

# MERCADO COMPETITIVO Y FONDOS DE INVERSIÓN

Francisco Luis de Vera Santana

## I. INTRODUCCIÓN

El propósito de este artículo (\*) es contribuir al estudio de la industria de los fondos de inversión y de su mercado desde la óptica del grado de concurrencia existente. Dado que los fondos de inversión constituyen, hoy en día, un producto financiero ampliamente demandado por ahorradores de muy diverso grado de sofisticación en los países desarrollados, las cuestiones ligadas a la protección del inversor y eficaz funcionamiento de la industria son de gran importancia tanto para los ahorradores últimos como para el correcto funcionamiento de los mercados financieros en tanto que asignadores de recursos entre usos alternativos.

En las páginas que siguen, se intenta averiguar si el mercado de los fondos de inversión es un mercado donde reina la competencia perfecta o, al menos, se trata de un mercado contestable. La preocupación por encontrar respuestas a estas preguntas está basada en la idea de que en un mercado financiero abierto al público, competencia, transparencia y regulación forman un trinomio cuya suma es cero: lo que falte de uno para llegar al nivel aceptable lo tendrá que añadir otro para que la sociedad se encuentre protegida según estándares aceptados por los países desarrollados.

La evidencia manejada en este artículo no parece ser concluyente para que se pueda afirmar que existe competencia perfecta en el mercado. Existe un conjunto de magnitudes que pueden hacer pensar que el grado de concurrencia es elevado, pero la rigidez de los precios a la baja, a pesar del permanente aumento del número de fondos que entran en la liza competitiva, ensombrece la imagen de competencia perfecta que, en otro caso, se tendría. De hecho, el análisis brindará datos que hacen pensar que se trata de un mercado emergente en el cual la oferta a duras penas mantiene el mismo ritmo de crecimiento que la demanda, y en el que la competencia vía precios aún ocupa un lugar secundario en las preocupaciones de los oferentes.

Dado que no parece tratarse de un mercado de

competencia perfecta, se ha estudiado si concurren los elementos necesarios para caracterizarlo como contestable. La existencia de algunas barreras de entrada y, sobre todo, de barreras al crecimiento dentro del mercado hace pensar que éste goza de una contestabilidad disminuida. Estas barreras se concretan, sobre todo, en las economías de escala y alcance, y en el papel de las redes comerciales. A esto se añadiría la cautividad fiscal del partícipe.

El artículo comienza con unas consideraciones iniciales sobre las características que debe reunir un mercado competitivo en el caso de productos financieros. A continuación, se pasa revista a algunas magnitudes cuyo comportamiento evidencia el grado de competencia existente en el mercado de fondos de inversión. El siguiente apartado del artículo se dedica a analizar las posibles causas explicativas de la situación del mercado: barreras de entrada y salida, y capacidad de decisión de los inversores. Posteriormente, se describe el comportamiento de las entidades oferentes en el entorno de sus estrategias empresariales. La parte final del artículo se dedica a repasar la regulación existente para evaluar en qué medida dificulta o facilita la competencia en el mercado, y se termina con algunas conclusiones.

## II. COMPETENCIA

Normalmente, se dice que en una industria hay competencia perfecta cuando los productos ofrecidos son homogéneos, no existen impedimentos para entrar o salir de la industria, las empresas son de pequeño tamaño en relación con el del mercado y su número es abundante.

Se suele afirmar que en aquellas industrias en las que impera la competencia perfecta no se hace necesaria la intervención de un agente externo para garantizar el interés general: las empresas que forman parte de la industria, por sí mismas, al competir entre ellas, terminarían por producir sus bienes o servicios de la manera más eficiente posible y los ofrecerían a los consumidores o usuarios a unos

precios que les permitieran maximizar su bienestar. Por el contrario, en industrias oligopolistas o monopolistas, sería necesaria la implantación de poderes compensadores que pusieran límite a los excesos que, en detrimento de los consumidores, pudieran cometer los oferentes.

En una primera aproximación a la industria de los fondos de inversión, difícilmente se pueden apreciar síntomas de oligopolio: hay numerosos fondos y sociedades gestoras, existe una fuerte rivalidad entre ellas en la captación de nuevos partícipes, los productos ofrecidos muestran una notable homogeneidad y aparentemente las barreras para entrar y salir de la industria no son insalvables. ¿Estamos, por tanto, ante un ejemplo de competencia perfecta como esta observación simplista de la realidad nos invita a pensar? Si ello fuera así, la industria sería eficiente y competitiva —esto es, sus costes serían mínimos en relación con su producción— y los precios serían tales que su descenso dejaría costes sin cubrir. No parece ser éste el caso de la industria española de fondos de inversión.

Las situaciones de competencia perfecta distan mucho de ser frecuentes en las industrias en las que se producen economías de escala y alcance. En las industrias en las que estas economías tienen lugar, la supervivencia de las empresas de pequeña dimensión se pone en entredicho (su destino será desaparecer, a menos que la ineficiencia del mercado les permita aplicar unos precios superiores a los que necesitan las empresas grandes para retribuir sus costes). En el caso particular de la industria de fondos de inversión, las economías de escala y alcance que tienen carácter relevante son las derivadas de los avances tecnológicos, de las mejoras de los sistemas de organización y control, y del aprovechamiento de las redes de comercialización de productos financieros existentes en el mercado. En el caso español, el peso de estos tres factores se distribuye desigualmente entre unas sociedades gestoras que tienen tamaños diferentes, que disfrutan de implantaciones comerciales variopintas y que, cuando no son independientes, guardan relaciones de afiliación con grupos financieros de distinto tamaño.

Este fenómeno, que no es privativo de los fondos de inversión, ha llevado a la literatura que se ocupa de los servicios financieros a arrinconar el modelo de competencia perfecta como patrón con el que medir la eficiencia de la industria para sustituirlo por el concepto de contestabilidad o contienda perfecta (*perfect contestability*). En condiciones de contestabilidad perfecta, se admite que las empresas puedan ser de distinto tamaño, pero debe existir libertad para que nuevas empresas puedan entrar en el mercado y para que las establecidas lo puedan abandonar sin que en ninguno de los dos casos tengan que incurrir en costes que no puedan recuperar (*sunk costs*). Esto es, una firma que deseara abandonar el mercado no tendría que incurrir en perjui-

cios económicos de importancia, bien porque no haya tenido que inmovilizar recursos cuando accedió a él, bien porque pueda liquidarlos sin coste o pueda adaptarlos a otros usos alternativos. La existencia de condiciones de contestabilidad en un mercado garantiza, cuando la rentabilidad lo justifica, la entrada de nuevas empresas competidoras de las existentes en precio y calidad, contribuyendo a elevar el grado de eficiencia de la industria.

Para que el usuario aproveche plenamente las ventajas del mercado, se hace también necesario que se den ciertas condiciones que le permitan elegir libremente entre las opciones ofertadas. En particular, parece necesario que el usuario deba estar informado suficientemente de las opciones disponibles, que no exista impedimento para entrar o salir de alguna de las opciones y que no incurra, tampoco, en costes irrecuperables para salir de alguna de las opciones o del mercado. Si todo lo anterior no se cumple, surgirá algún tipo de ineficiencia de la que alguien sacará provecho y por la que algún otro se verá perjudicado. La ineficiencia nunca es neutral.

Corolario de lo anterior sería que la necesidad de regulación de una industria marchara en sentido inverso de su grado de eficiencia. Cuanto más alejada esté una industria del modelo de competición que se estime socialmente adecuado, mayor será la demanda de regulación; en sentido inverso, cuanto más eficiente sea una industria, menor necesidad tendrá de ser regulada, y la preocupación del regulador por la protección del usuario no irá más allá de garantizar la disponibilidad de una información homogénea y puntual que facilite la comparación entre las ofertas del mercado.

### III. SÍNTOMAS DE LA COMPETENCIA

En un mercado con fuerte competencia, cabría pensar que las sociedades gestoras tratarían de apurar sus ventajas competitivas. Ello les induciría a diseñar estrategias de especialización en su actividad, bien ofreciendo amplias gamas diversificadas de fondos que cubrieran todas las preferencias de los inversores (compitiendo, por tanto, en diversificación, servicio integrado, imagen de marca y precio), bien centrándose en fondos especializados, orientados a nichos del mercado en los que cuenten con especial capacitación por conocimiento o economía de escala (compitiendo en rentabilidad, exotismo o precio).

De esa competencia el mercado debería ver surgir una oferta diversificada de fondos —diversidad que sus comercializadores se ocuparían de acentuar en toda su actividad publicitaria y promocional—, una mejora relativa de la rentabilidad de los fondos y una tendencia a la baja de las comisiones. En particular, las comisiones tenderían a caer con la

aparición de nuevas sociedades gestoras y fondos competidores, y con las mejoras de la eficiencia de las gestoras, gracias a sus estrategias competitivas de crecimiento por volumen o especialización, que habrían de manifestarse, en último término, en reducción de costes unitarios. No sería aventurado pensar que en un entorno competitivo las sociedades gestoras cuyos fondos perdieran rentabilidad en términos comparativos se apresuraran a compensar a sus clientes y comercializadores con reducciones en las comisiones de gestión.

En un mercado competitivo, también cabría pensar que las sociedades gestoras ofrecieran sus fondos a todos los comercializadores (intermediarios financieros) existentes en el mercado —como ocurre con cualquier otro valor mobiliario— y que éstos, a su vez, compitieran por comercializar entre sus clientes aquellos fondos más rentables dentro de cada categoría de fondos, que les permitieran ampliar su clientela, y rechazaran la distribución de los menos competitivos. Con ello, la función de asesoramiento de su clientela se vería mejorada. Paralelamente, la competencia entre comercializadores por los mejores fondos les llevaría a cobrar a las sociedades gestoras comisiones de comercialización más baratas, contribuyendo con ello a la eficiencia de estas últimas y abaratando los costes totales.

Consecuencia de todo ello sería que los comercializadores venderían habitualmente fondos de sociedades gestoras diferentes, que los inversores disfrutarían previsiblemente de un asesoramiento más independiente y selectivo, que sus costes de transacción (comisiones de comercialización) serían menores, que la rentabilidad de su inversión sería mayor y que gozarían de una mayor libertad de decisión. Previsiblemente, los beneficios de las sociedades gestoras, en su conjunto, tenderían a caer, y sólo obtendrían beneficios excepcionales aquellas

que destacaran por el valor añadido a sus clientes. La caída de beneficios debería ir pareja al aumento del número de fondos ofrecidos y del número de sociedades gestoras presentes en el mercado. Los beneficios de las sociedades gestoras tenderían a ser semejantes a las de otras entidades financieras que ofrecieran a sus clientes rentabilidades parecidas, o, de lo contrario, se produciría la paradoja de que los clientes estarían retribuyendo de distinta manera valores idénticos aportados por oferentes de productos financieros distintos.

Una aproximación elemental al grado de competencia existente en la industria de los fondos de inversión en España requiere evaluar la magnitud de la evolución de algunas variables relevantes. El número de oferentes (sociedades gestoras) y de productos ofrecidos es el obligado punto de partida. A continuación, la observación de la concentración de la industria o, dicho en otros términos, la cuota de mercado de cada oferente ayudará a matizar la información que aporta la mera cuantificación de los oferentes. En tercer lugar, la evolución de los precios pagados (comisiones) mostrará si de la concurrencia de muchos oferentes se derivan ventajas para el partícipe. Por último, la rentabilidad de las sociedades gestoras señalará, en su caso, si la competencia ha llevado a la industria a marcar unos precios que se limitan a retribuir sus recursos productivos o, por el contrario, queda margen excedentario (1).

