

RENTABILIDAD Y COSTES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Juan Antonio Mayorga Sánchez
José María Marcos Bermejo

I. INTRODUCCIÓN

En poco más de cuatro años, los fondos de inversión han pasado de ser un producto financiero semidesconocido a estar en boca del gran público, de apenas ser citado en la prensa económica a ocupar páginas enteras, de ser objeto de conversación sólo entre profesionales a ser motivo de referencia en los programas electorales de los principales partidos políticos. Las causas de su éxito (transparencia y sencillez operativa, gestión profesionalizada, seguridad y liquidez, buen tratamiento fiscal, decidida comercialización por parte de las entidades financieras, etc.) han sido ya sobradamente estudiadas, y de la magnitud de su expansión dan fe las cifras que, si bien no van a ser objeto de análisis, se pueden observar en el cuadro núm. 1.

Pues bien, el objetivo del presente trabajo es el análisis de dos aspectos bastante concretos e interrelacionados de los fondos de inversión: la rentabilidad que obtienen sus partícipes y los costes que deben soportar por invertir a través de ellos. El estudio de las rentabilidades ocupa todo el segundo apartado, donde se aborda este aspecto desde diversas perspectivas. En primer lugar, se detalla la evolución de dicha variable durante los años en los que se ha producido la eclosión de los fondos, utilizando para ello dos conceptos alternativos de rentabilidad. Posteriormente, se efectúan algunas aproximaciones, desde diversas perspectivas, para tratar de evaluar la razonabilidad de las rentabilidades que obtienen en relación a los riesgos que asumen en sus inversiones, tratando después de identificar aspectos explicativos de los diferenciales de rentabilidad entre fondos con políticas de inversión similares. También se estudia la persistencia de las rentabilidades obtenidas y su incidencia en las decisiones de los ahorradores a la hora de elegir un fondo concreto en el que invertir, habiéndose dejado para el final el análisis de la incidencia de la fiscalidad.

El tema de los costes que supone para el ahorrador invertir en fondos de inversión se desarrolla de manera amplia en el tercer apartado del artículo. Se

comienza por una aproximación conceptual en la que se identifican los servicios prestados y se reflexiona sobre las diversas alternativas existentes para trasladar el coste de tales servicios a los inversores. Posteriormente, se efectúa una estimación de la estructura de costes en el mercado español y se analiza la evolución de las comisiones de gestión, principal componente del precio por invertir en fondos, durante los últimos ejercicios. La parte final de este apartado se destina a analizar si las economías de escala existentes en la gestión de fondos, como consecuencia del incremento de su patrimonio, revalorizan de alguna forma a los partícipes.

II. ANÁLISIS DE LAS RENTABILIDADES

Al analizar las rentabilidades de los fondos de inversión, lo primero que debe destacarse es la importancia de analizar series lo más amplias posible a la hora de evaluar la gestión realizada por las entidades correspondientes, puesto que, a medida que se reduce el período de análisis, aumenta la probabilidad de que una determinada rentabilidad sea fruto de factores coyunturales. Pero también es necesario indicar que no es suficiente con realizar un estudio puramente numérico, sino que conviene reflexionar sobre otra serie de aspectos. Por ejemplo: ¿son razonables las rentabilidades obtenidas?, ¿cómo influyen determinadas variables sobre dichas rentabilidades?, ¿hasta qué punto son éstas persistentes a lo largo del tiempo?, ¿cómo inciden los rendimientos obtenidos en las decisiones de los partícipes?, ¿qué influencia tienen los aspectos fiscales? A tratar de responder todas estas preguntas van destinados los siguientes epígrafes.

1. Rentabilidades obtenidas

Para un inversor, la rentabilidad que obtiene a través de un fondo es equivalente a la evolución porcentual del valor liquidativo entre el día en que compra sus participaciones y el día en que se desprende de ellas (teniendo en consideración los eventuales

CUADRO NÚM. 1
EXPANSIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
(Miles de millones)

	PIB (Pesetas corrientes)	Patrimonio FIM + FIAMM	Porcentaje PIB	Depósitos	Porcentaje depósitos
1989	45.043,9	870	1,93	27.150,6	3,20
1990	50.145,1	1.163	2,32	31.053,6	3,74
1991	54.900,8	3.870	7,05	35.089,3	11,03
1992	59.002,0	6.280	10,64	37.344,4	16,82
1993	60.904,3	10.295	16,90	41.106,5	25,04
1994	64.673,0	11.250	17,39	44.059,7	25,53
1995	69.800,0	12.193	17,47	45.573,4	26,75

Depósitos de residentes en entidades de depósito a octubre de 1995.

Datos PIB 1995 estimados.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y Estadísticas CNMV.

dividendos distribuidos, aunque ésta es una práctica marginal por sus negativas implicaciones fiscales). Sin embargo, existe otra posibilidad de aproximación a la rentabilidad obtenida por el gestor al patrimonio que administra. Concretamente, puede obtenerse como el resultado de dividir los rendimientos totales netos obtenidos en el período por el fondo entre el patrimonio medio en dicho período. Esta segunda aproximación tiene la ventaja de que la rentabilidad no se ve distorsionada en función del patrimonio existente en el momento en que se han obtenido los rendimientos, permitiendo identificar el origen de las rentabilidades obtenidas (intereses, variaciones de precios, etc.). Por contra, es un cálculo teórico que no coincide exactamente con lo que hubiera ganado o perdido un inversor hipotético que entrase en el fondo al inicio del período de referencia y reembol-

sase al final del mismo. A continuación, se va a tratar de analizar la evolución de cada uno de estos dos conceptos de rentabilidad para los fondos de inversión en los últimos años.

A) Evolución y origen de los rendimientos

A partir de la información estadística disponible en la CNMV, puede diferenciarse, dentro de la variación del patrimonio de los fondos en un determinado período, cuál es la parte que tiene su origen en las suscripciones y reembolsos solicitados por los inversores y cuál es la derivada de los rendimientos generados a partir de la gestión de su patrimonio. Los cuadros núms. 2 y 3 recogen esta información para los FIM y FIAMM, respectivamente, durante el período 1992-1995.

CUADRO NÚM. 2
EVOLUCIÓN Y ORIGEN DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS FIM

	Año 1992		Año 1993		Año 1994		Año 1995	
	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario
Variación patrimonio	1.086.583		2.565.282		- 270.550		- 87.394	
- Suscripciones/reembolsos (neto)	860.778		2.011.230		- 244.479		- 543.304	
- Rendimientos	225.805	7,89	554.052	14,70	- 26.071	- 0,42	455.910	9,35
- Total rendimientos gestión	277.572	9,70	625.658	16,60	94.706	1,51	546.355	11,21
- Intereses renta fija	287.462	10,05	357.371	9,48	466.499	7,44	390.889	8,02
- Intereses bancarios	11.683	0,41	15.766	0,42	14.930	0,24	19.708	0,40
- Total variaciones de precios RF (realizadas o no)	- 11.923	- 0,42	204.616	5,43	- 323.469	- 5,16	95.356	1,96
- Total variaciones de precios RV (realizadas o no)	- 12.404	- 0,43	49.526	1,31	- 60.923	- 0,97	34.544	0,71
- Dividendos	4.708	0,16	3.603	0,10	11.921	0,19	11.727	0,24
- Resultado en derivados	608	0,02	- 3.131	- 0,08	- 11.317	- 0,18	- 1.462	- 0,03
- Resto rendimientos	- 2.562	- 0,09	- 2.093	- 0,06	- 2.935	- 0,05	- 4.407	- 0,09
- Total gastos repercutidos	- 51.767	- 1,81	- 71.606	- 1,90	- 120.777	- 1,93	- 90.445	- 1,85
- Comisión gestión	- 46.233	- 1,62	- 61.130	- 1,62	- 104.098	- 1,66	- 78.741	- 1,61
- Comisión depositario	- 3.245	- 0,11	- 6.847	- 0,18	- 11.382	- 0,18	- 8.990	- 0,18
- Resto gastos explotación	- 2.289	- 0,08	- 3.629	- 0,10	- 5.297	- 0,08	- 2.714	- 0,06

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

CUADRO NÚM. 3
EVOLUCIÓN Y ORIGEN DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS FIAMM

	Año 1992		Año 1993		Año 1994		Año 1995	
	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario	Importe	Porcentaje S/Pat. medio diario
Variación patrimonio	1.323.723		1.448.924		1.225.552		1.030.945	
- Suscripciones/reembolsos (neto)	1.042.021		1.026.726		878.885		536.520	
- Rendimientos	281.702	10,37	422.198	10,50	346.667	6,43	494.425	7,73
- Total rendimientos gestión	321.085	11,82	480.284	11,94	423.502	7,86	583.380	9,12
- Intereses renta fija	269.986	9,44	435.067	11,54	419.265	6,69	542.672	11,13
- Intereses bancarios	9.967	0,35	18.099	0,48	15.106	0,24	24.965	0,51
- Total variaciones de precios (realizadas o no)	44.100	1,62	31.126	0,77	- 7.104	- 0,13	20.157	0,32
- Resultado en derivados	133	0,00	- 152	0,00	- 411	- 0,01	- 42	0,00
- Resto rendimientos	- 3.101	- 0,11	- 3.856	- 0,10	- 3.354	- 0,06	- 4.372	- 0,07
- Total gastos repercutidos	- 39.383	- 1,45	- 58.086	- 1,44	- 76.835	- 1,43	- 88.955	- 1,39
- Comisión gestión	- 35.536	- 1,31	- 51.708	- 1,29	- 69.090	- 1,28	- 80.869	- 1,26
- Comisión depositario	- 2.447	- 0,09	- 3.863	- 0,10	- 5.716	- 0,09	- 6.523	- 0,13
- Resto gastos explotación	- 1.373	- 0,05	- 2.515	- 0,07	- 2.029	- 0,03	- 1.563	- 0,03

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

Los rendimientos de ambos tipos de instituciones se han agrupado en dos grandes conceptos: resultados brutos obtenidos por la gestión y gastos de explotación repercutidos al fondo, desglosando cada uno de ellos en las principales partidas que lo componen, pero sin pretender que ese desglose sea exhaustivo. Junto a cada uno de los rendimientos se refleja el porcentaje que representa sobre el patrimonio medio diario del período, suponiendo esta *ratio* su contribución a la rentabilidad de la institución. Por su parte, el porcentaje suma de todos los rendimientos sería la rentabilidad obtenida por el gestor del fondo, a la que más arriba aludíamos como medida alternativa a la fluctuación del valor liquidativo.

Como principales conclusiones del análisis de la información comentada podríamos destacar, por lo que respecta a los FIM, las siguientes:

a) La evolución de la rentabilidad obtenida por los gestores de los FIM sobre el patrimonio medio administrado ha experimentado unas oscilaciones muy significativas a lo largo de estos años que coincide para cada período con la evolución de los mercados, fundamentalmente con los de renta fija, puesto que son éstas sus principales inversiones.

b) El componente más estable en los rendimientos de los FIM es, lógicamente, el que refleja los intereses correspondientes a sus activos de renta fija. A lo largo del período analizado, su peso relativo ha ido disminuyendo progresivamente como consecuencia del descenso de tipos producido en nuestro país. Debe recordarse que las normas contables que afectan a las instituciones obligan al devengo de los intereses a la tasa interna de rentabilidad de la inversión, por lo que esta *ratio* recoge de manera aproximada la TIR media, neta de comisiones de inter-

mediación, a la que se hicieron las inversiones de renta fija. Decimos aproximada porque la *ratio* no se calcula sobre los activos de renta fija exclusivamente, sino que se incluye en el denominador todo el patrimonio de las instituciones, alguno de cuyos componentes (renta variable, activos no remunerados, tales como saldos deudores con Hacienda, etc.) no generan una remuneración vía intereses, como es de sobra conocido. Más interesante sería el análisis de la relación entre intereses de los activos de renta fija y el importe de ésta, pero tal cálculo no es posible por carecer de datos estadísticos sobre los saldos diarios de activos de renta fija.

c) Las rentabilidades de todos los ejercicios están condicionadas, de manera determinante, por las fluctuaciones de precios de los activos, principalmente de renta fija, pero también de renta variable. Así, en 1992 la rentabilidad anual (7,89 por 100) recoge las pérdidas que se produjeron en la renta fija a medio y largo plazo como consecuencia del comportamiento de los mercados ante el resultado del referéndum danés sobre Maastricht. El ejercicio 1993 refleja un resultado (14,7 por 100) explicado en gran medida por las revalorizaciones de las carteras originadas por el descenso de tipos en dicho año. Por su parte, los efectos de la crisis en los mercados de renta fija como consecuencia de las tormentas monetarias del ejercicio 1994 quedan patentes en la cifra de pérdidas por fluctuaciones de precios de tales activos (- 323.469 millones), que supusieron una merma del 5,16 por 100 en los resultados del año.

