades que permaneciesen en el mercado ampliarían su volumen de negocio, lo que podría generar mayores economías de escala y márgenes adicionales para el descenso de comisiones, aunque no parece que tal efecto fuese significativo.

c) Las conclusiones en cuanto al ahorro posible en las comisiones de distribución hay que tomarlas con bastante cautela debido a las carencias de información que obligan a efectuar una aproximación muy indirecta. Su efecto sobre la rentabilidad de los inversores podría ser superior al impacto del descenso de la comisión de gestión, incluso ante los supuestos más restrictivos en cuanto a márgenes de las gestoras. Esta conclusión es lógica si se tiene en cuenta que el peso del coste de la distribución supera al de la gestión en el importe repercutido en concepto de ambas comisiones.

d) El ahorro global por ambos conceptos podría originar una mejora en la rentabilidad anual de los fondos entre el 0,57 y el 0,65 por 100. Evidentemente, esta mejora en la rentabilidad tendría tanto más efecto relativo cuanto menos volátiles sean los distintos fondos. Quizá no fuese decisiva para los fondos de renta variable, pero sí podría decirse que tendría una importancia significativa en el caso de los FIAMM o FIM de RF a corto plazo. La cantidad que podrían «ahorrarse» los inversores (71.695 millones) representa aproximadamente el 40 por 100 de todos los costes que les fueron cargados durante 1995, lo que da una idea de la capacidad existente para reducir las comisiones actualmente repercutidas.

e) Una cuestión que no puede olvidarse es el efecto que una situación como la resultante de estos cálculos podría originar en el resto de entidades del grupo económico de las SGIIC. Verían reducidos sus resultados consolidados por una doble vía. Por una parte, por el descenso en las comisiones de comercialización que actualmente están facturando a sus gestoras; por otra, por la disminución en la rentabilidad de sus inversiones materializadas en acciones de SGIIC.

En el epígrafe dedicado a analizar las relaciones de las SGIIC con sus matrices se han aportado datos de la gran importancia que tiene la gestión de IIC para algunos grupos financieros, los cuales podrían verse seriamente afectados ante un escenario de descenso de comisiones de gestión como el descrito. Es posible que esta situación actuase como un límite al descenso potencial de comisiones. En definitiva, los distintos grupos no llevarían a cabo descensos que pusiesen en peligro sus cuentas de resultados. Hasta qué punto tales límites afectarían a sus cuotas de mercado actuales es algo sumamente difícil de estimar.

Como comentario final ante todas las conclusiones que acaban de apuntarse no puede sino destacarse nuevamente la necesidad de buscar medidas que potencien la competencia interna en el sector, cosa que beneficiaría en última instancia a los inversores en fondos de inversión y que aumentaría la eficiencia del sistema financiero en su conjunto.

## V. CONCLUSIONES

Aunque respecto al asunto que ha sido objeto de análisis hay aspectos que podrían ser matizados u otros en los que existen posibilidades de profundizar, las conclusiones en las que se podría resumir el presente trabajo son las siguientes:

1.<sup>a</sup> Durante el período analizado, el crecimiento del número de SGIIC ha sido mucho menor que el del número de fondos y que el incremento del patrimonio de éstos, lo que parece indicar una cierta consolidación del sector en cuanto intervinientes en el mismo.

2.<sup>a</sup> El fuerte crecimiento de las cifras manejadas por el sector ha podido ser una de las causas por las que no se ha producido una gran competencia de precios entre las distintas SGIIC.

3.<sup>a</sup> Existe una gran concentración tanto en el ámbito de grupos financieros (las SGIIC dependientes de bancos y cajas de ahorros controlan más del 90 por 100 del patrimonio y del número de partícipes) como en el de gestoras, habiendo a la vez un gran número de SGIIC que gestionan muy poco patrimonio.

4.<sup>a</sup> El estudio del balance consolidado indica una gran solidez en todos sus apartados (solventía, liquidez, endeudamiento, etc.), cosa lógica dadas las exigencias que normativamente las SGIIC tienen que cumplir.

5.<sup>a</sup> Analizada la cuenta de resultados, se ve que un porcentaje muy elevado de las comisiones cobradas, alrededor del 50 por 100, se destina a retribuir a los comercializadores, siendo de mucha menor importancia los gastos de explotación. Ese mismo análisis realizado por grupos financieros indica importantes diferencias entre los distintos grupos de entidades.

6.<sup>a</sup> Las cifras de rentabilidad en su conjunto son muy elevadas, tanto si se las compara con las comisiones ingresadas como si se hace esta comparación con los recursos utilizados. Sin embargo, existe un amplio espectro de rentabilidades entre las diferentes SGIIC. En todo caso, es importante la contribución de los resultados de las gestoras a la cifra global de resultados de la entidad matriz.

7.<sup>a</sup> Las tasas de rentabilidad se incrementan más que proporcionalmente a medida que aumenta el volumen de los fondos gestionados, aunque ello no se traduzca en unos menores costes para los partícipes de los fondos de esas SGIIC.

8.<sup>a</sup> La rebaja de dichas tasas hasta niveles considerados normales no supondría un gran beneficio para los partícipes. Esta disminución, caso de producirse, sí que tendría un importante efecto en las cuentas de resultados de las SGIIC, pu-

diendo llegar a quedar fuera del mercado bastantes de ellas.

9.<sup>a</sup> Mayor incidencia en el aumento de la rentabilidad percibida por los partícipes tendría un cambio en el sistema de remuneración de los comercializadores, aunque ello influiría de manera importante en los resultados globales obtenidos por las empresas matrices.

#### NOTAS

(1) Véase CONTRERAS, C. (1993), y GONZÁLEZ MOSQUERA, L. (1995).

#### REFERENCIAS

CONTRERAS, C. (1993), «Un balance de la guerra de los fondos de inversión», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.

GARCÍA-VAQUERO, V. (1994). «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993», *Boletín Económico* del Banco de España, marzo 1994.

GONZÁLEZ MOSQUERA, L. (1995), «Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito», *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto 1995.

PORTER, M. (1980), *Estrategia competitiva*, Editorial CECSA.

ZURSTRASSEN, P. (1993), «Quelle politique de prix pour un OPCVM européen?», *ALFI Year Book*, 1993.