## 1. Fondos y gestoras

El número de fondos de inversión ofrecidos en el mercado, sus partícipes y su patrimonio ha aumentado espectacularmente en los últimos años (cuadros núms. 1, 2 y 3). En general, estos crecimientos han mostrado una cierta regularidad; casi se podría

**CUADRO NÚM. 1  
NÚMERO DE FONDOS**

	1991	1992	1993	1994	1995
FIM .....	285	371	441	528	585
FIAM .....	88	106	130	138	151
Total.....	373	477	571	666	736

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 2  
NÚMERO DE PARTÍCIPES**

	1991	1992	1993	1994	1995
FIM .....	663,1	900,4	1.446,9	1.440,9	1.334,3
FIAM .....	482,0	776,8	1.101,4	1.356,0	1.611,1
Total.....	1.145,1	1.677,2	2.548,3	2.796,9	2.945,4

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 3**  
**PATRIMONIO (millones de pesetas)**

	1991	1992	1993	1994	1995
FIM.....	1.905.972	2.992.555	5.557.837	5.287.287	5.199.893
FIAM.....	1.964.087	3.287.810	4.736.734	5.962.282	6.993.227
Total.....	3.870.059	6.280.365	10.294.571	11.249.569	12.193.120

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 4**  
**EVOLUCIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS**

	1991	1992	1993	1994	1995
Número de SGIIC .....	134	143	144	136	136
Patrimonio gestionado por gestora (millones de pesetas) .....	28.881,0	43.918,6	71.490,1	82.717,4	89.655,3
Número de fondos gestionados por gestora .....	2,8	3,3	4,0	4,9	5,6

Fuente: CNMV.

decir que los fondos han ido apareciendo en el mercado a medida que han sido demandados por los ahorradores, y no tanto como instrumentos de competición empleados por este o aquel grupo financiero contra sus rivales. Nótese que, mientras el tamaño del mercado se triplica en términos de patrimonio y de partícipes, el número de oferentes (sociedades gestoras) permanece prácticamente constante (cuadro núm. 4). La aparición de nuevas sociedades gestoras no es fenómeno frecuente —tres o cuatro al año— y sus efectos positivos sobre el número total se ven más que compensados por la desaparición de las existentes, generalmente como consecuencia de reestructuraciones habidas en el seno de grupos financieros.

Todo ello da un cuadro que se caracteriza por: un mercado creciente; un número de oferentes numeroso, pero constante en el tiempo; y una concentración media del negocio en manos de las sociedades gestoras en aumento, tanto en términos de patrimonio, como en número de instituciones gestionadas. Conviene subrayar que la magnitud de las tasas de crecimiento puede estar evidenciando el carácter emergente del mercado; esto es, que los oferentes parecen estar más ocupados en satisfacer una demanda en aumento que en competir entre ellos.

## 2. Concentración del mercado

Al objeto de apreciar el grado de concentración existente en la industria se muestran en los cuadros números 5 y 6 las cuotas de mercado de los diez grupos financieros más importantes en términos de patrimonios gestionados por sus gestoras, distinguiendo fondos de inversión mobiliaria (FIM) y fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM).

De la observación de los cuadros se desprende que se ha producido un proceso de concentración del negocio a lo largo del tiempo. De esta concentración se han beneficiado sobre todo los grupos liderados por bancos y cajas de ahorros (2), como pone en evidencia el hecho que sólo un grupo financiero no vinculado a entidades de crédito (Asesores Bursátiles) ocupe un puesto entre los diez mayores gestores de fondos de inversión mobiliaria. La concentración ha sido mayor en el caso de los fondos de inversión en activos del mercado monetario. Conviene recordar en este punto que, normalmente, los fondos de inversión gestionados por las sociedades gestoras de un grupo vinculado a entidad de crédito utilizan a la entidad crediticia como su depositario y se comercializan mayoritariamente a través de su red de sucursales.

Para precisar con mayor rigor la concentración en términos de cuota de mercado, se utiliza a continuación el índice Herfindahl-Hirsheman (HHI), calculado mediante la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las sociedades gestoras (cuadro núm. 7). Cuanto más alto es el índice, mayor es la concentración (3).

Los resultados obtenidos para España ponen de relieve que, de acuerdo con los criterios establecidos para juzgarlos, la industria no puede catalogarse como concentrada; si bien la evolución temporal del índice en el caso de los fondos de inversión mobiliaria define una tendencia hacia la concentración (4).

## 3. Comisiones

A pesar de la homogeneidad que presentan los productos, de la existencia de economías de escala

**CUADRO NÚM. 5**  
**GRUPOS MÁS IMPORTANTES FIAMM**

	1995		1991	
	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)
Banco Santander .....	1.365.059	19,52	308.901	15,73
Banco Bilbao Vizcaya .....	749.656	10,72	202.447	10,31
Ahorro Corporación .....	512.751	7,33	163.119	8,31
Bankinter .....	511.383	7,31	257.034	13,09
Argentaria .....	487.782	6,98	11.525	0,59
Caja Madrid .....	370.370	5,30	146.582	7,46
Banco Popular .....	354.776	5,07	45.217	2,30
Banco Central Hispano .....	260.774	3,73	1.927	0,10
Ibercaja .....	244.680	3,50	67.244	3,42
Caja Guipúzcoa San Sebastián .....	176.523	2,52	n/a	n/a
<b>Total .....</b>	<b>5.033.754</b>	<b>71,98</b>	<b>1.203.996</b>	<b>61,30</b>
<b>Total FIAMM .....</b>	<b>6.993.227</b>	<b>100,00</b>	<b>1.964.087</b>	<b>100,00</b>

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 6**  
**GRUPOS MÁS IMPORTANTES FIM**

	1995		1991	
	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)	Patrimonio (millones de pesetas)	Cuota de mercado (en porcentaje)
La Caixa .....	877.583	16,88	249.161	13,07
Banco Bilbao Vizcaya .....	753.605	14,49	307.359	16,13
Banco Santander .....	483.628	9,30	206.122	10,81
Banco Central Hispano .....	343.452	6,60	11.014	0,58
Ahorro Corporación .....	236.263	4,54	79.348	4,16
Argentaria .....	213.369	4,10	9.586	0,50
Banco Sabadell .....	161.020	3,10	55.702	2,92
Asesores Bursátiles .....	154.831	2,98	48.988	2,57
March .....	105.808	2,03	37.717	1,98
Bankinter .....	103.666	1,99	10.428	0,55
<b>Total .....</b>	<b>3.433.225</b>	<b>66,02</b>	<b>1.015.425</b>	<b>53,28</b>
<b>Total FIM .....</b>	<b>5.199.893</b>	<b>100,00</b>	<b>1.905.972</b>	<b>100,00</b>

En 1991, el Grupo Argentaria estaba integrado únicamente por CBE (excluido Caja Postal), y el Grupo BCH, por el Banco Central.

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 7**  
**HHI**

	1995	1991
FIM .....	718,82	660,52
FIAMM .....	771,73	778,35

en la industria y del elevado número de oferentes en el mercado, la rivalidad entre los grupos financieros por captar nuevos partícipes o por retener a los existentes no parece haberse desarrollado con intensidad en el terreno de la competencia en precios (5).

En los fondos españoles predominan las comisiones únicas, que tratan a todos los partícipes de un fondo por igual, cualquiera que sea el volumen de su inversión o el tiempo de permanencia en el fondo. Sin embargo, hay que mencionar que, progresivamente, se han ido introduciendo fórmulas tarifarias más sofisticadas. Un primer ejemplo es el caso de la implantación de comisiones que discriminan por cuantía de la inversión: fondos de idéntica cartera pero distinta comisión de gestión según la cuantía invertida. O bien el caso de la implantación de comisiones de suscripción y/o reembolso, que vieron su aparición en nuestro mercado como mecanismos de defensa de los fondos en momentos de alta volatilidad, con el objetivo de desalentar suscripciones o

reembolsos de naturaleza especulativa, y que actualmente se emplean corrientemente en los fondos garantizados para desalentar los reembolsos en momentos inconvenientes para la gestión temporal de la cartera del fondo.

Los niveles generales de las comisiones han permanecido sin apenas modificación a lo largo del período de tiempo analizado. En este sentido, González Mosquera (1995) observa dos hechos significativos en relación con el cobro de comisiones en el período 1991-1994: el primero, que existe un número significativamente importante de fondos que aplican las comisiones máximas autorizadas, y el segundo, que el número de fondos que han elevado sus comisiones en ese período es sustancialmente superior al de los que las han reducido. Por otra parte, este mismo autor muestra que las comisiones más bajas corresponden a los fondos con carteras más diversificadas —y, por tanto, más difíciles de gestionar— gestionadas por instituciones no vinculadas a entidades de crédito.

Como puede apreciarse en los cuadros núms. 8 y 9, el año 1995 ha conocido una ligera reducción del nivel de las comisiones medias y un pequeño aumento de sus desviaciones típicas. Ello podría estar confirmando un comportamiento menos homogéneo entre los competidores en cuanto a sus políticas de precios, tal como se han descrito. Por otra parte, el que, a pesar de la ausencia de concentración en el mercado, no se produzcan reducciones importantes de precios parece indicar que se está ante un mercado no maduro, que cuenta con una demanda creciente, aún insensible en cierta medida al coste del producto, pero condicionada parcialmente por las consecuencias fiscales de los reembolsos, como se verá más adelante.

Un hecho llamativo, en cuanto a las comisiones medias cobradas, es la ausencia de competencia en comisión de gestión por parte de las sociedades gestoras independientes y de grupos no bancarios frente a las aplicadas por sus rivales «bancarias». En este caso, quizá la justificación pudiera encontrarse, entre otros motivos, en los mayores costes de comercialización en que puedan estar incurriendo aquellas sociedades gestoras que carecen de red de oficinas o la insuficiencia de economías de escala.

Otro fenómeno que pone de manifiesto los cuadros núms. 8 y 9 en lo referido a las comisiones de los depositarios es el distinto tratamiento que cajas y bancos otorgan a los distintos fondos cuando actúan como depositarios: las comisiones cargadas a los fondos del propio grupo son, en general, ligeramente mayores que las ofrecidas a la competencia. Recuérdese que la práctica totalidad de los fondos están depositados en entidades de crédito.

Por último, para Álvarez Cobelas (1994), las comisiones cobradas por los fondos de renta fija no

parecen adecuarse a la rentabilidad obtenida por el inversor. En contra de lo predicado por la hipótesis de la eficacia informativa de los mercados, que establece que la información que se paga debe producir un incremento de la rentabilidad, los fondos que cobran mayores comisiones, según este autor, son los menos rentables, y viceversa.

#### **4. Rentabilidad de los fondos de inversión**

Si se descartan los efectos fiscales que pueda tener para el partícipe la inversión en fondos, los estudiosos que se han ocupado de la rentabilidad de los fondos parecen concluir que su comportamiento en términos generales no ha sido particularmente brillante comparado con otras alternativas de inversión. La justificación al uso es que el inversor en fondos es altamente conservador y sensible a la fiscalidad, y prefiere (se conforma con) rentabilidades menores y de menos riesgo que le permitan aprovechar los beneficios fiscales (6).