Similares comentarios podrían realizarse respecto al comportamiento de las fluctuaciones de precios de la renta variable. Obviamente, el efecto global en este caso es inferior. No obstante, debe

destacarse la circunstancia de que las acciones, a pesar de representar una parte bastante marginal del patrimonio de los FIM (entre el 2 y el 5,82 por 100 en el período analizado), condicionan los rendimientos obtenidos en mayor medida debido a su superior volatilidad.

d) Puede señalarse el escaso importe de los resultados con productos derivados a nivel del sector. Debe destacarse al respecto que, excepto en el ejercicio 1992, los FIM (en conjunto) siempre han tenido pérdidas en esta operativa. Para 1994, tal situación (pérdidas con productos derivados) coincide con la existencia de pérdidas en las carteras de contado, lo que podría indicar que se siguió una estrategia de especulación con futuros y opciones. Por contra, para 1993 y 1995, al producirse ganancias en el contado, podría suponerse una finalidad mayoritaria de cobertura en esta operativa.

e) En relación con los gastos repercutidos a los FIM, resulta destacable la estabilidad de las comisiones de gestión. Este hecho permite descartar, al menos a nivel global y hasta la fecha, la hipótesis sostenida en ocasiones de que una vez captado un patrimonio significativo, y teniendo en cuenta la cautividad fiscal del partícipe derivada del sistema tributario vigente durante los años a que se refiere el análisis, las gestoras incrementen las comisiones de gestión. Por otra parte, entendemos que dicha estrategia habría tenido efectos negativos para las gestoras que la realizasen en términos de pérdida del negocio potencial originado por los futuros ahorros de los inversores que se hubiesen visto perjudicados por esta práctica.

Por lo que respecta a la información correspondiente a los FIAMM, podrían señalarse los aspectos que citamos a continuación:

a) Los ingresos obtenidos en la periodificación de intereses son los que explican, en su práctica totalidad, los rendimientos derivados de la gestión de activos. Su evolución es coincidente con las fluctuaciones de los tipos de interés a corto. Debe apuntarse al efecto cierto desfase explicado porque el re-

flejo contable de este concepto se produce en el período siguiente a la realización de la inversión.

b) El escaso efecto de las diferencias de precio en los valores que integran su patrimonio es totalmente lógico si se tiene en cuenta la reducida duración media de sus carteras. Hay que recordar que los fondos de inversión no recogen en su patrimonio las alteraciones de valor de sus activos a los que resten menos de seis meses para su vencimiento.

c) Al igual que se ha comentado para el caso de los FIM, no se identifica, a nivel global, ningún tipo de práctica tendente a incrementar las comisiones de gestión una vez que se hayan alcanzado patrimonios gestionados importantes. Antes al contrario, tanto el porcentaje que representan estas comisiones como el resto de gastos de explotación repercutidos a los FIAMM han disminuido ligeramente durante los años de referencia.

Para finalizar este epígrafe, realizaremos algunas observaciones derivadas del análisis comparado de la información contenida en dos cuadros de referencia. En primer lugar, hay que precisar que el porcentaje correspondiente a intereses suele ser menor en los FIM que en los FIAMM no porque aquéllos realicen adquisiciones a tasas internas de rentabilidad inferiores, sino porque integran en su patrimonio activos que no devengan intereses (renta variable) y porque la cartera exterior (generalmente remunerada a tasas inferiores) supone un mayor porcentaje. En segundo lugar, por el lado de los costes, debe destacarse la existencia de unas mayores comisiones de gestión para los FIM, posiblemente fundadas en la mayor dificultad que entraña la gestión de activos de renta variable o de renta fija a más largo plazo, al margen del componente ya citado de cartera exterior. Por lo que respecta al mayor peso del resto de gastos de explotación en los FIM que en los FIAMM, las motivaciones hay que buscarlas en su menor tamaño medio, ya que gran parte de estos costes (auditoría, publicación del valor liquidativo en Bolsa) son fijos, por lo que su efecto en rentabilidad se diluye a medida que aumenta el tamaño.

CUADRO NÚM. 4
RENTABILIDADES ANUALES POR CLASE DE FONDO (*)

	1991 Porcentaje	1992 Porcentaje	1993 Porcentaje	1994 Porcentaje	1995 Porcentaje	Media porcentaje	Volatilidad (1991-95)
RF	13,61	9,06	15,33	1,58	9,67	9,85	4,76
RFM	13,21	7,93	17,16	- 0,03	9,74	9,60	5,76
RVM	8,86	- 0,76	30,48	- 5,39	11,60	8,96	12,41
RV	6,56	- 2,98	44,64	- 8,34	12,32	10,44	18,55
Total FIM	13,33	8,61	16,77	0,44	9,87	9,80	5,48
Total FIAMM	12,27	10,79	11,20	6,70	8,01	9,80	2,09

(*) Ponderadas por patrimonio a fin de año.

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

B) Rentabilidades históricas

Tal como se ha comentado, el análisis de las rentabilidades de los fondos de inversión debe realizarse para períodos amplios de tiempo, pues de lo contrario podrían obtenerse conclusiones poco acertadas. El cuadro núm. 4 recoge, desde esta perspectiva, la evolución de las rentabilidades anuales de los fondos durante los últimos cinco años, así como la media para dicho plazo, distinguiendo en función de la política de inversión. Para cada clase de fondo (1) se ha incluido una columna que refleja la volatilidad (2) de la rentabilidad obtenida durante los años para los que se aportan datos.

Cabe destacar el paralelismo entre las rentabilidades medias ponderadas incluidas en dicho cuadro y la *ratio* de rendimientos sobre patrimonio medio comentada en el epígrafe anterior. No obstante, en todos los casos este segundo es ligeramente inferior. Debe recordarse que en su cálculo no se consideraba el patrimonio existente en el momento concreto en que se habían generado los rendimientos, mientras que la rentabilidad calculada como fluctuación del valor liquidativo sí se encuentra afectada por esta variable. Así pues, la circunstancia señalada podría ser, en alguna medida, indicativa de que, históricamente, las aportaciones de los participantes a los fondos se han realizado después de que se hayan obtenido unas rentabilidades superiores a las que se han logrado con posterioridad a sus suscripciones. Efectivamente, si después de la obtención de una rentabilidad elevada se produce la entrada adicional de patrimonio en un fondo, y éste no vuelve a alcanzar idéntica rentabilidad, la calculada a partir de la evolución de su valor liquidativo superará la *ratio* de rendimientos sobre patrimonio medio.

A nivel global, puede destacarse la mayor volatilidad de los rendimientos obtenidos por los FIM frente a la mayor estabilidad de los FIAMM, dándose la circunstancia de que, para el período en su conjunto, la media de las rentabilidades de ambos tipos de fondos coinciden. Si se tienen en cuenta sus diferencias en cuanto a la política de inversión que siguen, no creemos que esta coincidencia tenga una explicación distinta de la mera casualidad.

Por tipos de FIM también se aprecia un aumento de la volatilidad en las rentabilidades anuales a medida que aumenta el componente de renta variable en sus carteras. Los más rentables para estos cinco años han sido los de renta variable (10,44 por 100 de media anual), por lo que resulta llamativo que los fondos con estrategias mixtas sean los de menores rentabilidades (8,96 por 100 de media anual para los de RVM y 9,60 por 100 para los de RFM), mientras que los de renta fija pura se sitúan como los segundos más rentables (9,85 por 100). No obstante, hay que destacar que la clasificación en estos cuatro grupos (RF, RFM, RV y RVM) es útil, por su fácil

comprensión, para la agrupación estadística de los fondos, pero incorpora algunas simplificaciones que impiden realizar un análisis detallado sobre las rentabilidades obtenidas. Concretamente, no aporta información sobre una serie de factores con gran incidencia sobre la rentabilidad, tales como duraciones de las carteras de renta fija, porcentajes de inversión en divisas y operativa con derivados realizada por los fondos. Más adelante se efectuará una aproximación que considera algunos de estos aspectos.

La situación de los FIAMM es un tanto distinta, puesto que la dispersión de sus políticas de inversión es mucho menor (durante 1995, sus duraciones medias no han superado los 0,29 años, siendo muy reducido el número de FIAMM que al final de cada mes tienen duraciones superiores a seis meses). Para los años 1991 a 1995, la media de sus rentabilidades anuales ha sido del 9,8 por 100, siendo su evolución anual paralela a la de los tipos de interés a corto plazo.

2. Razonabilidad de las rentabilidades

En ocasiones, se plantea una cuestión sumamente compleja de responder, que es la relativa a si son o no son razonables las rentabilidades que a lo largo del tiempo alcanzan los fondos de inversión. La cuestión parte de la idea de que las entidades promotoras de fondos podrían no estar especialmente interesadas en realizar la mejor gestión posible, puesto que el inversor estaría dispuesto a perder parte de la rentabilidad potencial que obtendría a partir de una gestión eficiente de su cartera a cambio de acceder al régimen tributario previsto para los rendimientos en fondos de inversión. Algunos elementos que podrían avalar la hipótesis de cierta pasividad en la gestión serían el elevado porcentaje de *repos* en cartera de estas instituciones y la posible generación de comisiones de intermediación para empresas del grupo.

En este epígrafe abordaremos la cuestión de la razonabilidad de los rendimientos obtenidos por los fondos desde diversos puntos de vista, pero lo cierto es que su respuesta probablemente se encuentre en qué se entiende por rentabilidad razonable para un fondo. Evidentemente, si se estima que resulta exigible a los gestores la sistemática superación del rendimiento del mercado, será bastante probable que la conclusión sea que los rendimientos de los fondos no son razonables. Por el contrario, si se entiende que lo razonable es que el gestor invierta con rentabilidades de mercado y que cobre un precio adecuado en relación al servicio que presta, quizá la conclusión sea diferente. Nos ocuparemos a continuación del aspecto relativo a si los gestores obtienen en sus inversiones rentabilidades de mercado, dejando para más adelante el relativo al precio que cobran por sus servicios.

A) Evaluación de la gestión de carteras

No existe una medida estadística que permita afirmar con rotundidad si los resultados de la gestión de una determinada cartera resultan o no razonables (3). Para tratar de analizar si las comisiones cobradas por un gestor están justificadas, en general, se comprueba si la cartera por él gestionada ha superado a un determinado índice del mercado o se comparan los resultados de dicha cartera con los obtenidos en media por el resto de gestores. Implícitamente, se están introduciendo algunas hipótesis que pueden no ser del todo ciertas en la práctica. Al comparar los rendimientos de una cartera con los del mercado se da por supuesto que un inversor individual podría igualar al mercado, lo cual es difícil de aceptar, aunque sólo sea por las comisiones de intermediación que deberá soportar al realizar sus inversiones. Adicionalmente, se estaría suponiendo que el inversor individual tiene acceso a toda la información existente en el mercado y capacidad para interpretarla adecuadamente, asumiéndose también que el tiempo que habría de dedicar a la gestión de su cartera carece de coste para él.

Por otra parte, la comparación de los resultados de un gestor con los de la media supone, en la práctica, primar a los que adquieren mayores niveles de riesgo. Esta idea engarza con la dificultad de considerar la concreta vocación inversora de los propietarios de una cartera, que puede no estar vinculada a los índices de mercado utilizados en la comparación o a la del resto de carteras con las que se compara. Debe destacarse que no todos los fondos tienen idénticos objetivos de inversión, por lo que resulta difícil incorporar los objetivos concretos de cada fondo en modelos globales de evaluación de los resultados obtenidos.

Tampoco puede decirse que exista unanimidad respecto a qué resulta exigible al gestor de una cartera. Un estudio realizado para determinados fondos estadounidenses (Treynory y Mazuy, 1992) concluye que no existe ninguna evidencia de la capacidad de los gestores para anticipar los movimientos del mercado (lo que les permitiría superar su rentabilidad), por lo que el inversor no les debería responsabilizar por no haber anticipado los cambios del mismo.

En el caso español, se han realizado algunos estudios específicos para fondos de inversión de renta fija (Álvarez Cobelas, 1994), llegando a conclusiones bastante desalentadoras por lo que se refiere al papel de sus gestores: «A la vista de los resultados se puede concluir el pobre comportamiento que los fondos tienen durante el período de análisis (puesto que en general) obtienen rentabilidades que no compensan los niveles de riesgo asumidos por sus gestores y las comisiones cobradas al inversor individual.» No obstante, tal conclusión pudiera estar condicionada por las carencias de la información en el momento en que se efectuó el análisis, puesto

que el mismo se refiere al período 1991-93, para el cual no estaba disponible el dato de las duraciones de las carteras de los fondos.