Al estudiar la rentabilidad acumulada de los fondos de inversión mobiliaria y de los fondos de inversión en activos del mercado monetario en el período 1991-1994, González Mosquera (1995) concluye que es similar a la que se hubiera obtenido invirtiendo en depósitos a plazo e inferior a la de las letras del Tesoro. Ello le lleva a concluir que las diferencias observadas no son muy elevadas, pero cuestionan las ventajas que teóricamente tienen los fondos para el pequeño inversor si se hace abstracción de los beneficios fiscales.

En un sentido similar se pronuncia Álvarez Cobelas (1994) en su análisis de la rentabilidad semanal sobre una muestra suficientemente amplia de fondos de renta fija en el período mayo 1991-diciembre 1993, concluyendo que la mayoría de ellos presenta un comportamiento pobre.

#### **5. Rentabilidad de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva**

En una industria como la de los fondos de inversión españoles, que ha conocido un desarrollo espectacular de sus ventas, que disfruta de economías de escala y que mantiene sus precios relativamente inalterados, no resulta sorprendente que sus balances y cuentas de resultados agregadas muestren unos parámetros excepcionalmente buenos. En el balance agregado del cuadro número 10, por ejemplo, se puede observar que el inmovilizado de las sociedades gestoras les consume sólo el 5 por 100 de sus recursos propios, mientras que el resto, en colaboración con la financiación que les aportan sus proveedores, se destina a financiar su cartera de valores. La cuenta de resultados (cuadro núm. 11), por su parte, muestra cómo los 162 millardos de pesetas ingre-

CUADRO NÚM. 8

COMISIONES DE GESTIÓN DICIEMBRE 1994

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica														
RF .....	1,55	0,48	1,64	0,43	1,63	0,44	1,44	0,34	1,23	0,49	1,40	0,17	1,53	0,48	1,455	0,48
RFM .....	1,58	0,53	1,85	0,42	1,44	0,54	1,80	0,24	0,98	0,52	1,75	0,45	1,70	0,49	1,60	0,55
RVM .....	1,79	0,55	2,18	0,31	1,82	0,44	1,92	0,45	1,68	0,49	2,25	0,00	1,72	0,57	1,87	0,51
RV .....	2,12	0,44	2,14	0,44	2,29	0,37	2,00	0,50	N/A	N/A	2,50	0,00	1,73	0,44	2,12	0,45
Total FIM .....	1,68	0,54	1,78	0,47	1,80	0,53	1,67	0,43	1,24	0,54	1,74	0,47	1,63	0,50	1,69	0,53
FIAMM .....	1,28	0,27	1,37	0,21	1,27	0,22	1,22	0,21	1,24	0,31	1,45	0,07	1,05	0,15	1,30	0,25

COMISIONES DE DEPOSITARIO DICIEMBRE 1994

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica														
RF .....	0,17	0,14	0,27	0,13	0,19	0,09	0,17	0,05	0,15	0,09	0,30	0,17	0,24	0,09	0,20	0,13
RFM .....	0,19	0,12	0,29	0,12	0,14	0,04	0,19	0,04	0,15	0,04	0,32	0,10	0,22	0,09	0,21	0,12
RVM .....	0,17	0,12	0,27	0,13	0,22	0,10	0,19	0,03	0,20	0,06	0,40	0,00	0,28	0,08	0,21	0,12
RV .....	0,24	0,16	0,27	0,15	0,20	0,08	0,20	0,01	N/A	N/A	0,40	0,00	0,26	0,08	0,24	0,14
Total FIM .....	0,19	0,14	0,27	0,13	0,19	0,09	0,18	0,05	0,16	0,08	0,33	0,13	0,24	0,09	0,21	0,13
FIAMM .....	0,12	0,05	0,12	0,05	0,11	0,03	0,10	0,04	0,12	0,02	0,10	0,07	0,09	0,04	0,12	0,05

NÚMERO DE FONDOS DICIEMBRE 1994

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
RF .....	111	70	30	12	15	4	22	264								
RFM .....	53	17	10	5	6	5	15	111								
RVM .....	36	16	12	6	4	1	6	81								
RV .....	37	7	17	2	0	1	8	72								
Total FIM .....	237	110	69	25	25	11	51	528								
FIAMM .....	68	44	13	3	4	3	3	138								

RF: Fondos de renta fija: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera del 100 por 100 al final del primer trimestre.

RFM: Fondos de renta fija mixta: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 75 y el 100 por 100 al final del primer trimestre.

RVM: Fondos de renta variable mixta: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 30 y el 75 por 100 al final del primer trimestre.

RV: Fondos de renta variable: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera inferior al 30 por 100 al final del primer trimestre.

Fuente: CNMV.

## CUADRO NÚM. 9

## COMISIONES DE GESTIÓN DICIEMBRE 1995

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica														
RF .....	1,46	0,46	1,64	0,41	1,50	0,53	1,34	0,39	1,12	0,41	1,34	0,16	1,66	0,43	1,50	0,47
RFM .....	1,54	0,56	1,66	0,41	1,46	0,45	1,62	0,34	1,27	0,58	1,40	0,12	1,61	0,35	1,51	0,52
RVM .....	1,80	0,57	2,15	0,35	2,05	0,44	1,75	0,38	2,00	0,50	2,08	0,12	1,98	0,51	1,94	0,51
RV .....	2,06	0,44	2,16	0,37	2,16	0,54	2,10	0,37	1,45	0,00	2,25	0,25	1,87	0,51	2,08	0,46
Total FIM ....	1,62	0,54	1,76	0,45	1,71	0,59	1,57	0,47	1,25	0,53	1,58	0,39	1,74	0,46	1,64	0,54
FIAMM .....	1,24	0,26	1,37	0,21	1,23	0,27	1,22	0,21	1,06	0,45	1,34	0,22	1,05	0,15	1,27	0,26

## COMISIONES DE DEPOSITARIO DICIEMBRE 1995

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total	
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica														
RF .....	0,17	0,13	0,26	0,13	0,17	0,09	0,18	0,08	0,16	0,09	0,21	0,16	0,22	0,09	0,20	0,13
RFM .....	0,17	0,11	0,19	0,10	0,16	0,04	0,18	0,05	0,14	0,05	0,24	0,14	0,24	0,11	0,18	0,10
RVM .....	0,22	0,15	0,28	0,13	0,22	0,09	0,18	0,03	0,25	0,00	0,40	0,00	0,21	0,08	0,24	0,13
RV .....	0,23	0,14	0,25	0,14	0,20	0,08	0,24	0,08	0,18	0,00	0,40	0,00	0,22	0,08	0,23	0,13
Total FIM ....	0,19	0,14	0,26	0,13	0,18	0,08	0,19	0,07	0,16	0,08	0,27	0,15	0,22	0,09	0,21	0,13
FIAMM .....	0,12	0,05	0,12	0,04	0,10	0,05	0,10	0,04	0,10	0,04	0,12	0,06	0,12	0,05	0,12	0,05

## NÚMERO DE FONDOS DE FONDOS DICIEMBRE 1995

	Bancos		Cajas		Sociedades de valores		Agencias de valores		Seguros		Cooperativas		Otros		Total
	Porcentaje sobre patrimonio	Desviación típica													
RF .....	144	86	40	17	14	8	17	14	14	8	17	17	17	326	
RFM .....	52	9	14	5	9	5	5	9	9	5	5	5	12	106	
RVM .....	35	17	10	6	2	3	6	2	2	3	3	3	9	82	
RV .....	46	11	18	5	1	2	5	1	1	2	2	2	5	88	
Total FIM .....	277	123	82	33	26	18	33	26	26	18	43	43	43	602	
FIAMM .....	78	47	12	3	5	6	3	5	5	6	6	6	3	154	

RF: Fondos de renta fija: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera del 100 por 100 al final del primer trimestre.

RFM: Fondos de renta fija mixta: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 75 y el 100 por 100 al final del primer trimestre.

RVM: Fondos de renta variable mixta: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera entre el 30 y el 75 por 100 al final del primer trimestre.

RV: Fondos de renta variable: FIM que posee un porcentaje de renta fija en cartera inferior al 30 por 100 al final del primer trimestre.

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 10**  
**BALANCE CONSOLIDADO DE LAS SOCIEDADES**  
**GESTORAS DE IIC A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

Activo	Importe	Porcentaje sobre total
A) Accionistas por desembolsos no exigidos .....	87	0,07
B) Inmovilizado .....	4.263	3,57
C) Gastos a distribuir en varios ejercicios .....	16	0,01
D) Activo circulante .....	115.136	96,35
D.1. Deudores .....	16.147	13,51
D.2. Cartera de valores .....	88.350	73,93
1. Fondos públicos .....	73.113	61,18
2. Valores cotizados .....	11.860	9,92
3. Otros valores .....	2.716	2,27
4. Intereses .....	1.121	0,94
5. Provisiones .....	- 460	- 0,38
D.3. Acciones propias .....	0	0,00
D.4. Tesorería .....	10.459	8,75
D.5. Ajustes por periodificación .....	180	0,15
<b>Total activo .....</b>	<b>119.502</b>	<b>100,00</b>
<b>Pasivo</b>	<b>Importe</b>	<b>Porcentaje sobre total</b>
A) Fondos propios .....	83.925	70,23
A.1. Capital suscrito .....	28.510	23,86
A.2. Reservas .....	33.992	28,44
A.3. Resultados de ejercicios anteriores .....	209	0,17
A.4. Resultado del período .....	45.769	38,30
A.5. Dividendo a cuenta .....	- 24.555	- 20,55
B) Ingresos a distribuir en varios ejercicios .....	9	0,01
C) Provisiones para riesgos y gastos .....	3.638	3,04
D) Acreedores a largo plazo .....	323	0,27
E) Acreedores a corto plazo .....	31.607	26,45

Fuente: CNMV.

sados en concepto de comisiones de gestión se destinan a retribuir al personal (8 millardos de pesetas), a pagar el coste de la comercialización de las participaciones (93 millardos de pesetas) y a obtener 61 millardos de pesetas de beneficios antes de impuestos.

La feliz consecuencia de lo anterior aparece en el cuadro núm. 12, que muestra las elevadas rentabilidades sobre recursos propios obtenidas por el conjunto de sociedades gestoras, sin duda la actividad mejor retribuida dentro del mundo financiero. Estas altas tasas de rentabilidad, así como su naturaleza un tanto volátil, contribuyen a afirmar que el mercado de fondos de inversión goza más de atributos propios de mercado emergente que de mercado maduro —como ya se anticipaba antes, al observar el crecimiento de las cifras de patrimonio y partícipes— y, como tal, tiene un potencial de desarrollo todavía por recorrer.