El cuadro núm. 5 recoge la duración media de la cartera de contado de los FIM de renta fija al final de cada uno de los trimestres de 1995 junto con la duración a dicha fecha del índice de una cartera de deuda del Estado del Banco de España. Puede apreciarse claramente la menor duración media en todos los trimestres para los fondos de inversión, lo que implica que asumen un menor riesgo de tipo de interés, por lo que la comparación de ambas rentabilidades podría conducir a conclusiones poco acertadas. Teniendo en cuenta el dato de las duraciones medias de las carteras de renta fija de los fondos, puede afirmarse que los FIM de renta fija asumen niveles de riesgo (de tipo de interés) muy por debajo de los índices habituales de referencia.

B) Comparación con índices de referencia

Decíamos antes que al gestor se le debería exigir que en sus inversiones obtenga remuneraciones de mercado, es decir, que la rentabilidad derivada de su gestión sea coherente con los riesgos asumidos por ésta. Para tratar de comprobar si los fondos obtienen habitualmente las tasas de mercado en sus inversiones, compararemos grupos con políticas de inversión lo más homogéneas posible con indicadores de los activos de referencia. Nos centraremos en los FIAMM, FIM de renta variable y FIM de renta fija, distinguiendo dentro de éstos en función de sus duraciones.

En primer lugar, surge la cuestión de si, para evaluar la gestión, deben compararse las rentabilidades netas (descontadas las comisiones) de los fondos o si, por el contrario, debe prescindirse del efecto de las comisiones. Entendemos que ambos datos son significativos. De una parte, la rentabilidad bruta (esto es, sin considerar los gastos repercutidos al fondo) permite comprobar para la renta fija, de manera global, si las inversiones se realizan obteniendo remuneraciones de mercado. De otra, cuando se comparen las rentabilidades netas de gastos con los mercados de referencia, se obtiene una idea de hasta qué punto es adecuado el coste repercutido por la gestión, aunque, como se verá más ade-

CUADRO NÚM. 5
DURACIONES MEDIAS. AÑO 1995

	D - Media FIM - RF	D - Media IRDE
Marzo	1,27	3,37
Junio	1,23	3,50
Septiembre	1,33	3,70
Diciembre	1,47	3,87

IRDE: Índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y estadísticas CNMV.

lante, no todo el importe cobrado como comisión de gestión es imputable a dicho concepto, sino que incorpora también el coste de otros servicios (principalmente el de distribución) En cualquier caso, el disponer de ambos datos permitirá conocer la causa de eventuales rendimientos inferiores a los que cabría esperar, puesto que éstos podrían estar originados por una gestión poco eficiente (inversión a precios por debajo de mercado) o en unos costes repercutidos excesivos.

Teniendo en cuenta que nuestro objetivo en este apartado es tratar de analizar si las inversiones de los fondos se realizan a precios de mercado, utilizaremos en las comparaciones su rentabilidad bruta, tratando más adelante la cuestión de si los costes repercutidos pueden considerarse razonables o no. Para calcular las rentabilidades brutas supondremos que los gastos totales de los fondos (identificados en los cuadros núms. 2 y 3) se devengan linealmente durante el ejercicio y que los impuestos equivalen durante cada período al 1 por 100 de los rendimientos. Para descontar el efecto de los gastos repercutidos, se ha supuesto un 1,78 por 100 anual para los FIM de RF, un 2,39 por 100 para los de RV y un 1,39 por 100 para los FIAMM, siendo estos importes los repercutidos sobre el patrimonio medio diario durante 1995 para cada tipo de fondo.

Hay que destacar que no puede obtenerse información relativa a los costes de intermediación soportados, ya que las normas contables y de valoración obligan a considerar dichos gastos como un mayor coste de adquisición de los respectivos activos. Esta matización es importante, toda vez que los índices de referencia de los respectivos mercados no siempre recogen este efecto, por lo que, incluso cuando los gestores de fondos invirtiesen a los precios medios del mercado, podría esperarse que sus rentabilidades brutas fuesen ligeramente inferiores a éstas. Según la información de la CNMV relativa a las sociedades y agencias de valores, los corretajes medios de intermediación en renta variable supusieron, en media, un 1,58 por 1.000 durante 1995. No disponemos del dato equivalente para otros mercados, principalmente de renta fija, en los que realizan sus operaciones mayoritariamente los fondos.

A efectos de poder comparar políticas de inversión lo más homogéneas posible, hemos analizado los siguientes casos: FIAMM, FIM de RF con duración inferior a 0,5 años, FIM de RF con duración superior a 3 años y FIM de RV. En todos los casos, teniendo en cuenta que los índices de referencia en las comparaciones se refieren a mercados españoles, hemos excluido de cada grupo de fondos aquellos cuyo porcentaje de activos denominados en divisas distintas de la peseta superaba el 50 por 100.

Para cada grupo hemos tratado de identificar un índice de referencia que represente un nivel de riesgo lo más próximo posible a los fondos en él in-

cluidos. En el caso de los FIAMM, se ha comparado su rentabilidad mensual con la de los *repos* a tres meses sobre letras del Tesoro, entendiéndose que es una referencia razonable, máxime si se tiene en cuenta que su duración se ha situado durante el año entre 0,25 y 0,29 años, y que en cada mes sólo un número residual de FIAMM tiene una duración media superior a 6 meses. Idéntica referencia se ha tomado para los FIM de RF con duración inferior a 0,5 años. Las rentabilidades mensuales medias del grupo de FIM con duración superior a 3 años se han comparado con la evolución del índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado, elaborado por el Banco de España. Finalmente, la rentabilidad de los FIM de RV se ha comparado con la del IBEX-35.

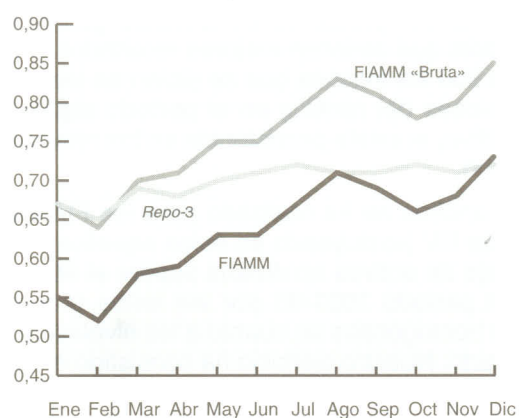
El gráfico 1 recoge, para cada uno de los grupos de fondos analizados, la evolución mensual de su rentabilidad neta y bruta durante 1995 junto con el índice de referencia. Como principales comentarios a sus contenidos, podemos destacar los siguientes:

a) La rentabilidad neta de los FIAMM se sitúa, en general, por debajo de la obtenida por los *repos* a tres meses. No obstante, a partir de agosto se estrechan sensiblemente los diferenciales entre ambas *ratios*. Teniendo en cuenta las duraciones medias aludidas para las carteras de los FIAMM (no alcanzan los cuatro meses en ningún momento), debemos recordar que sus normas contables y de valoración les obligan a periodificar los rendimientos de los activos de renta fija cuyo plazo residual de amortización sea inferior a seis meses (de hecho, no es descartable que estas reducidas duraciones tengan su explicación precisamente en la voluntad de eliminar volatilidad a las fluctuaciones del valor liquidativo por la aplicación del citado criterio de valoración), por lo que no cabe esperar una fluctuación totalmente en paralelo entre la rentabilidad de los FIAMM y la obtenida por los *repos* a tres meses, sino que los FIAMM tenderían a reflejar en sus rentabilidades los rendimientos medios obtenidos por los *repos* a esos plazos en los últimos tres meses (suponiendo que sus carteras se renuevan cada tres meses). Esta circunstancia podría explicar la brecha producida en los primeros meses del año, puesto que la remuneración a estos plazos era inferior al finalizar el ejercicio 1994. Por contra, la rentabilidad bruta de gastos siempre se sitúa en niveles superiores al índice de referencia. Ello parece indicar que no puede hablarse, en términos generales, para los FIAMM de una gestión subóptima por lo que se refiere a las decisiones de inversión sin que ello suponga un pronunciamiento sobre el coste soportado por dicha gestión.

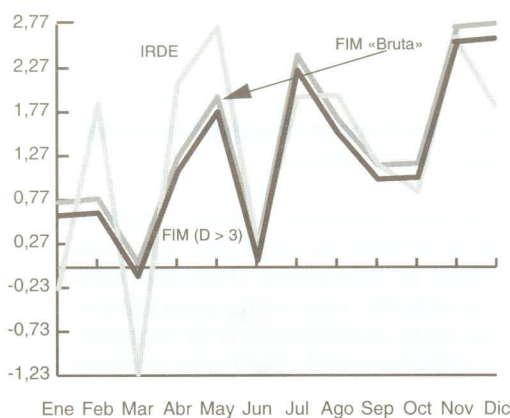
b) Para los FIM de RF con duración inferior a seis meses, la situación es bastante similar a la apuntada para los FIAMM, aunque presenta algunas diferencias. Así, se observa en este caso una mayor volatilidad que la del índice de referencia, quizá justificada porque el hecho de que en este

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA RENTABILIDAD. 1995
(En porcentaje)

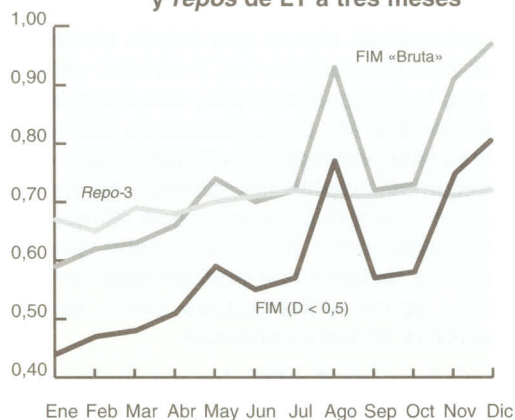
FIAMM repos de LT a tres meses



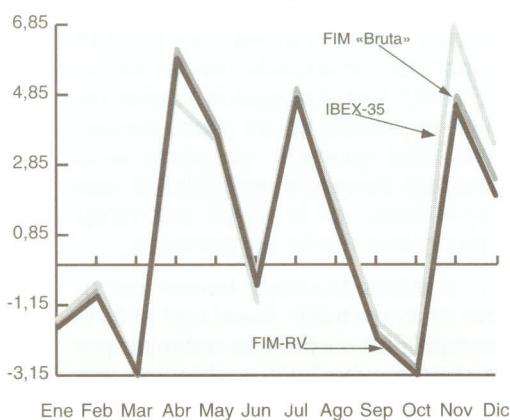
FIM de duración superior a tres años e IRDE



FIM de duración inferior a 0,5 años y repos de LT a tres meses



FIM de RV y del IBEX-35



grupo tiene más efecto la distorsión introducida por los fondos que materializan parcialmente sus carteras en divisas. Hasta el mes de abril, la rentabilidad bruta se situó en niveles ligeramente inferiores a la alcanzada por los *repos* a tres meses (con diferenciales que no superan en ningún caso los 7 puntos básicos mensuales), y a partir de esa fecha, siempre han superado al índice (con una práctica coincidencia para los meses de junio y julio) En general, tampoco parece que para este grupo puedan apreciarse, a nivel global, indicios de una gestión poco eficiente.

c) Antes de comentar el caso de los FIM de RF cuya duración supera los tres años, hemos de matizar que el número de fondos integrados en este grupo ha oscilado entre 17 y 33 a lo largo del año, por lo que quizá sus resultados no sean tan representativos como en los dos grupos anteriores. En cualquier caso, puede destacarse que hasta junio se aprecia una menor oscilación en las rentabilidades

mensuales (tanto en las positivas como en las negativas) de los FIM encuadrados en este grupo que en la del índice de deuda pública. A partir de dicha fecha, se observa una coincidencia prácticamente total. La discrepancia observada en su evolución durante los primeros meses del ejercicio podría estar motivada porque durante ese período algunas gestoras hubiesen acertado las duraciones de las carteras de los fondos mediante operaciones de cobertura (hemos de aclarar que las duraciones manejadas en la clasificación se refieren exclusivamente a las de las carteras de contado).

d) Por lo que se refiere al grupo de renta variable, no cabe sino constatar el total paralelismo entre la evolución de su rentabilidad y la del IBEX-35 durante todo el ejercicio.

A nivel global, para los cuatro grupos analizados, pueden extraerse dos conclusiones. Primera, que la incidencia de los gastos repercutidos a los fondos, como variable explicativa de las diferencias de ren-

tabilidad con el índice comparado en cada caso, se reduce a medida que aumenta el nivel de riesgo asumido (para los FIM de RF a largo y de RV no influyen en gran medida sobre el diferencial de rentabilidad). Segunda, y más importante, no parece constatar la existencia de prácticas de gestión que pudieran perjudicar, a nivel global, a los fondos mediante la realización de operaciones a precios fuera de mercado.

3. Factores que condicionan los diferenciales de rentabilidad entre fondos

El principal factor que incide en la rentabilidad de un fondo es el de la política de inversión que haya seguido en el período de referencia. Dado que este aspecto ya se ha analizado, nos centraremos ahora en otras variables cuya contribución a la rentabilidad es sin duda más marginal, pero que podrían servir para explicar los diferenciales de rentabilidad producidos entre los fondos que hayan seguido una política de inversión similar a lo largo de un período. Para ello, hemos analizado los FIAMM durante 1995, pues la dispersión en sus políticas de inversión es muy reducida. Las variables que podrían explicar las discrepancias observadas en las rentabilidades de los FIAMM son: los gastos totales repercutidos al fondo, el porcentaje de *repos* en cartera, el patrimonio total (siempre se alude a la existencia de economías de escala en la gestión, que deberían repercutir al fondo por la vía de una mayor rentabilidad) y el patrimonio medio por partícipe.

Para todas las variables aludidas, hemos calculado su coeficiente de correlación lineal con el diferencial entre la rentabilidad media y la obtenida por cada FIAMM. En ningún caso hemos obtenido una correlación significativa, esto es, ninguna de tales variables tiene capacidad por sí misma para explicar (bajo un modelo de dependencia lineal) las discrepancias observadas en las rentabilidades de los FIAMM. Podemos destacar que, de todas las variables analizadas, la de menor capacidad explicativa resulta ser el porcentaje de *repos* en cartera de la institución (coeficiente de correlación 0,091). Por contra, la que tiene un mayor coeficiente de correlación lineal (en valor absoluto) es el porcentaje de gastos totales repercutidos al fondo, con un $-0,498$, lo que indica, como era de esperar, una dependencia negativa. Una lectura de lo anterior que no nos parece desacertada es que los diferenciales de rentabilidad que se observan entre los FIAMM, al margen de los diferentes niveles de gastos repercutidos, resultan imputables a la distinta capacidad de gestión de sus gestores.

4. Persistencia de los resultados.

Un elemento indispensable en el análisis de rentabilidades es, como ya se ha destacado, la obser-

vación desde una perspectiva temporal amplia. Por otra parte, acabamos de citar que probablemente una parte de los diferenciales de rentabilidad obtenidos por fondos de inversión que siguen la misma política de inversión —esto es, que asumen niveles equiparables de riesgo— tienen su origen en la distinta capacidad de sus gestores. Ahora vamos a tratar de comprobar si, en términos generales, los gestores que obtienen mejores resultados en un período son los mismos que se sitúan en las primeras posiciones del *ranking* en el período siguiente. En definitiva, si existe persistencia en los resultados de gestión.

El análisis se ha realizado para los FIAMM y los FIM de RV (excluyendo en éstos aquellos cuyo porcentaje de activos en divisas supere el 30 por 100) en el período 1991-95 por ser estos grupos bastante homogéneos en cuanto a los niveles de riesgo asumido. Nuestro ejercicio ha consistido en calcular la rentabilidad teórica que habría obtenido al finalizar 1995 un inversor que al principio de cada año reestructura su inversión reinvertiendo, en cantidades iguales, en los cinco fondos más rentables del ejercicio precedente comparando su rentabilidad al final del período con la que habría obtenido un inversor que distribuyese su inversión entre todo el mercado y, en consecuencia, obtuviese las rentabilidades medias (4). En un intento de contrastar si los gestores que obtienen las rentabilidades más bajas son sistemáticamente los mismos, se ha realizado el mismo ejercicio para los cinco últimos clasificados de cada grupo. Hay que señalar que existirían numerosos factores que podrían explicar la no persistencia de las rentabilidades, como, por ejemplo, los cambios en las comisiones.

El cuadro núm. 6 refleja los resultados del cálculo que acabamos de comentar. En los FIAMM se aprecia que los que se sitúan en las primeras posiciones del *ranking* al final de un año superan a la media, en general, durante el período siguiente (para los años analizados se han revalorizado un 43,67 por 100 frente al 41,57 por 100 del resto de FIAMM). En sentido inverso, los FIAMM que peor rentabilidad ofrecen al final de un año no suelen igualar la rentabilidad media al año siguiente (revalorización del 38,97 por 100 frente al 41,57 por 100 de media). Ambas conclusiones parecen indicar cierta persistencia en los resultados de gestión para estas instituciones.

CUADRO NÚM. 6
RENTABILIDAD ACUMULADA DESDE DICIEMBRE
DE 1991 HASTA DICIEMBRE DE 1995
(En porcentaje)

	5 primeros	Media	5 últimos
FIAMM	43,67	41,57	38,97
FIM RV	30,02	33,70	23,51

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

Las conclusiones no son equivalentes cuando se analiza el grupo de renta variable. En este caso, la obtención de un resultado brillante durante un ejercicio no se consolida mediante la superación del índice medio al período siguiente. Por contra, se confirma también para los FIM de RV que los que obtienen peores rentabilidades al final de un año no alcanzan los resultados medios al año siguiente.

5. Incidencia de la rentabilidad en las decisiones de los inversores

Un aspecto que no puede dejar de citarse al analizar las rentabilidades de los fondos de inversión es su efecto sobre las decisiones de inversión de los ahorradores, es decir, hasta qué punto la elección de un determinado fondo de inversión a la hora de realizar aportaciones está condicionada por la rentabilidad obtenida por éste en períodos precedentes. En una primera aproximación, puede afirmarse que los partícipes españoles han demostrado ser bastante sensibles a las rentabilidades obtenidas a corto plazo. Basta con observar el cuadro núm. 2 para comprobar que períodos de rentabilidades bajas o negativas han originado salidas netas de patrimonio, en tanto que las suscripciones importantes se han producido históricamente ante rentabilidades elevadas. Este fenómeno quizá tenga una explicación en el desconocimiento por parte de los partícipes de la naturaleza de los fondos de inversión (posibilidad de obtener rentabilidades negativas en fondos de RF) junto con una, en ocasiones, deficiente comercialización basada en rentabilidades históricas.

Para tratar de contrastar hasta qué punto los fondos que han obtenido rentabilidades superiores a la media son los que más aportaciones de patrimonio tienen en el período siguiente, seguiremos un modelo similar al utilizado por Sirri y Tufano (1993), consistente en agrupar en tramos del 10 por 100 el total de los fondos ordenados según su rentabilidad en un año y estimar el porcentaje de aportaciones netas al patrimonio de cada tramo en el año siguiente (los tramos son del 20 por 100 en el caso de FIM de RVM y RV debido al menor número de fondos que siguen estas estrategias de inversión). A estos efectos, hemos considerado como aportaciones netas al patrimonio de un fondo las cifras obtenidas con la siguiente fórmula:

$$\text{Aportaciones} = \frac{\text{PAT}_t - \text{PAT}_{t-1} \cdot (1 + \text{Rent}_t)}{\text{PAT}_{t-1}}$$

siendo: *PAT* = Patrimonio; *t* = año; *Rent* = Rentabilidad.

Por último, se ha calculado la media de las aportaciones anuales, en términos porcentuales, para cada uno de los tramos durante el período de análisis.

Se han efectuado los cálculos para el período entre el 31 de diciembre de 1991 y el 31 de diciembre de 1995, tanto para FIAMM como para FIM, distinguiendo en este caso por tipo de fondo. Los resultados de dichos cálculos aparecen recogidos en el gráfico 2.

Para los FIM de RF y RFM se constata, en términos generales, que los fondos con mejores resultados en un ejercicio son los que tienen un mayor crecimiento de su patrimonio por aportaciones en el ejercicio siguiente. No obstante, este fenómeno sólo se aprecia con cierta intensidad para el último decil (los dos últimos en el caso de los de RFM) mientras que en el resto de tramos no se observa una captación de patrimonio por los fondos creciente en función de la rentabilidad obtenida en el ejercicio precedente. Así pues, podría concluirse que las aportaciones de los inversores no parecen estar especialmente vinculadas a las rentabilidades históricas obtenidas por los fondos, excepto para aquellos que se han situado entre los más rentables, en los cuales se aprecia mayor correlación entre ambas variables.

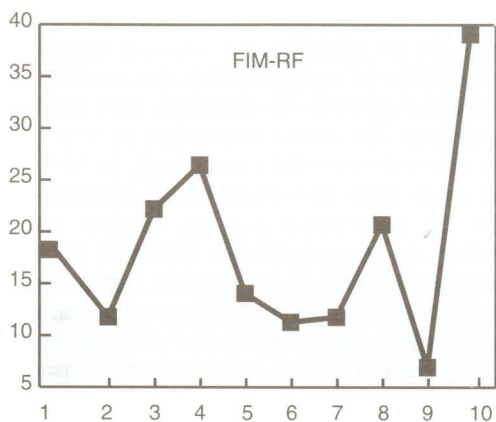
Sin embargo, una circunstancia a nuestro juicio destacable es la penalización, mediante la realización de reembolsos netos, a los fondos menos rentables de los incluidos en la categoría de RFM. Este hecho es significativo por cuanto las desinversiones conllevan un coste en términos fiscales, excepto en los supuestos en que no existan plusvalías.

En el caso de los fondos en los que la renta variable tiene un mayor peso (RVM y RV), la ausencia de vinculación entre ambas variables resulta palpable, pues en ambos casos el crecimiento por aportaciones de los fondos incluidos en el tramo más rentable resulta ser sensiblemente inferior al del tramo inmediatamente precedente. En cualquier caso, es posible que, debido al reducido número de fondos incluidos en estos grupos, las conclusiones no sean representativas.

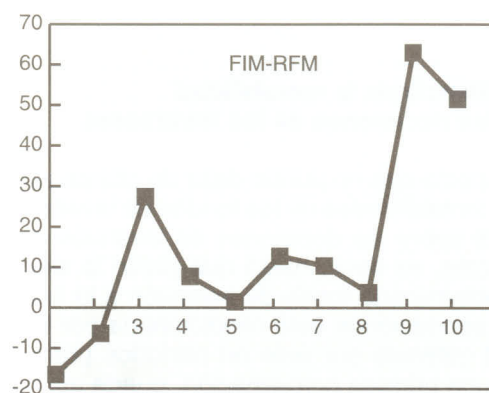
Por lo que se refiere a los FIAMM, no cabe sino destacar nuevamente la aparente desvinculación entre la rentabilidad obtenida en el pasado por los fondos y los flujos de patrimonio posteriores hacia ellos. Los situados en los tramos relativamente menos rentables, tercer y cuarto deciles, experimentan aportaciones por parte de los inversores similares a los más rentables.