Conviene mencionar que el descenso de rentabilidad media entre 1994 y 1995, consecuencia de una reducción de ingresos por comisiones de más

**CUADRO NÚM. 11**  
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**  
**CONSOLIDADA DE LAS SOCIEDADES GESTORAS**  
**DE IIC A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

Debe	Importe	Porcentaje sobre gastos
A) Gastos .....	125.597	100,00
1. Gastos de personal .....	8.011	6,38
2. Dotación para amortización inmovilizado .....	939	0,75
3. Variación de provisiones .....	200	0,16
4. Otros gastos de explotación .....	100.756	80,22
4.1. Servicios exteriores .....	4.863	3,87
4.2. Tributos .....	473	0,38
4.3. Otros gastos de gestión corriente .....	95.420	75,97
4.3.1. Comisión comercialización fondos .....	92.912	73,98
4.3.2. Otros .....	2.508	2,00
I. Beneficio de explotación .....	52.980	
5. Gastos financieros .....	- 378	- 0,30
6. Pérdida en ventas y amortización de AF .....	628	0,50
II. Resultados financieros positivos .....	8.559	
III. Beneficios actividades ordinarias .....	61.209	
7. Resultados extraordinarios .....	379	0,30
IV. Resultados extraordinarios positivos .....	92	
V. Beneficios antes de impuestos .....	60.920	
8. Impuesto sobre sociedades .....	15.030	11,97
9. Otros impuestos .....	32	0,03
VI. Resultado del ejercicio (beneficios) .....	45.853	
<b>Haber</b>	<b>Importe</b>	<b>Porcentaje sobre ingresos</b>
B) Ingresos .....	171.366	100,00
1. Prestación de servicios .....	162.334	94,73
1.1. Comisión de gestión de IIC .....	160.323	93,56
1.2. Comisión de suscrip./reembolso de IIC .....	1.796	1,05
1.3. Servicios de asesoramiento .....	215	0,13
2. Otros ingresos de explotación .....	140	0,08
I. Pérdidas de explotación .....	412	
3. Ingresos financieros .....	7.882	4,60
4. Beneficios en ventas y amort. de AF .....	868	0,51
II. Resultados financieros negativos .....	59	
III. Pérdidas actividades ordinarias .....	141	
5. Resultados extraordinarios .....	142	0,08
IV. Resultados extraordinarios negativos .....	329	
V. Pérdidas antes de impuestos .....	89	
VI. Resultados del ejercicio (pérdidas) .....	84	

Fuente: CNMV.

**CUADRO NÚM. 12  
DISTRIBUCIÓN DE LAS SGIIC SEGÚN RENTABILIDAD**

	1992		1993		1994		1995	
Media (Porcentaje)	66,75		70,69		72,83		64,43	
	Núm. de SGIIC (unidades)	Porcentaje sobre total SGIIC						
400-150 .....	7	4,96	5	3,52	6	4,51	3	2,26
150-Media .....	12	8,51	12	9,45	12	9,02	13	9,77
Media-30 .....	30	21,28	38	26,76	32	24,06	23	17,29
30-15 .....	21	14,89	30	21,13	27	20,30	27	20,30
15-0 .....	50	35,46	49	34,51	42	31,58	56	42,11
Negativa .....	21	14,89	8	5,63	14	10,53	11	8,27
Total .....	141	100	142	100	133	100	133	100

Fuente: CNMV.

de 13 millardos de pesetas, encuentra su principal explicación en la reducción del patrimonio medio diario de los fondos durante los primeros meses de 1995. Otra causa de esta disminución, si bien de menor entidad que la anterior, fue el trasvase de inversiones desde los fondos de inversión mobiliaria a los fondos de inversión en activos del mercado monetario, fondos estos últimos que cobran comisiones menores.

Por último, el cuadro núm. 13 recoge las rentabilidades de las sociedades gestoras de aquellos grupos financieros que administran más de 100 millardos de pesetas en patrimonio; varios de estos grupos cuentan con más de una gestora, observándose diferencias de rentabilidad entre ellas. Nótese que, en 1995, de las dieciséis sociedades gestoras que, según los datos del cuadro núm. 12, obtienen rentabilidades superiores a la media de la industria, ocho pertenecen a grupos financieros relacionados en el cuadro núm. 13.

#### **IV. ELEMENTOS QUE INCIDEN EN EL GRADO DE COMPETENCIA**

Puesto que ni el comportamiento de los precios en el mercado ni las rentabilidades de los oferentes coinciden plenamente con los que cabría esperar de una situación de contestabilidad o competencia perfecta —a pesar de la homogeneidad del producto y de la abundancia de sociedades gestoras rivales—, parece conveniente repasar otros elementos que inciden en el nivel de competencia que tiene lugar en el mercado: particularmente, las barreras de entrada y salida al mercado para los oferentes potenciales o reales, y la libertad de que dispone el ahorrador para invertir y desinvertir en los diferentes fondos de inversión (medida en términos de costes en los que ha de incurrir para hacerla efectiva).

#### **1. Barreras de entrada**

##### *1.1. Limitaciones administrativas*

Toda iniciativa empresarial encaminada a constituir una sociedad gestora de fondos de inversión (sociedades gestoras), a crear un fondo de inversión, o comercializar en España un fondo constituido en el extranjero, necesita la intervención de las autoridades supervisoras. Ello comporta una cierta inversión de tiempo, recursos y esfuerzo que sólo estarán dispuestos a acometer aquellas iniciativas que prevean alcanzar un razonable éxito en el mercado; y, por el contrario, actuará de forma disuasoria para aquellas otras menos prometedoras desde una perspectiva comercial.

Dicho esto, sin embargo, hay que subrayar que existen razones para pensar que los trámites administrativos no pueden catalogarse como una barrera de entrada significativa. La legislación española que regula la constitución y registro de fondos de inversión y sociedades gestoras se caracteriza por su claridad y consistencia, sin que existan requisitos de importancia de posible apreciación discrecional por el regulador. Su contenido está homologado con la normativa aplicable en el resto de los países de la Unión Europea a través de la directiva comunitaria que las armoniza con base en principios de libertad de mercado. La documentación acreditativa que exige la Comisión Nacional del Mercado de Valores para proceder a la autorización está cifrada, su contenido está normalizado, las tasas que se han de abonar son bajas y los recursos propios requeridos para la constitución de una sociedad gestora son relativamente modestos. En definitiva, si se contempla el número de fondos de inversión que se registran cada año, o la cifra de sociedades gestoras existentes, difícilmente se puede afirmar que exista una barrera administrativa operando en el mercado de fondos de inversión.

Para el caso de los fondos de inversión extranje-

**CUADRO NÚM. 13**  
**RENTABILIDAD DE SGIIC POR GRUPOS FINANCIEROS QUE ADMINISTRAN PATRIMONIO**  
**SUPERIORES A 100.000 MILLONES DE PESETAS EN FONDOS DE INVERSIÓN (1995)**

<i>Grupo financiero</i>	<i>Sociedad Gestora</i>	<i>Rdos/RP (porcentaje) (*)</i>
Ahorro Corporación.....	Gesinca Inversiones .....	53,37
Argentaria .....	Gespostal .....	114,20
	BEX Gestión .....	65,87
Asesores Bursátiles .....	AB Gestión Fondos .....	23,56
Banco Central Hispano .....	Central Hispano Gestión .....	32,07
	Banif Gestión .....	17,05
	Dinvergestión .....	13,04
Banco Popular .....	Sogeval .....	21,82
Banco Sabadell .....	Bansabadell Inversión .....	45,28
Banco Santander .....	Gesbansander .....	48,12
	BSN Gestión .....	32,69
	Banesto Fondos .....	11,15
	Bandesco Gestión .....	0,00
Bancaja .....	Sogeva .....	78,44
Bankinter .....	Gesbankinter .....	87,04
BBV .....	BBV Gestinova .....	184,14
	Privanza .....	138,64
	Gescatalana .....	111,67
Caja Guipúzkoa y San Sebastián .....	Kutxagest .....	98,09
Caja Madrid .....	Gesmadrid .....	58,83
Caja Navarra .....	Gesnavarra .....	34,44
Deutsche Bank .....	DB Gestión .....	8,35
Ibercaja .....	Ibercaja Gestión .....	48,57
	Gescazar .....	42,40
La Caixa .....	Gescaixa I .....	58,87
	Herrero Gestión .....	35,96
	Caixabank Gestión .....	3,85
	Investing Gestión .....	3,64
Mapfre .....	Mapfre Inversión Dos .....	19,22
March .....	Gestemar Gestión .....	26,55

(\*) Los recursos propios (RP) que se utilizan como denominador de la *ratio* son los que presenta la gestora a 31 de diciembre de 1995, e incluyen la cifra de resultados del ejercicio (Rdos.).

Fuente: CNMV.

ros sometidos a la normativa comunitaria, hay que recordar que con su registro por la autoridad supervisora en un país de la Unión obtienen el pasaporte comunitario que les permite su comercialización en cualquier otro país miembro. Para ello sólo tienen que registrar en el país de acogida copia traducida de los documentos registrados en el de origen, acompañada de la autorización recibida, y una memoria explicativa del plan de comercialización. Un caso diferente, no obstante, es el de fondos extranjeros no acogidos a la normativa comunitaria; en este caso, la ley española exige que la Comisión Nacional del Mercado de Valores sólo autorice su comercialización en España si el grado en que se encuentran protegidos los intereses de sus partici-

pes es idéntico al que gozan los partícipes de fondos nacionales según los criterios marcados por la legislación española.

## 1.2. Barreras tecnológicas y humanas

Los recursos materiales, técnicos y humanos que precisan las sociedades gestoras para operar se encuentran disponibles en el mercado a precios competitivos y en cantidades suficientes. Los procedimientos de producción y comercialización de fondos de inversión no están sometidos a la propiedad intelectual ni existen patentes registradas. De hecho, son procedimientos sencillos y bien conocidos

por los profesionales del sector financiero. Las inversiones a realizar por las sociedades gestoras en equipo informático y sistemas, si observamos las cifras que figuran en sus balances, no suponen consumos importantes de sus recursos propios. Por todo ello, no parece que se pueda afirmar que existan barreras de naturaleza tecnológica o material a la entrada en el mercado de fondos de inversión.

### 1.3. *Inversiones iniciales*

Los gastos en que hay que incurrir para poner una sociedad gestora o un fondo de inversión en el mercado son de pequeña cuantía en comparación con el volumen de negocio que pueden generar. Los requisitos de fondos propios de gestoras (7) exigidos por la legislación difícilmente pueden disuadir ninguna iniciativa empresarial. Las inversiones a realizar en equipos son ligeras (8). Igual podría decirse de los gastos de formación específica del personal.

La exigencia normativa impuesta a los fondos de inversión en materia de patrimonio y número de partícipes mínimos (9) implica, en cuanto al patrimonio, que el promotor del fondo «adelante» la cuantía establecida suscribiendo participaciones en tanto va captando partícipes. Esto es tanto como establecer la necesidad de contar con una cierta capacidad financiera que pueda ser inmovilizada temporalmente. Por su parte, la exigencia de número de partícipes mínimo implica desalentar iniciativas que no puedan superar ese listón de naturaleza comercial. No obstante lo anterior, dadas las bajas cifras mínimas relativas que se exigen y los plazos establecidos para alcanzarlas, no parece que actúen como barreras a la entrada en el mercado, aunque sí pueden estar actuando en detrimento de iniciativas de fondos considerados exóticos para los gustos dominantes en nuestro mercado.

### 1.4. *Redes comerciales*

Ligado al punto anterior se encuentra el tema de las redes comerciales necesarias para colocar con éxito un fondo de inversión. Una industria como la que estamos considerando, que vende un producto que se asemeja a uno típicamente de consumo, requiere de una red comercial potente que llegue a los posibles clientes incurriendo en bajos costes unitarios (10). Se trata de un producto en el que es necesario el contacto personal entre vendedor y comprador, un cierto grado de asesoramiento ofrecido por el vendedor y una elevada accesibilidad del comprador al punto de venta para que el usuario pueda beneficiarse eficazmente de la elevada liquidez del producto. Por otra parte, los productos sustitutos con los que han de competir los fondos son productos que se venden en un mercado detallista, y es, por tanto, en este tipo de mercado donde se

tendrá que introducir el fondo de inversión para lograr hacerse con una parte de él.