Hemos incluido el gráfico que refleja la captación de patrimonio durante 1995 de los FIM de RF según su rentabilidad en 1994, porque sus resultados contrastan, en cierto modo, con las conclusiones generales de ausencia de correlación entre ambas variables. En este caso se aprecia cómo los fondos más rentables en 1994 son los que sufrieron en menor medida retiradas de patrimonio en 1995, mientras que los inversores fueron especialmente sensibles a la obtención de rentabilidades negativas y reaccionaron realizando reembolsos. En definitiva, po-

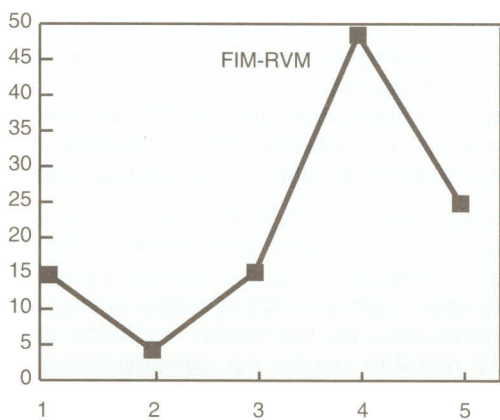
GRÁFICO 2
INCREMENTO DE PATRIMONIO POR APORTACIONES
(Diciembre 1991 a diciembre 1995) (Porcentajes)



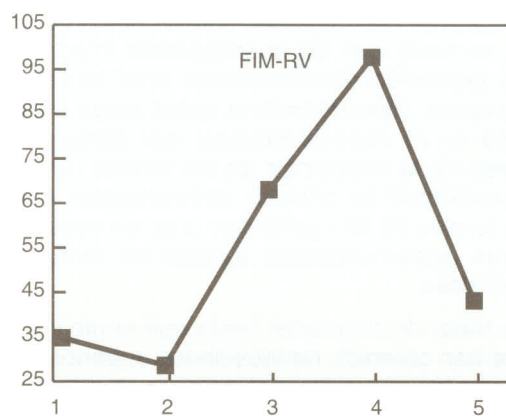
1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables



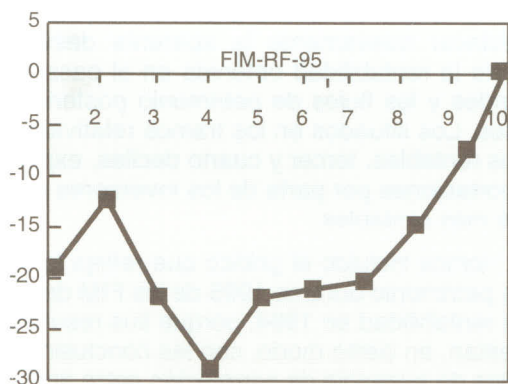
1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables



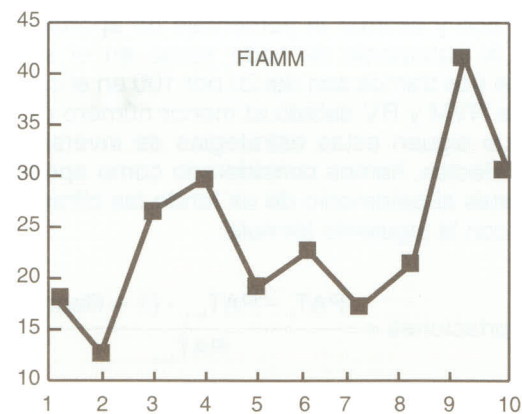
1 = Fondos menos rentables / 5 = Fondos más rentables



1 = Fondos menos rentables / 5 = Fondos más rentables



1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables



1 = Fondos menos rentables / 10 = Fondos más rentables

dría destacarse una mayor sensibilidad hacia las rentabilidades negativas de la apreciada cuando los resultados son positivos. Este hecho, y lo apuntado para los FIM de RFM con peores rentabilidades, podría indicar que, cuando no existen condicionantes fiscales al cambio de fondo, los inversores reaccionan en mayor medida a las rentabilidades ofrecidas. En este sentido, el menor coste fiscal por el cambio de fondo con el nuevo sistema de tributación podría originar un incremento en la movilidad de los inversores hacia los fondos con mejores rentabilidades.

En definitiva, excepto para los FIM situados en el extremo superior de rentabilidades de los grupos de RF y RFM, puede destacarse la ausencia de correlación entre los flujos de aportaciones y las rentabilidades pasadas. Sin embargo, la sensibilidad es mayor cuando las rentabilidades son negativas. Es posible que esta circunstancia esté en parte justificada porque durante los años analizados (1991 a 1995) el crecimiento del sector ha sido muy pronunciado con el lanzamiento de numerosos fondos y la realización de campañas publicitarias masivas del producto.

Hay que señalar que, tal y como se ha planteado el análisis, sus resultados no se ven influenciados por consideraciones fiscales. Efectivamente, la cautividad fiscal del inversor con el anterior régimen de los incrementos de patrimonio sólo alcanzaba a sus inversiones ya materializadas, pero no a las que eventualmente pudiera efectuar (ésta es la variable que hemos considerado en nuestro análisis), por lo que quien realizaba la elección de un fondo no tenía ningún condicionante de tipo fiscal en su decisión, pudiendo elegir entre todos los existentes en el mercado.

Para explicar la reducida sensibilidad de los partícipes a la rentabilidad hay que recurrir, por lo tanto, a argumentos distintos a los fiscales, utilizados con demasiada frecuencia. Por el contrario, lo que pone de relieve es la influencia de otras variables en la elección de un fondo. Cabría destacar al respecto la imagen de marca y la amplitud de la red de venta del comercializador del fondo. Generalmente, se destaca el hecho de que los fondos contribuyen a fidelizar al cliente a la entidad comercializadora, pero también resulta evidente que el futuro inversor, en la elección de un fondo, tendrá en cuenta la fiabilidad que le merezca la entidad promotora, por lo que podría estar dispuesto a invertir en un fondo comparativamente menos rentable que otro de similares características siempre que tenga una percepción más favorable del grupo económico que lo promueva. La facilidad de acceso al vendedor del fondo también podría ser una variable explicativa de la elección por los partícipes, ya que disminuye los costes (en términos de tiempo) asociados a la inversión. También podrían citarse otros factores, tales como los servicios asociados al fondo de inversión o el trato personalizado, que no se reflejan en la rentabilidad, pero con influencia en la elección del fondo concreto por parte del inversor.

Teniendo en cuenta los factores que acabamos de citar, podría resultar significativo analizar si, para una misma entidad gestora, los inversores se dirigen hacia los fondos más rentables. Cabría esperar que, para una misma marca y red de distribución, los partícipes eligiesen en mayor medida los fondos con rentabilidades superiores siempre que los niveles de riesgo asumidos por tales fondos fuesen equivalentes. La situación contraria no parecería estar muy justificada. Sólo la ausencia de transparencia en la comercialización o un comportamiento irracional del inversor explicarían, en principio, tal situación. Hemos tratado de confirmar la existencia de dicho comportamiento en los inversores de algunas de las más importantes gestoras para fondos de similares políticas de inversión. No hemos obtenido evidencias que nos permitan realizar afirmaciones categóricas, por lo que hemos optado por no presentar los resultados del análisis.

6. Análisis de la rentabilidad financiero-fiscal

Es evidente que los ahorradores tienen en cuenta el régimen fiscal de los diferentes activos financieros como una variable fundamental en sus decisiones de inversión. Desde este punto de vista, trataremos de analizar ahora los efectos del régimen tributario vigente actualmente para los fondos de inversión. No pretendemos abordar el aspecto con gran amplitud, puesto que dentro de este mismo número se incluye un artículo específicamente dedicado a esta cuestión. Nuestro interés se circunscribe a poner de manifiesto sus consecuencias sobre la rentabilidad final obtenida por el inversor, de una parte, y a tratar de analizar hasta qué punto constituye una variable fundamental en la elección de la inversión en fondos, frente a productos sustitutivos, de otra.

Los efectos del régimen fiscal sobre la rentabilidad de un activo financiero están en función de la naturaleza del inversor (persona física o jurídica) y de la situación concreta de cada ahorrador. Nuestro análisis distinguirá, por lo tanto, entre ambos tipos de inversores. Por lo que respecta a la incidencia de la situación concreta de cada inversor, un elemento que debe destacarse es la imposibilidad de realizar análisis comparativos de validez general. Sin embargo, pueden efectuarse hipótesis muy generales, que además de permitir realizar comparaciones, recogen en términos globales la situación de la mayoría de los inversores.

A) *Inversores personas físicas*

El régimen en el IRPF de los rendimientos obtenidos en fondos de inversión es el de incrementos y disminuciones de patrimonio. Su tratamiento fiscal ha sido recientemente modificado con la entrada en vigor del Real Decreto Ley 7/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberali-

zación de la actividad económica. En relación a sus contenidos pueden efectuarse dos tipos de análisis: comparación con el régimen vigente anteriormente y comparación con la tributación de otros activos financieros. A ello se destina el presente epígrafe.

a) *Efectos del cambio en el régimen fiscal*

Frente al sistema anterior en el cual los incrementos de patrimonio irregulares (generados en períodos superiores al año) se reducían en un 7,14 por 100 por cada año de permanencia que excediese de dos y se integraban en la base imponible irregular, por lo que tributaban al tipo medio del sujeto pasivo (o a un tipo superior cuando el tipo medio resultante de aplicar la escala de gravamen al 50 por 100 de la base irregular fuese superior al tipo medio de la base liquidable regular), el nuevo régimen distingue entre inversiones realizadas a partir de su entrada en vigor (9 de junio de 1996) y las previamente existentes. Para las primeras se establecen las siguientes normas:

— El cálculo del incremento de patrimonio se efectúa por comparación entre el precio de venta y el coste de adquisición aumentado en un coeficiente que recogerá la inflación.

— Si el incremento de patrimonio se ha generado en un período inferior al año, se integrará en la base imponible regular, por lo que podría decirse que tributará al tipo marginal del sujeto pasivo.

— Si el incremento de patrimonio es irregular (generado en un plazo superior al año), se distinguen dos situaciones. La primera, cuando la permanencia de la inversión haya sido inferior a dos años, en cuyo caso tributará al mayor de los dos tipos siguientes: tipo medio de su base imponible regular o tipo medio resultante de aplicar la escala del gravamen al 50 por 100 de su base imponible irregular. La segunda se refiere a los casos en los que la permanencia es superior a los dos años, en cuyo caso el incremento de patrimonio tributa en su integridad al 20 por 100. No resulta de aplicación a las IIC la tributación a tipo cero por las primeras 200.000 pesetas de plusvalía, establecida para otros incrementos de patrimonio.

Por lo que se refiere al régimen transitorio aplicable a las inversiones realizadas con anterioridad a la publicación del RDL, se distingue entre los supuestos en que la enajenación se produzca antes del final de 1996 o con posterioridad a tal fecha. Para las primeras continúa en vigor el régimen anterior con dos peculiaridades: el coeficiente reductor de las plusvalías se duplica, por lo que será del 14,28 por 100 por cada año que exceda de dos, y en ningún supuesto el tipo aplicable a las plusvalías será superior al 20 por 100.

Si la venta de participaciones poseídas con anterioridad al 9 de junio de 1996 se produce después

del 31 de diciembre de 1996 las plusvalías que se pongan de manifiesto tributarán de acuerdo a lo siguiente: para el cálculo de la plusvalía se incrementará el coste de adquisición con el coeficiente que recoja la inflación acumulada desde 1996 hasta la fecha de venta. Se disminuirá la plusvalía que se ponga así de manifiesto con un coeficiente reductor equivalente al doble del que se habría generado con la anterior normativa a 31 de diciembre de 1996. Es decir, por cada año transcurrido desde la inversión hasta el 31 de diciembre de 1996 que exceda de dos se aplicará un 14,28 por 100. Esto implica que se consolida el porcentaje de reducción de las plusvalías existente a esa fecha para todas las plusvalías que se pongan de manifiesto cuando se vendan las participaciones del fondo, incluidas las generadas con posterioridad al 31 de diciembre de 1996.

El análisis de la incidencia de estos cambios en las normas tributarias que afectan a las plusvalías de las IIC debe hacerse, pues, distinguiendo entre las inversiones que se efectúen a partir de la entrada en vigor del Real Decreto Ley y los previamente existentes.

a) *Nuevas inversiones en fondos.* No pueden hacerse afirmaciones globales sobre si el régimen actual resulta más o menos ventajoso que el anterior, puesto que el resultado final depende de las expectativas temporales de los ahorradores y de su nivel de renta. En consecuencia, tampoco caben pronunciamientos generales sobre si el sector en su conjunto ha aumentado o disminuido su competitividad respecto a otros productos de ahorro. Teniendo esto en cuenta, pueden realizarse los siguientes comentarios:

— Durante el primer año ambos sistemas son equivalentes. En ambos se tributa al tipo marginal del sujeto pasivo por los incrementos de patrimonio regulares.

— Para inversiones reembolsadas entre el primer y segundo año resulta, en principio, más beneficioso el nuevo sistema tributario. Efectivamente, aunque en ambos sistemas estos incrementos de patrimonio tributarán al tipo medio, a partir de ahora se tendrá en cuenta la inflación para el cálculo de la plusvalía, por lo que la carga impositiva será inferior. En cualquier caso, será necesario esperar a la publicación de los coeficientes de actualización para poder constatar si se produce la circunstancia señalada.

— Cuando la permanencia de la inversión es superior a dos años la casuística es más amplia. A largo plazo, todos los inversores se ven perjudicados, puesto que con el sistema anterior no se tributaba transcurridos quince años, mientras que ahora se tributará siempre. Por contra, a corto plazo en general el nuevo sistema es más ventajoso, excepto para las rentas bajas. El nivel de renta para el cual siempre es peor el sistema actual depende de la rentabilidad obtenida y de la inflación. El número

de años durante el cual la carga tributaria es inferior que la resultante del sistema anterior depende, asimismo, de la renta del partícipe, a más renta aumenta el período durante el cual el régimen actual resultaría preferible.

Teniendo en cuenta lo anterior, puede pensarse que el nuevo régimen de las plusvalías supondrá una menor *cautividad fiscal* para las nuevas aportaciones de los partícipes. De hecho, uno de los objetivos del nuevo sistema, apuntado en la exposición de motivos del RDL es la movilización de recursos invertidos en fondos. Efectivamente, el cambio de fondo será menos costoso en términos fiscales para el inversor, por lo que pudiera producirse un aumento en la competitividad interna del sector para evitar las fugas de inversores. Los elementos en los que podría centrarse esta competencia serían la reducción de comisiones de gestión y la búsqueda de rentabilidades a corto plazo. También pudiera producirse una tendencia a incrementar las comisiones de reembolso, para evitar la salida de los inversores. En cualquier caso, debe recordarse que el cambio de fondo no será gratuito ya que supondrá una anticipación en el pago de los impuestos y obliga a una permanencia mínima de dos años en el nuevo fondo (pues de lo contrario se debería tributar a un tipo mayor). También puede afirmarse que disminuyen las ventajas comparativas de los fondos de inversión frente a otros productos de ahorro a largo plazo (fondos de pensiones). Aunque no se conoce si el ahorro actual en fondos tiene vocación de largo plazo, existen indicios para sostener que no es ésta la situación general.

Así pues, el plazo de permanencia de las inversiones es una variable determinante para evaluar el efecto del cambio normativo. Por ello se ha calculado la rotación del patrimonio de los fondos de inversión para los últimos ejercicios. A pesar de que no existe información directa sobre el importe reembolsado para cada fondo de inversión, puede hacerse una estimación bastante exacta a partir de la información mensual relativa al número de participaciones reembolsadas, suponiendo que las salidas se han realizado al valor liquidativo medio del mes. Se han efectuado comprobaciones sobre la

bondad de esta aproximación a nivel global, con resultados satisfactorios. No obstante, debemos señalar que la medida, al ser una media, podría no resultar totalmente representativa, por la existencia de comportamientos individuales distorsionadores. Por ejemplo, si un inversor realizase gran cantidad de movimientos de suscripción y reembolso en un mismo fondo, tal circunstancia haría que el patrimonio del fondo tuviese una rotación elevada, aunque esta conclusión no tendría por qué ser cierta para el resto de inversores. A pesar de lo anterior, entendemos que puede ser ilustrativo el análisis de esta *ratio*, para el objetivo aludido. El cuadro núm. 7 refleja los resultados de la estimación a nivel global.

La elevada rotación del patrimonio de los FIM en los ejercicios 1992 y 1994 tiene su justificación, sin duda, en las crisis que sufrieron este tipo de fondos como consecuencia de las malas rentabilidades que obtuvieron en la segunda mitad del ejercicio 1992 y durante 1994. Al margen de ello, podría destacarse el progresivo aumento de la permanencia media de los partícipes de los FIAMM, superior al plazo máximo de vencimiento al que estas instituciones pueden materializar sus activos, y muy por encima de la duración media de sus carteras. A los efectos que ahora nos interesan debe destacarse que, para ambos tipos de entidades, los períodos medios de mantenimiento de la inversión son reducidos (inferiores a tres años), por lo que cabría concluir que en general los inversores se verán beneficiados por el nuevo régimen fiscal.

b) Ahorro materializado en fondos con carácter previo a la entrada en vigor del RDL. El análisis del impacto de las nuevas normas fiscales sobre este segmento es especialmente significativo por su elevado importe (casi 14 billones en abril de 1996). Los posibles efectos del régimen transitorio diseñado serían los siguientes:

— Se ha establecido un sistema tributario transitorio que prima la permanencia a largo plazo de las inversiones existentes a la fecha de entrada en vigor del RDL que a 31 de diciembre de 1996 tengan una antigüedad superior a los dos años. El incentivo a la permanencia aumenta a mayor número de años

CUADRO NÚM. 7
ROTACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
(Millones de pesetas)

Año	FIM			FIAMM			Total		
	Importe reembolsado	Porcentaje s/pat. medio	Núm. años	Importe reembolsado	Porcentaje s/pat. medio	Núm. años	Importe reembolsado	Porcentaje s/pat. medio	Núm. años
1992	1.683.436	58,84	1,70	1.810.615	66,64	1,50	3.494.051	62,64	1,60
1993	1.014.537	26,92	3,72	1.994.219	49,58	2,02	3.008.756	38,61	2,59
1994	3.337.210	53,26	1,88	2.499.781	46,38	2,16	5.836.991	50,08	2,00
1995	1.726.825	35,41	2,82	2.329.796	36,44	2,74	4.056.621	35,99	2,78

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

de antigüedad. Efectivamente, al consolidar el derecho a deducir el 14,27 por 100 de la plusvalía por cada año de mantenimiento de la inversión que a tal fecha exceda de dos, supone que las plusvalías que se generen en los años futuros imputables a estas inversiones también se verán beneficiadas de dicho coeficiente corrector, adicionalmente al descuento de la inflación, por lo que su régimen fiscal será sin duda más ventajoso que el de las nuevas inversiones. En esta situación, parece que el cambio de fondo, para estos ahorradores, estará especialmente desincentivado, por lo que la movilidad de las inversiones será menor.

— Derivado de lo anterior, podría pensarse que las nuevas inversiones de los partícipes que tenían ahorros en fondos a la fecha de entrada en vigor del RDL se dirigirán hacia fondos distintos a aquéllos en los que tuviesen inversiones previas. De esta forma evitarían perder la ventaja fiscal consolidada en tales fondos, mediante la aplicación del criterio FIFO a sus reembolsos.

— Para inversiones que a 31 de diciembre de 1996 tengan una antigüedad de entre uno y dos años el régimen transitorio aplicable podría aconsejar la venta de estas participaciones en fondos durante 1996, puesto que tributarían al tipo máximo del 20 por 100, frente a una tributación al tipo medio del sujeto pasivo si se vendiesen durante 1997 antes de que su antigüedad superase los dos años desde la fecha de adquisición.

b) *Comparación con otros activos*

Teniendo en cuenta que el grueso de la inversión en fondos se materializa en aquéllos cuya política inversora es de renta fija o renta fija mixta, se ha efectuado una comparación de los rendimientos después de impuestos obtenidos a través de un fondo de inversión de renta fija, con los que podrían haberse obtenido a través de otras alternativas de inversión similares (letras del Tesoro). No obstante, hay que decir que, desde una perspectiva a más largo plazo, los fondos que invierten en renta variable serían sustitutivos de los que se dirigen a renta fija, e incluso podría analizarse la rentabilidad obtenida por otras inversiones alternativas.

A efectos de poder realizar la comparación entre ambos activos, se ha supuesto una rentabilidad del 9,5 por 100 para las letras del Tesoro y del 8 por 100 para los fondos de inversión, estando el diferencial de rentabilidad justificado por los gastos que se repercuten a los fondos. Si el objetivo fuese analizar cuál es el régimen tributario más ventajoso, el análisis debería partir del supuesto de idénticas rentabilidades para todos los activos. Sin embargo, nuestro objetivo es el de comparar la rentabilidad neta de impuestos que obtendría un inversor entre los activos existentes, por lo que se deben utilizar supuestos sobre sus rendimientos que se ajusten lo

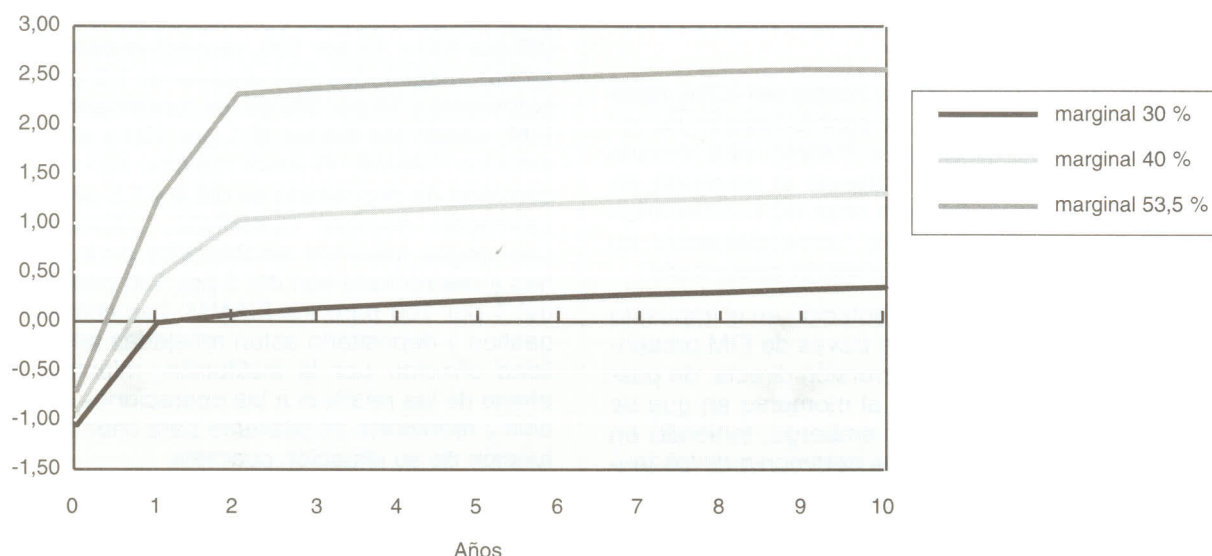
más posible a lo observado en la práctica. Para cada tipo impositivo marginal analizado, se entiende que el inversor está situado en el límite inferior de la escala de gravamen, a efectos de considerar los tipos medios resultantes para la tributación de las plusvalías. Además, se ha supuesto que las letras vencen en diciembre y que ésta es la fecha de liquidación del impuesto. También se ha supuesto que el inversor tiene otros rendimientos de capital mobiliario adicionales a los de las letras, por lo que la exención de 25.000 pesetas prevista en la legislación se aplica a tales rendimientos y no a las letras. A efectos de descontar la inflación en la estimación de las plusvalías, se ha estimado una tasa del 2 por 100 anual cuando la inversión permanece más de un año. Destacar finalmente que el análisis se ha efectuado para un fondo de capitalización, esto es, que no distribuye resultados, situación que, al margen de ser la que se da en más del 99 por 100 de los fondos, es la que lleva aparejado un régimen fiscal más ventajoso.

Se ha efectuado la comparación para una inversión inicial de un millón y tres niveles de renta distintos, identificados a partir del tipo marginal: marginal del 30 por 100 (base imponible de 2,7 millones anuales), marginal del 40 por 100 (base imponible de 5,5 millones anuales) y marginales del 53,5 por 100 (base imponible de 8,9 millones anuales). La variable utilizada para comparar ha sido la rentabilidad neta (expresada en TAE) que se obtendría después de impuestos. En el gráfico 3 se recogen los resultados de los cálculos. Para cada marginal se ha reflejado el diferencial entre la TAE obtenida en el fondo y mediante la inversión en letras, con los supuestos enunciados. Como principales conclusiones pueden citarse las siguientes:

a) Cuando el período de permanencia supera el año siempre resultaría más atractiva la inversión a través de un fondo. Lo cual implica que la tributación al tipo medio durante el segundo año de los incrementos de patrimonio resulta suficiente para compensar la eventual obtención de tasas de rentabilidad superiores en otros activos. Debe recordarse que el análisis se ha efectuado partiendo de la hipótesis de que la rentabilidad obtenida por la inversión alternativa era superior a la obtenida por los fondos (9,5 por 100 frente a 8 por 100). Bajo el supuesto de unos rendimientos equivalentes el atractivo de los fondos aumentaría.

b) El diferencial de rentabilidad neta de impuestos a favor del fondo a partir del segundo año aumenta a medida que se incrementa el tipo marginal del sujeto pasivo, lo cual implica que la progresividad del impuesto es menor para los incrementos de patrimonio que para los rendimientos de capital mobiliario. De hecho, para las plusvalías obtenidas en fondos de inversión no existe progresividad a partir del segundo año, puesto que el único elemento del impuesto que podría introducirla (la exención de las

GRÁFICO 3
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD NETA DE IMPUESTOS:
TAE FONDO MENOS TAE LETRAS
(Porcentaje)



primeras 200.000 pesetas de plusvalía) no les resulta de aplicación.