En un mercado financiero como el español, dominado por la banca universal, en donde hay numerosas sucursales de entidades de crédito ofreciendo sus productos por todo el país, la disponibilidad de una red de distribución extensa parece ser condición necesaria para lanzar con éxito un fondo al mercado (11). Sin embargo, la legislación actual no contempla la posibilidad de que una sociedad gestora cree su propia red de comercialización para sus fondos de inversión. La LMV, en sus artículos 71 y 76, establece que la gestión de suscripciones y reembolsos de participaciones en fondos de inversión por cuenta de su emisor queda reservada a las sociedades y agencias de valores, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Esta limitación a la operativa de las sociedades gestoras ha jugado en favor, sobre todo, de las entidades crediticias que disponen de mayor número de sucursales. En igual sentido actúa la exigencia de que la función de depositario sea ejercida por alguna de las entidades mencionadas; en la práctica, la coincidencia de depositario y comercializador de un fondo facilita su administración, fenómeno que puede incidir en los costes unitarios soportados y en la calidad del servicio ofrecido al inversor en términos de accesibilidad.

### 1.5. *Economías de escala y alcance*

En el negocio de los fondos de inversión pueden aparecer economías de escala y alcance derivadas de las tres funciones que han de desarrollarse: gestión de la cartera del fondo, administración de la institución y comercialización de las participaciones (12). Para apreciar la incidencia de las economías de escala y alcance, en cuanto que barreras de entrada al mercado, conviene comparar las sociedades gestoras independientes con las sociedades gestoras que pertenezcan a un grupo financiero que preste múltiples servicios a sus clientes, disponga de una pluralidad de sucursales y efectúe las funciones de depositario empleando alguna de sus entidades.

Con referencia a las economías de escala, y en el caso de la función de gestión de cartera, cabe pensar que una sociedad gestora independiente verá aparecer economías de escala cuanto mayor sea el patrimonio de cada uno de sus fondos y cuantos más fondos de inversión de cartera similar gestione (caso de sociedad gestora que gestiona fondos de inversión para comercializadores-promotores distintos). Por su parte, la sociedad gestora de grupo financiero (léase el grupo en su conjunto) verá que a las economías mencionadas se le añaden aquellas que deriven del asesoramiento que le preste la unidad del grupo especializada en la actuación, por cuenta propia o ajena, en los mercados de valores.

En el caso de la función de administración de las instituciones, la sociedad gestora independiente la realizará de manera más eficiente —verá aparecer economías de escala— cuanto mayor sea el patrimonio administrado y cuanto mayor sea el número de fondos de inversión administrados. Por su parte, el grupo financiero, en la medida en que realice dentro de él la labor de depositario y comercialice las participaciones de los fondos de inversión —tareas que a las sociedades gestoras independientes les está vedado ejecutar—, estará en condiciones de alcanzar mayores economías de escala al sumar esta carga de trabajo a sistemas administrativos implantados con otros propósitos.

Por último, en lo que se refiere a la función de comercialización, a menos que la sociedad gestora independiente obtenga de sus comercializadores descuentos en las comisiones de comercialización pagadas por volúmenes comercializados, los incrementos del patrimonio gestionado no redundarán en economías de escala por este motivo. El grupo financiero, sin embargo, en la medida en que puede usar su red de oficinas para vender las participaciones de sus fondos, obtendrá economías de escala al ver aumentar sus patrimonios.

En cuanto a las economías de alcance, a la sociedad gestora independiente un aumento del número de fondos de inversión le permitirá reducir costes unitarios en la realización de las funciones de gestión de carteras y administración de instituciones, mientras que el grupo financiero sumará a lo anterior las economías de alcance que se deriven de su producción de productos sustitutivos de fondos de inversión y de su operativa por cuenta propia en los mercados de valores.

Por último, en cuanto a la función de comercialización, la sociedad gestora independiente no deberá esperar economías de alcance al ampliar su número de fondos gestionados, mientras que el grupo financiero podrá ver aparecer este tipo de economías al ampliar con nuevos fondos de inversión los productos financieros ofertados por su red de oficinas.

Como conclusión de todo lo anterior, cabe pensar que en el ámbito del aprovechamiento de las economías de escala y alcance que pueden generarse en la realización de las funciones de gestión de cartera, administración y comercialización, un grupo financiero se encuentra mejor posicionado competitivamente que una sociedad gestora independiente; por tanto, este fenómeno puede jugar un papel de barrera de entrada al mercado en algún momento de su desarrollo o en algunas áreas del mismo. El hecho de que la participación media sea mayor en las sociedades gestoras independientes y en las de sociedades y agencias de valores que en las de entidades crediticias (cuadros núms. 14 y 15) podría estar poniendo en evidencia que, ante la dificultad de acceder al ahorrador modesto, tanto desde un

punto de vista material como por razones de coste, las sociedades gestoras mencionadas dirigen sus esfuerzos hacia un público más acomodado, cuyos mayores patrimonios permiten optimizar la gestión de las sociedades gestoras en términos de coste.

### 1.6. Imagen de marca

Aunque difícil de evaluar cuantitativamente, la importancia de la imagen de marca, entendida como imagen del grupo financiero que comercializa un fondo, parece que juega un papel importante para el inversor a la hora de elegir entre los fondos disponibles en el mercado. Factores tales como tamaño del grupo —medido por el de su balance— capitalización bursátil, visibilidad en el mercado al por menor y gastos en publicidad genérica o específica sobre fondos de inversión, contribuyen a crear confianza en el inversor. La idea «demasiado grande para quebrar» que actúa en la mente de los depositantes cuando proceden a elegir banco también parece ju-

**CUADRO NÚM. 14**  
**PARTICIPACIÓN MEDIA DE LOS FIM AGRUPADOS**  
**POR GRUPOS FINANCIEROS**  
**A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

<i>Grupo</i>	<i>Participación media</i>
Cajas .....	4,19
Bancos .....	3,39
Sociedad de valores .....	6,43
Agencia de valores .....	8,53
Compañías de seguros .....	7,25
Cooperativas de crédito .....	2,87
Otros .....	9,26
<b>Total FIM .....</b>	<b>3,90</b>

*Fuente:* CNMV.

**CUADRO NÚM. 15**  
**PARTICIPACIÓN MEDIA DE LOS FIAMM**  
**AGRUPADOS POR GRUPOS FINANCIEROS**  
**A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

<i>Grupo</i>	<i>Participación media</i>
Cajas .....	3,51
Bancos .....	5,01
Sociedad de valores .....	4,47
Agencia de valores .....	5,53
Compañías de seguros .....	4,16
Cooperativas de crédito .....	1,99
Otros .....	10,66
<b>Total FIAMM .....</b>	<b>4,34</b>

*Fuente:* CNMV.

gar su papel en los partícipes de los fondos de inversión, aunque se trate de instituciones con lógicas financieras distintas por lo que hace a las garantías de los inversores.

Junto a lo anterior, también podría mencionarse el fenómeno de lealtad al grupo financiero de sus clientes, que parecen mostrarse proclives a invertir en fondos ofrecidos por las entidades que les prestan otros servicios. La otra cara de la moneda de este mismo fenómeno son las estrategias bancarias orientadas a fidelizar a su clientela mediante el ofrecimiento de servicios que cumplan tal objetivo, como podrían ser el préstamo hipotecario, la domiciliación de la nómina y la suscripción de fondos de inversión y de pensiones.

## 2. Barreras de salida

La existencia de barreras de salida tiene un doble efecto negativo sobre el nivel de competencia de la industria. En primer lugar, su existencia, en tanto que implican un coste en el que, directa o indirectamente, se habrá de incurrir al abandonar la industria, desincentiva la entrada de potenciales competidores al elevar su nivel de riesgo. En segundo lugar, al retener operativas aquellas unidades marginales que trabajan cargando comisiones elevadas a sus partícipes o retribuyendo su inversión pobremente, contribuyen a mantener elevadas comisiones de gestión por parte del conjunto de la industria y a rebajar los niveles de exigencia de rentabilidades por parte de los inversores.

### 2.1. Gastos iniciales no recuperables

Los gastos iniciales no recuperables (*sunk assets*) son considerados la más común barrera de salida que puede presentar un mercado. Su efecto disuasorio de la competencia viene cifrado por el tiempo y/o el volumen de actividad necesarios para amortizarlos. En el caso español, dada la escasa cuantía de los gastos de constitución y lanzamiento de sociedades gestoras y de fondos de inversión, no parece que jueguen como elementos significativamente relevantes en la disminución del grado de competencia existente. Sólo en aquellas ocasiones en las que se acometan actividades de promoción especialmente onerosas o se retribuya a la red comercial con comisiones de captación de clientes que requieran su amortización en varios años se podría hablar de la aparición de barreras de salida de esta naturaleza, si bien que con vigencias temporales limitadas.

En el caso de los partícipes de fondos de inversión, existirán barreras de salida cuando tengan que abonar comisiones de suscripción —que requieren ser absorbidas con la rentabilidad de varios años— y de reembolso o bien cuando, habiendo invertido

en un fondo garantizado, el reembolso de su participación antes de la fecha de ejercicio preestablecida le suponga renunciar al valor implícito de la garantía. Con un impacto similar a lo anterior, se encuentra el coste fiscal que significa el reembolso de participaciones cuando su propósito es su reinversión en otro fondo.

### 2.2. Rigidez de las entidades

El hecho de que tanto las sociedades gestoras como los fondos de inversión tengan por exigencia de la ley objeto social o institucional exclusivo, y su actividad expresamente reglada, les impide modificar su dedicación empresarial ante cambios sustanciales y permanentes de las condiciones del mercado.

Esto introduce una rigidez notable con respecto a otras unidades económicas que, a diferencia de las anteriores, pueden buscar nichos del mercado donde explotar sus ventajas competitivas sin tener que incurrir previamente en los costes de su transformación legal o liquidación.

### 2.3. «Liquidación» de fondos y gestoras

Si bien la regulación que afecta a las sociedades gestoras no les impone especiales condicionamientos en lo relativo a potenciales situaciones de crisis —liquidación, quiebra, etc.—, no puede decirse lo mismo con respecto a los fondos que se demuestran ineficientes y llamados a desaparecer. A los efectos fiscales adversos sobre los partícipes que vieran reembolsadas involuntariamente sus participaciones, como consecuencia de la liquidación de un fondo, se añade una regulación compleja que ofrece no pocas zonas de sombra. Una manera de obviar las consecuencias indeseadas de la liquidación de un fondo podría ser la fusión del fondo ineficiente con otro ya existente. En este caso, surgen problemas de vacío legal y de dificultad de diseño de fórmulas coherentes para la determinación y aceptación de la ecuación de canje entre las participaciones de los dos fondos.

## 3. Capacidad de decisión del partícipe

En un mercado como el que se está analizando, en el que existe un número elevado de fondos de inversión ofertados, que goza de una gran transparencia informativa y donde los procesos de inversión y desinversión son muy ágiles, cabría suponer que la libertad de decisión del partícipe es enorme. La observación de la realidad, sin embargo, invita a ser algo menos triunfalista a este respecto.