Debe destacarse que en el caso analizado, se ha partido de que el reembolso de la inversión se producía en su integridad en un mismo año. No obstante, hay que señalar que tal planteamiento no tiene por qué corresponder necesariamente a la situación general de los partícipes de fondos. Un análisis alternativo consistiría en comparar la situación resultante de realizar una única inversión con retiradas anuales de importes equivalentes a los rendimientos de la inversión. Así se recogería la situación de los ahorradores que desean disponer de una renta periódica en su inversión. No es difícil adivinar que en un supuesto como el citado el patrimonio final en el fondo de inversión sería superior al de la inversión alternativa. Hay que destacar que en el fondo se estaría rescatando periódicamente una parte de la inversión, por lo que no se tributaría por la totalidad de los rendimientos de la inversión, sino solamente por la parte de éstos imputable a las participaciones reembolsadas.

Finalmente, debe destacarse que, al margen del atractivo en términos de rentabilidad financiero-fiscal, los fondos de inversión incorporan otras características que constituyen un valor añadido para los inversores: facilidad operativa, elevada liquidez de sus participaciones, transparencia del producto (tanto por lo que se refiere a la información facilitada al inversor, como por la inexistencia de matizaciones a la rentabilidad obtenida, tales como tramos no

remunerados, comisiones por apuntes o de mantenimiento, etc.), gestión profesional de la inversión, posibilidad de invertir pequeñas cantidades, etcétera.

B) *Inversores personas jurídicas*

El régimen que afecta a la tributación de los rendimientos obtenidos como resultado de la inversión en instituciones de inversión colectiva por personas jurídicas, también ha sido recientemente modificado con la publicación de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades. El régimen desarrollado prevé (artículos 72.2 y 73) la integración en la base imponible del sujeto pasivo las rentas obtenidas en la transmisión de participaciones, los dividendos distribuidos por la institución y las rentas contabilizadas por el sujeto pasivo derivadas de las acciones o participaciones de las IIC.

Teniendo en cuenta la existencia de una Resolución del ICAC obligando a la contabilización anual de los resultados derivados del incremento de valor de las participaciones de los FIAMM, una consecuencia de lo previsto en la nueva Ley del Impuesto de Sociedades es la discriminación entre FIM, cuyos rendimientos tributarían en el momento de la desinversión, y los obtenidos en FIAMM, que tributan anualmente. Al respecto, debe destacarse que la regulación actual de IIC permite a un FIM seguir la misma política de inversión que la obligatoria para los FIAMM, por lo que no parece aventurado supo-

ner que, como consecuencia de la entrada en vigor de la citada Ley, se produzca un desplazamiento de partícipes que sean personas jurídicas desde FIAMM a FIM con idéntica vocación inversora. No se dispone de información estadística relativa a la naturaleza de los partícipes en fondos de inversión (personas físicas o jurídicas), por lo que no podemos realizar una estimación de este trasvase inducido.

Teniendo en cuenta que la norma del ICAC hace alusión exclusivamente a la contabilización de resultados no materializados en FIAMM, esta fórmula de tributación estaría penalizando la inversión en entidades españolas frente a otras IIC comunitarias con igual vocación inversora, comercializadas en nuestro país en virtud del pasaporte comunitario.

Por lo que respecta a la tributación en el impuesto de sociedades, la inversión a través de FIM presentaría la ventaja, frente a la inversión directa, de posponer el pago del impuesto al momento en que se produzca el reembolso. Sin embargo, teniendo en cuenta la elevada rotación del patrimonio de los fondos (cuadro núm. 7) no parece que el efecto de dicho diferimiento sea muy acusado. Adicionalmente, cabría sostener que el ahorro de las empresas materializado en fondos, sería especialmente transitorio (inversión de puntas de tesorería), aunque, como queda dicho, no dispongamos de información estadística para la contrastación de tal hipótesis.

No se debe terminar este apartado respecto a la tributación de las personas jurídicas, sin indicar que la interpretación que aquí se ha hecho está siendo muy discutida, existiendo diferentes interpretaciones al respecto, afirmando incluso alguna de ellas que la norma del ICAC no tiene por qué ser cumplida.

III. COSTES TOTALES REPERCUTIDOS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Cuando hemos estudiado la rentabilidad obtenida por los gestores de fondos a las carteras que administran hemos desligado dicho análisis de los gastos que repercuten por sus servicios. En este apartado nos vamos a centrar en tal aspecto. En primer lugar, efectuaremos una exposición general sobre los costes que soporta un partícipe cuando invierte en un fondo y los servicios a que corresponden. En segundo lugar, realizaremos una estimación para el caso español e intentaremos averiguar si existen economías de escala en la gestión y administración de las IIC y si eventualmente revierten a los partícipes.

1. Aspectos generales

La legislación española prevé cuatro tipos de comisiones a soportar por los partícipes de los fondos:

gestión, depósito, suscripción y reembolso. Adicionalmente, permite el establecimiento de descuentos a favor del fondo en los reembolsos. En cada caso se establecen unos límites máximos distinguiendo entre FIM y FIAMM. La comisión de gestión puede calcularse sobre el patrimonio administrado (en cuyo caso el límite es del 2,5 por 100 para los FIM y del 1,5 por 100 para FIAMM), sobre los resultados (20 por 100 y 15 por 100, respectivamente) o sobre ambas magnitudes (sin superar el 1,5 por 100 del patrimonio y 10 por 100 de los rendimientos para los FIM, siendo los límites el 1 por 100 y el 5 por 100 para los FIAMM). El límite máximo en concepto de comisión de depositario es del 4 y 1,5 por 1.000 del patrimonio nominal custodiado, respectivamente. Los cargos máximos establecidos para suscripciones y reembolsos son del 5 por 100 para los FIM y del 1 por 100 para los FIAMM. Las comisiones de gestión y depositario están reflejadas en la rentabilidad ofrecida por la institución, mientras que el efecto de las relativas a las operaciones de suscripción y reembolso es diferente para cada inversor en función de su situación concreta.

Adicionalmente a estas comisiones, las gestoras pueden repercutir a los fondos determinados gastos necesarios para el desarrollo de su actividad, tales como tasas por permanencia en los registros, gastos de auditoría, impuestos y gastos de publicación de su valor liquidativo en una Bolsa. Al igual que ocurre para las comisiones de gestión y depósito, el efecto de estos gastos se refleja directamente en la rentabilidad ofrecida por los fondos.

Por último, cabría destacar la existencia de otros costes ocultos, esto es, soportados por los fondos aunque no repercutidos en su cuenta de resultados, pero cuyo efecto se traduce en la obtención de una menor rentabilidad. En esta categoría se incluirían las comisiones de intermediación, pues, como ya se ha comentado, según la normativa contable de IIC, deben reflejarse como un mayor precio de adquisición, por lo que resulta imposible su cuantificación de manera separada. También podría considerarse como un coste oculto de la inversión a través de fondos la obtención de unas rentabilidades en la inversión de los activos inferiores a las que podrían conseguirse mediante la inversión directa en el mercado en el supuesto de que esta situación se produjera en la práctica. Sin embargo, los datos no apoyan la evidencia de tal práctica al menos a nivel global del sector.

El conjunto de comisiones, gastos y costes indirectos que acabamos de identificar constituyen el precio que un partícipe debe pagar por invertir en un fondo de inversión. En otras palabras, el precio de un fondo sería el importe que debe pagar el inversor para tener derecho a adquirir y conservar una participación del fondo. El análisis de este precio resulta importante, en primer lugar, por su incidencia en la rentabilidad de la institución (tanto mayor cuanto más pese la renta fija a corto plazo en la cartera de

la entidad, como ya se ha visto), y en segundo, porque su análisis debería permitir lanzar alguna respuesta a la pregunta que anteriormente hemos planteado en relación a si el coste repercutido por el servicio facilitado a los partícipes es el adecuado.

Al margen de la lectura, en cierta medida legalista, que hemos realizado sobre los componentes que se incluyen en el precio de un fondo puede realizarse una interpretación económica de los servicios que en cada caso se están remunerando a través de las comisiones citadas. En este sentido, podemos apuntar que dichas comisiones retribuyen básicamente tres conceptos: gestión de la cartera, realización de labores administrativas y distribución del producto. Aunque, como se verá más adelante, la cuantificación de cada uno de dichos componentes no siempre es posible, a nivel teórico resulta aceptable tal desglose. La retribución por la gestión debería incluir el pago por la labor intelectual de las personas que tomen las decisiones de inversión/desinversión junto con la parte de la amortización de los medios técnicos que se destinen a esta finalidad. Por su parte, el componente de administración reflejaría la retribución a las labores de registro, contabilidad, emisión y suscripción de participaciones, etc. Finalmente, la parte correspondiente a la distribución sería el reflejo de la retribución a los vendedores de fondos y debería incluir los gastos de mantenimiento de la red de ventas y publicidad.

Cuando se intenta efectuar una correspondencia entre las comisiones previstas en la legislación, las realmente aplicadas y los servicios a que retribuyen, surgen algunas reflexiones significativas. Así, resulta auténticamente excepcional la aplicación de comisiones en las suscripciones, aunque recientemente algunos fondos con garantía externa las están incluyendo en sus folletos para desincentivar las suscripciones una vez finalizado el plazo de comercialización durante el cual se ofrece la garantía. Los fondos que aplican comisiones en los reembolsos las suelen diseñar como una medida para evitar operaciones especulativas de los inversores, por lo que sólo se aplican cuando la antigüedad de las participaciones reembolsadas es inferior a un plazo determinado, siendo raros los supuestos en que se aplican comisiones de reembolso a partir del año de permanencia de la inversión. Finalmente, puede destacarse que la mayor parte de las comisiones de gestión se definen sobre el patrimonio de la IIC (sin ligar la retribución del gestor a los rendimientos que obtenga de su labor) y una proporción muy importante de tales comisiones, cobradas en concepto de gestión, tienen por finalidad última retribuir a los comercializadores.

La circunstancia de que el coste de la distribución se repercuta junto con la comisión de gestión debe ser analizada con cierto detenimiento. El resultado de este sistema de cobro produce algunos efectos paradójicos, entre los que pueden destacarse los siguientes:

a) Al imputarse el coste de distribución al fondo en su conjunto, como un porcentaje del patrimonio en cada momento, no resulta posible tener en cuenta el canal de comercialización (red del grupo, red ajena o representantes) por el cual el inversor ha tenido acceso al fondo. En definitiva, todos los inversores soportarían en igual medida esta parte del precio cuando el coste del servicio no ha sido el mismo para cada uno de ellos. Según el medio de venta, la sociedad gestora retribuirá a cada comercializador de modo diferenciado, pero esa circunstancia no puede trasladarse a los partícipes en la aplicación de la comisión de gestión, por lo cual se produce, en la práctica, una redistribución de los costes entre ellos sin ninguna lógica económica.

b) Tampoco resulta posible la discriminación en función de las características concretas de cada inversor. En principio, podría parecer razonable que el precio de distribución repercutido, expresado en términos porcentuales, fuese menor cuanto mayor fuese el patrimonio aportado al fondo, ya que resulta evidente que el coste de la prestación de este servicio se reduce en función de dicha variable. La única posibilidad de recoger este efecto con el sistema actual de comisiones es la creación de varios fondos con distintas comisiones de gestión orientados a diferentes niveles de renta.

c) Puede apuntarse también que este sistema penaliza a los inversores más estables hasta niveles verdaderamente injustificados. Efectivamente, si una parte importante de la comisión de gestión (superior al 50 por 100, como se verá más adelante) está destinada a retribuir los gastos de distribución, resulta evidente que un inversor que realice una aportación al fondo y la mantenga durante un número elevado de años se verá afectado negativamente, durante todo ese período, por el coste de un servicio que sólo se le prestó en un momento puntual. Podría pensarse en un inversor que permanece quince años en un fondo cuya comisión de gestión es del 1,5 por 100 sobre el patrimonio y de la cual un 50 por 100 se destina a pagar a los distribuidores. Al final de su inversión habría soportado un coste por este concepto del 11,25 por 100 de su patrimonio medio durante dicho período.

Ante los problemas derivados del sistema de retribución a los comercializadores surgen inmediatamente dos interrogantes: ¿cómo pueden obviarse tales aspectos negativos? y ¿por qué no se siguen en la práctica otros sistemas alternativos? La respuesta a ambos está estrechamente relacionada.

Una alternativa que permitiera repercutir individualmente a cada inversor el coste de la distribución, en función de su situación concreta (canal de comercialización por el que haya tenido acceso al fondo, volumen de su aportación, etc.), y que no penalizara a los inversores más estables sería el cobro de comisiones de suscripción cuando se realizaran aportaciones. Este sistema parece más lógico y per-

mitiría un trato más justo a cada inversor (no se penalizaría a los más estables). Adicionalmente, podría contribuir a la estabilidad de las inversiones en los fondos en la medida en que el partícipe sería consciente de que cuanto más tiempo mantenga su ahorro, menos efecto tendría sobre su rentabilidad la repercusión de los costes de distribución. Sin embargo, también tendría algún efecto poco deseable, ya que las rentabilidades ofrecidas por los fondos no incluirían esta parte de su precio.