La información que ha de ser suministrada al partícipe en el momento de tomar la decisión de inver-

tir (folleto, memoria, cuentas anuales auditadas), unido al conocimiento diario de la evolución del valor de la participación, capacita suficientemente al inversor para hacer la elección que le parezca más oportuna. De igual forma, a lo largo de su permanencia en el fondo, el partícipe recibirá trimestralmente datos sobre la rentabilidad y composición de la cartera del fondo, diariamente podrá conocer el valor de su participación y sus gestores son responsables de hacer público todo hecho que sea relevante para la marcha de la institución. Tomando todo esto en consideración, se puede concluir que la transparencia de un fondo es muy superior a la de cualquier otro valor cotizado en Bolsa. Otro tanto ocurre por lo que hace a la liquidez de una participación; los fondos tienen valoración diaria y los partícipes tienen el derecho de reembolsar su inversión en todo momento, la regulación se lo reconoce y el coeficiente de liquidez del fondo lo hace posible.

No obstante, esta posibilidad de abandonar el fondo no es gratuita, como ya se tuvo ocasión de ver. Por una parte, están las comisiones de reembolso y suscripción que puedan regir en el fondo, y que puedan trocar en antieconómica la decisión de desinvertir. Por otra parte, está el coste fiscal que el partícipe deberá asumir por incurrir, en su caso, en la realización de ganancias de capital, coste que será especialmente perverso si el propósito del inversor es el de reinvertir su patrimonio en otro fondo.

En este último caso, el partícipe pierde parte de su beneficio fiscal y se obliga a aflorar plusvalías en un momento en el que puede no resultarle fiscalmente oportuno. Este hecho es especialmente importante, toda vez que, como concluye García-Vaquero (1995), al analizar la fiscalidad de distintos instrumentos financieros, suponiendo rentabilidades financieras equivalentes, las participaciones de fondos de inversión presentan una rentabilidad después de impuestos superior a la del resto de sus activos competidores.

El tratamiento fiscal de las ganancias de capital, que tributan al ser realizadas, es el origen de lo que la literatura económica conoce como efecto cierre (*lock-in*), que desincentiva reembolsar participaciones con plusvalías latentes. Este efecto parece estar teniendo lugar en España y, a juicio de Contreras y Fernández (1995), distorsiona la gestión de la cartera de activos de los inversores individuales y contribuye a generar ineficiencia en las sociedades gestoras.

Este aspecto de la reglamentación fiscal —que contrasta con el otorgado a los fondos de pensiones— favorece la cautividad del partícipe en fondos con los que no está satisfecho, bien porque no le ofrecen la rentabilidad que espera, bien porque han modificado sus políticas de inversión originales o bien porque no se adaptan a sus nuevas necesidades o a su apreciación del riesgo. Ello podría estar

contribuyendo no sólo a deteriorar el nivel de competitividad de las sociedades gestoras, sino a «enturbiar» la apreciación por los mercados financieros de las preferencias de los ahorradores últimos en términos de rentabilidad, riesgo y horizontes temporales.

Por último, todo este conjunto de prácticas puede tener un efecto indeseado que atenta contra la eficiencia económica en su conjunto desde la perspectiva más amplia de la asignación de recursos. La combinación de la cautividad fiscal y las prácticas restrictivas de la competencia apoyadas en ella limitan la movilidad de los recursos financieros procedentes de los ahorradores que los invierten en fondos, impidiendo que éstos sirvan para financiar las actividades productivas más rentables en cada momento.

De todo lo visto hasta aquí, la cautividad del partícipe aparece como una de las causas más evidentes del deterioro de la competencia, favoreciendo situaciones de *statu quo* y deprimiendo el interés de las sociedades gestoras que tengan una amplia cuota de mercado en abaratar sus comisiones y mejorar la gestión de las carteras de sus fondos de inversión.

Otro aspecto en el que la capacidad de decisión del partícipe se encuentra disminuida es lo relativo a los cambios en la política de inversión seguida por las sociedades gestoras. En general, la política de inversión definida para un fondo en su folleto informativo deja un amplio margen de maniobra en manos de la sociedad gestora con objeto de permitirle reaccionar ante los movimientos del mercado. Este hecho, que sin duda encuentra su justificación en la mejor defensa de los intereses del partícipe, puede conducir a prácticas que alejen la cartera del fondo de los objetivos de inversión de aquellos que lo suscribieron en su día. Piénsese, por ejemplo, el caso de un fondo de renta fija que procede a reducir la duración de su cartera en un momento adverso del mercado con el propósito de ponerse a cubierto de un incremento de la volatilidad; el riesgo de mercado del fondo se verá disminuido (13), pero, al mismo tiempo, es posible que se haya incurrido en la realización de pérdidas de capital indeseadas por los partícipes y que se haya posicionado al fondo de inversión en un horizonte temporal que no coincide con el que el partícipe eligió al tomar la decisión de suscribirlo. El partícipe recibirá cumplida información de la labor de los gestores con la siguiente información trimestral que le remitan, pero esta información *ex post* no le resultará de utilidad a los efectos que nos ocupan. Puesto que el patrimonio del fondo se valora diariamente a precios de mercado, seguramente el partícipe hubiese preferido ser él quien decidiera si realizaba o no las pérdidas de capital del fondo, reembolsando, en su caso, su participación, y que el fondo mantuviera consistentemente la política de inversión que venía llevando. En este caso, si el partícipe hubiese deci-

dido permanecer en el fondo, se beneficiaría plenamente de las ganancias de capital cuando el mercado cambiara de signo.

## V. CONSECUENCIAS PARA LAS ESTRATEGIAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Si todos los fondos invirtieran sus patrimonios en letras del Tesoro y *repos*, las necesidades de liquidez de los partícipes fueran tales que no estuvieran dispuestos a pagar el coste fiscal de obtener esa liquidez con reembolsos y, además, no se produjera ninguna tormenta en los mercados, los beneficios de las gestoras seguirían creciendo año tras año al ritmo establecido por el tipo de interés, aunque no captaran una sola peseta en nuevas suscripciones ni modificaran un ápice el diseño de su cartera. Este hecho, que puede parecer sobrecogedor a muchos empresarios industriales, podría no distar mucho de ser una realidad en aquellos casos de gestoras con mecanismos suficientemente potentes de lealtad de su clientela. La ausencia de competencia puede facilitar el diseño de estrategias de grupos financieros y prácticas en la gestión de los fondos que alejan a la industria de un funcionamiento eficiente.

Como consecuencia del desarrollo de los mercados de valores y de una mayor propensión de los demandantes de recursos financieros a acudir directamente a los ahorradores últimos mediante la emisión de valores negociables, las entidades crediticias han visto peligrar su negocio como prestamistas en términos de margen de intermediación y volumen intermediado.

La promoción de fondos de inversión por las entidades crediticias se inscribe dentro de la estrategia bancaria que se conoce como desintermediación vinculada (véase, por ejemplo, Lerena, 1993, y Contreras, 1993). Esta estrategia es una de las respuestas de las entidades de crédito al proceso de desintermediación bancaria que viven los mercados de capitales españoles. El objetivo fundamental de esta estrategia es compensar los efectos negativos que la desintermediación representa para los balances y cuentas de resultados de las entidades crediticias. Para conseguir tal objetivo, las entidades de crédito procurarán participar, normalmente a través de una filial, en el negocio de la desintermediación; en el caso que nos ocupa, lo harán mediante la creación de sociedades gestoras y la promoción y venta de fondos de inversión. La observación del uso que de esta estrategia hacen las entidades de crédito permite formular algunas consideraciones en relación con su lógica interna y con las consecuencias que de ella se derivan.

En primer lugar, por lo que se refiere a la oferta de fondos prestables, parece lógico pensar que un grupo financiero que pretenda optimizar la gestión

de las distintas entidades que lo componen procure potenciar la especialización de éstas en función de sus ventajas competitivas. Ello le llevará a diseñar estrategias que desalienten la competencia entre las entidades que componen el grupo en sus ofertas de fondos prestables. Esta consideración general, aplicada al mercado español, implica que los fondos de inversión promovidos por bancos y cajas de ahorros no deberán tener como objetivo prioritario competir con la función de prestamista al sector empresarial realizada por la matriz y, por tanto, en sus carteras deberá tener un mayor peso la deuda emitida por las administraciones públicas que los valores originados por las empresas (cuadro núm. 16).

En opinión de González Mosquera (1995), el que exista un porcentaje tan bajo de valores privados en el patrimonio de los fondos vinculados a entidades crediticias plantea la sospecha de que este hecho sea consecuencia de esa vinculación. Esto es, se estaría evitando que los fondos se convirtieran en competidores de los bancos y cajas en la oferta de recursos financieros al sector empresarial; si bien conviene tener presente que la ausencia de un mercado de deuda privada de mayores dimensiones también contribuiría a explicar el fenómeno.

En el mismo orden de cosas, cabe destacar la notable preferencia que los fondos de inversión muestran por los *repos* frente a la compra en firme de los subyacentes de deuda pública. Ello podría venir explicado, entre otras razones, por las ventajas que tal práctica proporciona a la matriz: margen de intermediación como contrapartida del *repo* y agrandamiento del tamaño de su balance (14).

En segundo lugar, por lo que se refiere a la labor de captación del ahorro de sus clientes, cabe pensar que las entidades crediticias optimizarán su oferta de productos financieros en la medida en que transformen en participaciones en fondos de inversión los pasivos más caros de su balance. En otras palabras, sustituir «supercuentas» por fondos de inversión puede ser una buena estrategia si la demanda de préstamos no es suficientemente retributiva (15). Por el contrario, si la entidad cuenta con una clientela poco exigente en términos de retribución de sus ahorros y preferencias de liquidez, deseará no ser muy agresiva en la comercialización de fondos de inversión. Estas consideraciones podrían ayudar a explicar que el patrimonio de los fondos de inversión promovidos por bancos supere al de los promovidos por las cajas de ahorros, instituciones estas últimas que colocan cédulas hipotecarias e impositivas a plazo con éxito entre su clientela (cuadro núm. 17).

En este orden de cosas, cuanto más se usen los fondos de inversión como un instrumento de la política que en materia de balances sigan las entidades crediticias, o cuanto más se asemeje un fondo de inversión a un depósito bancario, menos estará justificado un tratamiento fiscal diferente del que reciben los productos bancarios.

**CUADRO NÚM. 16**  
**CARTERA FIM POR TIPO DE GRUPO Y CLASE DE FONDO A 31 DE DICIEMBRE DE 1995**  
**(Millones de pesetas)**

Tipo grupo	Clase fondo	Patrimonio	Liquidaz	Saldo neto	Acciones	Porcentaje s/P. <sup>o</sup>	Fondos públicos	Porcentaje s/P. <sup>o</sup>	Act. monet. privados	Porcentaje s/P. <sup>o</sup>	Ot. valores RF	Porcentaje s/P. <sup>o</sup>	Opciones	Ad. temp. activos	Porcentaje s/P. <sup>o</sup>	Cartera exterior	Porcentaje s/P. <sup>o</sup>
Bancos	RF	2.111.212	164.651	22.151	0	0,00	840.931	39,83	20.918	0,99	197.721	9,37	9	810.090	38,37	54.741	2,59
	RFM	442.890	32.839	3.524	13.315	3,01	198.204	44,75	3.452	0,78	48.686	10,99	187	135.581	30,61	7.102	1,60
	RV	160.715	4.708	1.329	119.996	74,66	4,145	0	0	0,00	502	0,31	33	12.026	7,48	17.976	1,19
	RVM	116.674	6.183	2.266	47.357	40,59	26,199	0	0	0,00	6.288	5,39	35	20.752	17,79	7.594	6,51
Bancos		2.831.491	208.381	29.270	180.668	6,38	1.069.479	37,77	24.370	0,86	253.197	8,94	264	978.449	34,56	87.413	3,09
	RF	1.461.060	36.985	8.152	0	0,00	309.923	21,21	1.006	0,07	53.251	3,64	26	1.038.545	71,08	13.172	0,90
	RFM	35.199	2.250	1.096	1.047	2,97	8.016	22,77	98	0,28	5.103	14,50	23	15.803	44,90	1.763	5,01
	RV	15.934	592	358	11.950	75,00	76	0,48	0	0,00	52	0,33	12	2.894	18,16	0	0,00
Cajas		1.543.389	40.967	10.179	26.206	1,70	325.155	21,07	1.104	0,07	58.713	3,80	134	1.065.898	69,06	15.033	0,97
	RF	217.505	7.410	1.233	0	0,00	97.118	44,65	0	0,00	4.445	2,04	0	52.963	24,35	54.336	24,98
	RFM	23.729	686	503	4.673	19,69	8.429	35,52	0	0,00	3.088	13,01	0	5.590	23,56	760	3,20
	RV	32.545	969	166	27.431	84,29	235	0,72	0	0,00	57	0,18	0	1.904	5,85	1.783	5,48
SV		25.265	733	404	9.381	37,13	7.415	29,35	0	0,00	271	1,07	0	4.254	16,84	2.807	11,11
		299.044	9.798	2.306	41.485	13,87	113.197	37,85	0	0,00	7.861	2,63	0	64.711	21,64	59.686	19,96
	RF	46.592	1.984	1.055	0	0,00	12.315	26,43	49	0,11	5.381	11,55	0	24.483	52,55	1.325	2,84
	RFM	9.763	283	168	191	1,96	2.250	23,05	0	0,00	554	5,67	0	5.391	55,22	926	9,48
AV		15.095	406	405	8.523	56,46	0	0,00	0	0,00	22	0,15	0	757	5,01	4.982	33,00
		5.019	144	125	1.880	37,46	87	1,73	0	0,00	37	0,74	0	1.554	30,96	1.192	23,75
		76.469	2.817	1.753	10.594	13,85	14.652	19,16	49	0,06	5.994	7,84	0	32.185	42,09	8.425	11,02
		195.382	9.800	2.510	0	0,00	84.074	43,03	0	0,00	24.358	12,47	0	44.894	22,98	29.746	15,22
Seguros		91.001	3.709	1.064	4.872	5,35	47.536	52,24	606	0,67	18.064	19,85	6	14.699	16,15	445	0,49
		3.338	56	41	2.827	84,69	164	4,91	0	0,00	0	0,00	0	250	7,49	0	0,00
		13.174	149	-60	5.713	43,37	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	4.769	36,20	2.603	19,76
		302.895	13.714	3.555	13.412	4,43	131.774	43,50	606	0,20	42.422	14,01	6	64.612	21,33	32.794	10,83
Cooperativas		54.708	1.419	45	0	0,00	48.846	89,28	0	0,00	25	0,05	0	4.373	7,99	0	0,00
		16.411	1.352	616	584	3,56	7.028	42,82	0	0,00	966	5,89	0	5.865	35,74	0	0,00
		1.209	86	-8	928	76,76	160	13,23	0	0,00	0	0,00	0	43	3,56	0	0,00
		2.095	134	10	980	46,78	374	17,85	0	0,00	0	0,00	0	597	28,50	0	0,00
Otros		74.423	2.991	663	2.492	3,35	56.408	75,79	0	0,00	991	1,33	0	10.878	14,62	0	0,00
		19.154	623	352	0	0,00	5.951	31,07	97	0,51	2.711	14,15	3	7.797	40,71	1.620	8,46
		42.140	1.987	317	2.577	6,12	15.741	37,35	0	0,00	2.415	5,73	27	19.024	45,14	52	0,12
		2.678	150	-37	2.160	80,66	121	4,52	0	0,00	4	0,15	0	256	9,56	24	0,90
Total FIM		8.210	543	98	2.510	30,57	702	8,55	0	0,00	928	11,30	2	3.325	40,50	102	1,24
		72.182	3.303	730	7.247	10,04	22.515	31,19	97	0,13	6.058	8,39	32	30.402	42,12	1.798	2,49
Total FIM		5.199.893	281.971	48.456	282.104	5,43	1.733.180	33,33	26.226	0,50	375.236	7,22	436	2.247.135	43,22	205.149	3,95

Fuente: CNMV.

CUADRO NÚM. 17

	Porcentaje s/total patrimonio		Porcentaje s/total partícipes	
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM
Cajas .....	29,68	28,64	27,57	35,47
Bancos .....	54,45	65,97	62,61	57,20
Sociedades y agencias de valores .....	7,22	2,60	4,16	2,44
Otros .....	8,65	2,79	5,66	4,89
Total .....	100	100	100	100

Fuente: CNMV, 1995.

En tercer lugar, los fondos de inversión proporcionan un conjunto de ventajas complementarias—externalidades— a las entidades de crédito, entre las que se pueden citar: 1) juegan un papel activo como mecanismo para fidelizar a la clientela, que puede tener unos efectos similares a la concesión de un préstamo hipotecario, la domiciliación de la nómina y las facturas o la concesión de una tarjeta de crédito; 2) contribuyen a aprovechar mejor la capacidad instalada en la red de oficinas al convertirla en red comercial de los fondos de inversión; 3) aumentan el volumen de valores intermediados por sus mesas de negociación; 4) rentabilizan sus departamentos administrativos al realizar la función de depositario.

El que los fondos sean instrumentos útiles y coherentes con la estrategia de reintermediación de las entidades crediticias no implica necesariamente ninguna connotación negativa. Sin embargo, dadas las múltiples posibilidades de incidencia que la entidad crediticia puede tener sobre el diseño, comportamiento y administración del fondo, bastaría que el nivel de competencia en el mercado se deteriorara para que aparecieran síntomas de ineficiencia en la industria y los partícipes vieran disminuido el valor añadido que le proporcionan sus sociedades gestoras (16). Serían posibles, entonces, fenómenos como un asesoramiento sesgado de la red comercial a sus clientes, un patrimonio invertido con restricciones a su optimización, o un sobre coste por los servicios prestados por la matriz. En este sentido, el enorme apetito que algunas sociedades gestoras muestran por los *repos* emitidos por su matriz podría poner en cuestión su independencia.

## VI. REGULACIÓN

Las actividades que tienen importancia notable para el funcionamiento de la economía en su conjunto suelen estar reguladas por los poderes públicos en todos los países desarrollados. El sentido e intensidad de la regulación depende, en buena medida, de las características de la actividad y, en particular, de las posibilidades de aparición de situaciones monopolistas u oligopolistas. Los merca-

dos financieros, a pesar de la corriente liberalizadora que ha dictado la política de los gobiernos en los últimos años, se encuentran fuertemente regulados en todo aquello que se refiere a la actuación de las entidades que en ellos participan, tanto en lo relacionado con su situación de liquidez y solvencia como en lo referente a sus prácticas con la clientela.

Hay que recordar que, en un mercado, competencia, transparencia y regulación son un trinomio de suma cero, y todo lo que reste uno de sus elementos lo tendrá que compensar otro. De manera que cuanto más alejado se encuentre un mercado de la competencia perfecta, mayores serán los riesgos de prácticas colusorias o de conflictos de intereses y mayores serán, por tanto, las necesidades de transparencia y regulación.

La regulación española de la industria de fondos de inversión reproduce minuciosamente las normas establecidas por la directiva europea sobre la materia y es coherente con los principios establecidos por el International Organization of Securities Commissions para su regulación. Es una regulación que está orientada a garantizar la solvencia y liquidez de las instituciones, a que ofrezcan una valoración homogénea de sus patrimonios, a evitar los conflictos de intereses en la administración de los fondos y a que exista transparencia en su gestión.

### 1. Inversión del patrimonio

La regulación sobre inversiones del patrimonio de los fondos no contiene limitaciones que afecten a su diseño, siempre que den origen a fondos invertidos en valores mobiliarios negociados en mercados regulados de contado o de derivados, nacionales o extranjeros; quedan excluidas las operaciones OTC (*over the counter*) y el apalancamiento del fondo por medio de la toma de préstamos (el endeudamiento sólo puede ser transitorio y limitado en cuantía).

La normativa sobre inversiones establece, asimismo, criterios orientados a evitar la concentración del riesgo, a mantener liquidez suficiente para poder atender los reembolsos de los partícipes y a impedir conflictos de intereses con la entidad depositaria,

con la matriz o con los administradores de la sociedad gestora.

## 2. Independencia de la gestión

La gestión del patrimonio por las sociedades gestoras es una función indelegable. Esta exigencia normativa se complementa con las referidas a las «murallas chinas», que deben aislar a la gestora de su matriz y al régimen de incompatibilidades para sus socios y administradores.

Paralelamente, también la normativa exige la independencia de la labor de custodia del patrimonio. La existencia de un depositario de los bienes del fondo que, por orden de las sociedades gestoras, atiende suscripciones y reembolsos, custodia los valores y comprueba la exactitud de la información producida por la sociedades gestoras es una garantía del buen hacer de éstas.

## 3. Valoración del patrimonio

La exigencia de calcular y publicar diariamente el valor liquidativo del fondo no sólo garantiza un tratamiento justo de reembolsos y suscripciones, sino que facilita un seguimiento estrecho de la evolución de aquél. Las normas contables que obligan a valorar el patrimonio a precios de mercado sirven para homogeneizar la información pública aportada por los fondos y permiten su comparabilidad.

## 4. Transparencia

Además del valor liquidativo diario, el inversor cuenta con un folleto informativo de entrega obligatoria en el momento de realizar su suscripción inicial y con información financiera trimestral y anual (esta última auditada). Las sociedades gestoras tienen también la obligación de remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores información reservada mensual para que ésta compruebe el efectivo cumplimiento de la normativa por los fondos que administran.

## 5. Comisiones

Las comisiones de gestión y depósito tienen límites legales máximos, y los partícipes tienen el derecho de abandonar el fondo sin pagar comisiones de reembolso, en su caso, cuando el régimen de comisiones de un fondo resulte alterado.

## 6. Supervisión

La supervisión de los fondos la realiza la Comisión Nacional del Mercado de Valores: informa so-

bre la idoneidad en el momento de la creación, controla el cumplimiento de la regulación a partir de la información aportada por los fondos y comprueba la veracidad de la información y las prácticas seguidas por las gestoras con las visitas de inspección a los centros operativos de éstas y a los depositarios, en su caso (17). Paralelamente, el servicio de reclamaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores facilita que los partícipes pongan en su conocimiento aquellas actuaciones que entiendan anómalas, y que darán origen, en su caso, a las investigaciones que procedan.

La regulación de los fondos de inversión en España es minuciosa y extensa, está bien aceptada por el sector, que la utiliza legítimamente como reclamo comercial, y se ha mostrado eficaz en la salvaguardia de los patrimonios de los inversores bajo circunstancias de crisis. La transparencia impuesta por la regulación supera en contenido y frecuencia la información pública y reservada exigida en países más desarrollados financieramente. Sin embargo, al tratarse de una regulación enfocada hacia la transparencia y defensa de derechos mínimos del partícipe, no se observan en ella elementos patentes de estímulo de la competencia ni limitadores de procesos de concentración empresarial. Abunda, en este sentido, el tratamiento fiscal de las participaciones, como ya se tuvo ocasión de ver (18).

## VII. CONCLUSIONES

1. El crecimiento que ha experimentado el mercado de fondos de inversión en términos de patrimonio y número de partícipes, en el que la continua aparición de nuevos fondos parece responder más a un intento de atender una demanda permanentemente insatisfecha que a restar cuota de mercado a sus competidores, parece indicar que el mercado aún se encuentra lejos de la madurez.

2. En el mercado convive un grupo numeroso de gestoras, y éstas disfrutan de cuotas de mercado de muy diferente tamaño. Las mayores cuotas las ostentan los grandes conglomerados financieros, que aprovechan sus redes de oficinas como fuerza de venta. El grado de concentración parece ir en aumento, si bien existe espacio vital para todos los oferentes en el mercado.

3. Las comisiones cobradas no muestran signos inequívocos de tender a la baja, y puesto que existen economías de escala y alcance en la industria, las tasas de rentabilidad media de las sociedades gestoras son altas.

4. No se observan barreras de entrada al mercado —en el sentido más restrictivo del término— significativas. Sí parecen existir, por el contrario, barreras a la expansión dentro del mercado. En particular, la disponibilidad de una red comercial amplia es condición necesaria para acceder al ahorrador fi-

nal y aprovechar las economías de escala y alcance que existen en la industria. Las entidades más capacitadas para ello son los bancos y cajas de ahorros.

5. Una barrera de salida del mercado que, en este caso, juega en contra del inversor es el coste fiscal de cambiar de fondo de inversión o de desinvertir en favor de otro activo. De esta barrera de salida se benefician los oferentes. Esta barrera atenúa la capacidad de decisión del partícipe de un fondo y disminuye la libertad que le atribuye la regulación que le protege. Como consecuencia de ello, la función canalizadora de recursos hacia las opciones más rentables se podría estar poniendo en entredicho.

6. La utilización de los fondos de inversión por los conglomerados financieros parece responder a la estrategia de «desintermediación vinculada», que persigue compensar los efectos negativos que, sobre sus balances y cuentas de resultados, tiene el proceso de desintermediación bancaria. Tal estrategia, llevada a su extremo, puede poner en peligro la independencia que ha de tener la gestión de los fondos, condicionar la composición de sus carteras y sus rentabilidades y convertir los fondos en productos bancarios *de facto*, que invitarían a ser tratados fiscalmente como tales.

7. La regulación actual pone todo su acento en la seguridad, la transparencia y la eficiencia operativa. Sin embargo, dado que es una normativa pre-ocupada por la protección del partícipe, no contiene elementos potenciadores de la competencia en el mercado.

8. En relación con lo visto en este trabajo, podrían existir áreas en las cuales una revisión de su regulación contribuiría a fomentar la competencia en el mercado:

a) Exigencia de información más detallada sobre las políticas inversoras de los fondos, con una mayor concreción de los objetivos y duraciones de las carteras y el compromiso de su respeto por la sociedad gestora.

b) Regulación de fondos especializados, ajenos a la regulación general armonizada con la directiva europea, que permita el uso de instrumentos financieros no contemplados en la normativa actual.

c) Autorización a las sociedades gestoras para crear redes comerciales propias que les permitan aumentar su grado de independencia y les faciliten competir con aquellas que son filiales de grupos financieros.

d) Autorización al partícipe para trasladar su inversión de un fondo a otro sin incurrir en coste fiscal.

## NOTAS

(\*) Juan Antonio Mayorga Sánchez ha realizado comentarios a este artículo y ha coordinado su contenido con el de los restantes de este número. Nieves García Santos leyó con meticu-

losidad una versión previa del artículo, y realizó numerosos y sabios comentarios. Con Carmen Giménez Alvear tuve ocasión de discutir en el curso de unos trabajos realizados por ella en 1994 en la Comisión Nacional del Mercado de Valores diversos asuntos relacionados con las barreras de entrada al mercado. Para todos ellos mi agradecimiento. Para el autor, la responsabilidad de lo que aquí se contiene.

(1) Un análisis más detallado de estas variables puede encontrarse en el artículo de JUAN ANTONIO MAYORGA SÁNCHEZ y JOSÉ M.ª MARCOS BERMEJO, «Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», que aparece en este mismo número.

(2) GUAL (1995), al estudiar el fenómeno de la concentración, subraya que la que tiene lugar para los fondos supera a la observada en las entidades crediticias en la captación de pasivos.

(3) El HHI puede fluctuar entre 0 y 10.000. El Department of Justice Merger Guideline (EE. UU.) establece que un índice superior a 1.800 indica un mercado altamente concentrado, mientras que si está por debajo de 1.000 se considera no concentrado; entre 1.800 y 1.000, moderadamente concentrado.

(4) En EE. UU., el índice pasó de 475 en 1982 a 301 en 1987, según BAUMOL (1990).

(5) A juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en su *Informe Anual 1994*, pág. 219, las comisiones de gestión cobradas son sensiblemente superiores a las aplicadas en otros países, incluso si se descuenta la parte correspondiente a los gastos de comercialización.

(6) Refiriéndose al período 1993-95, el *Informe Anual 1995* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su capítulo 6, muestra la menor volatilidad de las rentabilidades trimestrales de los fondos de inversión mobiliaria de renta fija en comparación con la del índice de rendimiento de la deuda del Estado a cambio de obtener unos resultados peores en términos de rentabilidad para la mayor parte del período.

(7) El capital social mínimo es de 50 millones de pesetas, que se incrementará en el 5 por 1.000 del patrimonio administrado, en tanto éste no supere los 10.000 millones de pesetas, para hacerlo en el 3 por 1.000 a partir de esa cifra.

(8) En 1995, el inmovilizado de las sociedades gestoras representaba el 3,57 por 100 del activo total

(9) Los fondos de inversión mobiliaria tendrán un patrimonio mínimo de 500 millones de pesetas y los fondos de inversión en activos del mercado monetario de 1.500 millones de pesetas; en ambos casos, el número mínimo de partícipes será de 100, si bien disponen de un año para alcanzar dicha cifra.

(10) Para GUAL (1995), la red de distribución disponible se muestra más relevante que la rentabilidad financiera alcanzada a la hora de determinar la posición competitiva de los oferentes de fondos.

(11) Véase el papel jugado por las redes de oficinas de entidades crediticias en el análisis que, a este respecto, realiza el *Informe Anual 1994*, capítulo 6, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Para la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el «efecto red» actúa como una barrera de entrada en el mercado.

(12) La evidencia empírica de la existencia de las economías de escala se pone de manifiesto en el artículo de este mismo número «Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva».

(13) Una explicación complementaria a la aquí ofrecida puede encontrarse en el capítulo 6 del *Informe Anual 1995* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Allí se ponen en relación las políticas de reducción de riesgo de las carteras de los fondos de inversión mobiliaria, iniciadas en 1994 como consecuencia de la inestabilidad en los mercados de deuda pública, con el comportamiento de las emisiones de deuda pública, la

evolución de los tipos de interés y el tratamiento contable de la cartera de los fondos de inversión.

El desplazamiento de las emisiones del Estado hacia plazos más largos deprimiendo la oferta de letras del Tesoro, el aumento del tipo de interés de los *repos* reduciendo el diferencial de tipos con la deuda a largo y unas normas de contabilización de los *repos* a corto plazo que les ponen a cubierto de la volatilidad de mercado del subyacente podrían estar explicando las políticas citadas.

(14) A juicio de GUAL (1994), el desarrollo de los fondos ha supuesto una canalización indirecta de parte del ahorro de las familias hacia las entidades de depósito por la vía de los *repos*, por lo que no toda la expansión de los fondos puede catalogarse como desintermediación bancaria.

(15) Véase, en este sentido, GONZÁLEZ MOSQUERA (1995)

(16) GONZÁLEZ MOSQUERA (1995) sostiene que la desintermediación vinculada comporta un riesgo para el partícipe al incentivar a los gestores del fondo a no desarrollar la gestión óptima para éstos, sino aquella que, satisfaciendo a los partícipes, deje el mayor beneficio para la gestora o para otras entidades del grupo económico.

(17) Para una exposición reciente de las prácticas supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en esta materia, véase su *Informe Anual 1995*, capítulo 7, en donde se describen sintéticamente los distintos controles que se llevan a cabo, el grado de cumplimiento de las obligaciones legales por parte de las sociedades gestoras e IIC y el juicio que le merece al supervisor la situación actual de la industria en cuanto al nivel de protección de los inversores.

(18) Sobre el efecto que tendría acabar con la cautividad fiscal sobre los ingresos de las sociedades gestoras hay que observar que la mayor movilidad de partícipes entre fondos posiblemente provocaría aumento de la competencia en términos de comisiones, reduciendo los ingresos de aquéllas en su conjunto. Pero al abaratarse el coste de inversión en fondos, este producto se haría más competitivo respecto a otros productos financieros, atrayendo para sí nuevos patrimonios anteriormente invertidos en sus competidores, con un efecto positivo sobre los ingresos de las sociedades gestoras. Saldrían beneficiadas de este proceso las entidades y grupos financieros que tuvieran un mayor porcentaje de su actividad concentrada en fondos de inversión, mientras que aquellas en donde los productos competitivos de fondos de inversión fueran dominantes podrían verse perjudicadas.

## REFERENCIAS

- ÁLVAREZ COBELAS, JOSÉ (1994), «Análisis de los fondos de inversión en renta fija en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9.422, Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- BAUMOL, WILLIAM J.; GOLDFELD, STEPHEN M.; GORDON, LILLI A., y KAEHN, MICHAEL F. (1990), *The economics of mutual funds markets: competition versus regulation*, Kluwer Academic Publisher, Boston, segunda edición en 1993.
- BENGOECHEA, JUAN, y PIZARRO, JESÚS (1993), «Las nuevas fronteras del negocio bancario», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual* (varios años).
- CONTRERAS, CARLOS (1993), «Un balance de la guerra de los fondos de inversión», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- y FERNÁNDEZ, JOSÉ MARÍA (1995), *Análisis del efecto de «cierre fiscal»: El caso de la inversión colectiva en España*, Fundación BBV, Documenta.
- GARCÍA VAQUERO, VÍCTOR (1991), «Los fondos de inversión en España», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.
- (1995), «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.
- y MAZO, LUIS ANGEL (1994), «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión 1991-1993», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, LUIS MANUEL (1995), «Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto.
- GUAL, JORDI (1994), *La racionalización del sector bancario en España*, Fundación BBV, Documenta.
- LERENA, LUIS A. (1993), «Las reestructuraciones bancarias. Una perspectiva microeconómica», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- SIRRI, ERIK R., y TRUFANO, PETER (1993), «Buying and selling mutual funds: flows, performance, fees, and services», *Working Paper*, Harvard Business School.