Las razones por las que no se aplica en la práctica son evidentes. Los problemas comerciales con que se encontraría un promotor individual que pretendiese implantar este sistema de cobro de los servicios de distribución resultan obvios, sobre todo cuando ninguno de sus competidores realiza esta práctica, como es el caso del mercado español. Sin embargo, podría resultar oportuno realizar una evaluación de sus ventajas e inconvenientes y tratar de transmitir ambos aspectos a los potenciales inversores.

Un análisis de las prácticas en otros mercados, respecto a este tema, puede resultar significativo. Zurstrassen (1993) identifica dos modelos a escala europea por lo que se refiere a la repercusión de los precios de distribución de fondos. De una parte, estaría el modelo anglosajón, en el cual las entidades que realizan la gestión y la comercialización de IIC son totalmente independientes. El distribuidor únicamente se beneficia de la comisión de suscripción inicial sin recibir posteriormente comisiones de mantenimiento. Las comisiones de entrada dependen del medio de venta, agentes propios, agentes individuales o *mailing*. De otra, el modelo continental, donde el comercializador y el gestor pertenecen, en la mayoría de las ocasiones, al mismo grupo, por lo que el cobro de comisiones de suscripción se relaja, en tanto que la comisión de gestión retribuye, en parte, los costes de venta. No obstante, la situación varía de un país a otro y según el tipo de activos en que invierta el fondo. Por ejemplo, en Francia, la media de comisiones de entrada se situaría en torno al 0,5 por 100, mientras que en Alemania oscilaría entre el 1 por 100 para fondos a corto plazo y hasta el 2 o el 3 por 100 en fondos de acciones. El modelo del mercado español sería, según esto, el caso extremo del modelo continental.

2. Precio total cobrado por la inversión en fondos españoles

La cuantificación de todos los gastos repercutidos a quienes invierten en fondos de inversión españoles sólo puede realizarse si se ponen en relación las cuentas de resultados de las entidades gestoras (donde se encuentra la información relativa al pago de comisiones de distribución y de ingresos por comisiones de suscripción y reembolso) con las de los propios fondos. Esta circunstancia impide el análisis separado de los FIM y los FIAMM, puesto que las

cuentas de las sociedades gestoras no incorporan este desglose. Otros problemas ya comentados de esta cuantificación serían la imposibilidad de distinguir entre el coste de los servicios de gestión y el de administración, así como la ausencia de información relativa a las comisiones de intermediación soportadas por los fondos.

A pesar de tales limitaciones, entendemos que resulta interesante realizar un análisis con los datos disponibles. Para ello, se ha elaborado el cuadro número 8, el cual recoge la evolución durante el período 1992-1995 de todos los gastos cargados a los partícipes de FIM y FIAMM junto con el porcentaje que representan, para cada uno de dichos años, sobre el patrimonio medio diario de los fondos. El importe recogido como comisión de gestión excluye la parte de dicho concepto que posteriormente las sociedades gestoras trasladan a los comercializadores y que, lógicamente, se ha incluido como gastos de comercialización. Las principales conclusiones que pueden obtenerse serían:

a) El peso de los gastos repercutidos a los inversores ha disminuido ligeramente en el período analizado después de algunos incrementos en los ejercicios 1993 y 1994, ninguno de los cuales podría calificarse como significativo.

b) Más relevante sería el hecho de que los costes de distribución representen, en 1995, más del 50 por 100 del precio total por invertir en fondos después de ir aumentando su peso relativo durante todos los años analizados (su incremento ha sido, en términos porcentuales, del 13,33 por 100). Teniendo en cuenta la permanencia media de los partícipes, estimada más arriba en torno a 2,78 años, puede realizarse una estimación global sobre el porcentaje que suponen, en media, al final de la inversión, los costes de comercialización. Bastaría con multiplicar el porcentaje que tales gastos representan sobre el patrimonio medio (0,83 por 100 para 1995) por el número años que se mantiene, como media, la inversión en los fondos. Así, se obtiene que el precio por distribución medio soportado por los partícipes estaría en torno al 2,31 por 100. Deben destacarse las simplificaciones utilizadas para alcanzar este dato, y su carácter meramente orientativo, toda vez que, como ya se ha señalado, su efecto para cada inversor se incrementará a medida que aumente el número de años que mantenga sus ahorros en el fondo, situación bastante ilógica por otra parte. En cualquier caso, resulta interesante, a la hora de valorar el sistema adecuado para el cobro de los gastos de distribución a que antes aludíamos, que los inversores tengan información sobre el importe de los que actualmente están soportando por la vía de unas menores rentabilidades.

c) Puede señalarse el reducido efecto producido por las comisiones de suscripción y reembolso. Durante 1994 fue el año en que más se notó su efecto como consecuencia de los reembolsos masi-

CUADRO NÚM. 8
EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS SOPORTADOS POR LOS PARTICIPES
DE FONDOS DE INVERSIÓN

	Año 1992			Año 1993			Año 1994			Año 1995		
	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total
Total gastos soportados	92.219	1,65	100	131.201	1,68	100	201.052	1,72	100	181.186	1,62	100
<i>Gastos distribución</i>	41.855	0,75	45,39	61.777	0,79	47,09	103.213	0,89	51,34	94.909	0,85	52,38
– C. comercialización	40.796	0,73	44,24	60.267	0,77	45,93	99.773	0,86	49,63	93.122	0,83	51,39
– C. suscripción/reemb. ...	1.059	0,02	1,15	1.510	0,02	1,16	3.440	0,03	1,71	1.787	0,02	0,99
<i>Gastos gestión-administración</i>	50.364	0,90	54,61	69.424	0,89	52,91	97.839	0,84	48,66	86.277	0,77	47,62
– C. gestión	41.000	0,74	44,46	52.571	0,67	40,07	73.415	0,63	36,52	66.488	0,59	36,70
– C. depositario	5.692	0,10	6,17	10.710	0,14	8,16	17.098	0,15	8,50	15.513	0,14	8,56
– Otros gastos explotac. ..	3.672	0,07	3,98	6.143	0,08	4,68	7.326	0,06	3,64	4.276	0,04	2,36

(*) Sobre el patrimonio medio diario.

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

vos a raíz de las negativas rentabilidades obtenidas, aunque su impacto fue, en todo caso, reducido (el 0,03 por 100 del patrimonio).

d) Por lo que se refiere a los gastos de gestión y administración, su peso porcentual se ha reducido en un 14,44 por 100 a lo largo de los cuatro años analizados, fundamentalmente por el descenso del 20,27 por 100 en el coste atribuible a las comisiones de gestión, que han más que compensado el aumento de las comisiones del depositario. El peso imputable a la gestión sobre las comisiones cargadas en concepto de gestión ha descendido desde el 50,34 por 100 en 1992 hasta el 41,55 por 100 en 1995. Así pues, de cada peseta pagada por los partícipes durante 1995 en concepto de comisión de gestión, 0,58 pesetas se han destinado a retribuir a los distribuidores. Esto da una idea de la importancia de reflexionar sobre lo adecuado del sistema de repercusión del coste del servicio de venta a que hemos aludido anteriormente.

Pudiera resultar interesante analizar la estructura de los costes repercutidos al inversor en función de la naturaleza del grupo promotor del fondo. Para ello, hemos elaborado el cuadro núm. 9, donde se refleja esta información para el ejercicio 1995. Si se exceptúa el grupo de Otros, cuyo análisis puede resultar errático por la diferente tipología de las entidades en él integradas (compañías de seguros, cooperativas de crédito e independientes), los resultados más significativos serían los siguientes:

a) A nivel global, los fondos con menores gastos para los partícipes serían los promovidos por bancos (1,58 por 100 anual sobre su patrimonio medio) seguidos por los de cajas (1,68 por 100), siendo los de mayores costes los de sociedades y agencias de valores. Este es un comentario general que, lógicamente, no impide que dentro de cada uno de tales grupos existan fondos más o menos costosos que la media.

b) La distribución más cara sería la realizada por el grupo de cajas (1,02 por 100), siendo la más barata la realizada por bancos (0,74 por 100). No obstante, hemos de destacar que las consideraciones relativas al reparto de los costes repercutidos dependen en gran medida de hasta qué punto las relaciones entre las entidades gestoras y sus matrices se hayan articulado según criterios económicos objetivos, puesto que no resulta descartable la existencia de grupos que no repercutan todo el coste del servicio de venta a sus entidades gestoras, ya que finalmente recibirán el pago de tal servicio mediante unos mayores dividendos generados por sus empresas filiales.

c) Por lo que se refiere a los costes de gestión/administración, el grupo que menores costes repercute a sus inversores es el de cajas seguido por el de sociedades y agencias, siendo los fondos incluidos en grupos bancarios los que mayor importe imputan por este concepto.

3. Evolución de las comisiones de gestión

En este epígrafe nos vamos a referir a las comisiones establecidas en los reglamentos de los fondos, por lo que las comisiones de gestión que analizamos incluyen el total repercutido por las gestoras a los fondos por este concepto, con independencia de que posteriormente se destinen a retribuir a los comercializadores o a la gestión/administración. Aclarado esto, puede afirmarse que la comisión de gestión supone el principal componente del precio que soporta el inversor en fondos, como es lógico que sea. El cuadro núm. 10 incluye la evolución de las comisiones de gestión durante los años 1991 a 1995, distinguiendo por tipo de fondos en función de su política de inversión. Las comisiones individuales se han ponderado por el patrimonio de cada entidad a fin del ejercicio co-

CUADRO NÚM. 9
GASTOS SOPORTADOS POR LOS PARTICIPES DURANTE 1995,
SEGÚN EL GRUPO PROMOTOR

	Bancos			Cajas			SAV			Otros			Total		
	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total	Importe	Porcentaje (*)	Porcentaje total
Total gastos soportados	108.425	1,58	100,00	55.168	1,68	100,00	9.224	1,74	100,00	8.369	1,44	100,00	181.186	1,62	100,00
Gastos distribución	51.879	0,76	47,85	33.704	1,03	61,09	4.890	0,92	53,01	4.436	0,77	53,00	94.909	0,85	52,38
- C. comercialización ..	50.578	0,74	46,65	33.391	1,02	60,53	4.811	0,91	52,16	4.342	0,75	51,88	93.122	0,83	51,39
- C. suscrip./reemb.	1.301	0,02	1,20	313	0,01	0,56	79	0,01	0,85	94	0,02	1,12	1.787	0,02	0,99
Gastos gestión-administración	56.546	0,82	52,15	21.464	0,65	38,91	4.334	0,81	46,98	3.933	0,68	47,00	86.277	0,77	47,62
- C. gestión	44.913	0,65	41,42	15.334	0,47	27,80	3.308	0,62	35,86	2.933	0,51	35,05	66.488	0,59	36,70
- C. depositario	9.359	0,14	8,63	4.726	0,14	8,57	655	0,12	7,10	773	0,13	9,24	15.513	0,14	8,56
- Otros gastos explotación	2.274	0,03	2,10	1.404	0,04	2,54	371	0,07	4,02	227	0,04	2,71	4.276	0,04	2,36

(*) Sobre el patrimonio medio diario.

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

respondiente con la intención de dar una imagen más realista de su importe.

En primer lugar, puede señalarse que en todos los casos las comisiones de gestión de los FIAMM son inferiores a las existentes para los FIM y que, dentro de éstos, la comisión aumenta a medida que se incrementa el peso de la renta variable en cartera (con la única excepción de los FIM de RFM durante 1992, cuya comisión de gestión fue inferior a la de fondos de RF). Esto es lógico desde el punto de vista de la dificultad que incorpora la labor desarrollada. En principio, la gestión de la cartera de un FIAMM debe resultar menos costosa que la de un FIM de renta fija a más largo plazo (aunque no todos los FIM de RF tienen duraciones superiores a las de los FIAMM, a nivel conjunto su duración sí supera a la de éstos). Por otra parte, el grado de valor añadido por la gestión se incrementa en función del peso de las acciones en la cartera de la IIC (también por el aumento del peso de los activos denominados en divisas).

En cuanto a la evolución durante estos años, puede destacarse una relativa estabilidad con un ligero repunte en el año 1993. Esto permite afirmar que no se aprecian, a nivel global, prácticas tendentes a obtener beneficios como consecuencia de la cautividad fiscal de los partícipes. Ello no implica que no se hayan producido modificaciones a nivel individual en las comisiones de gestión de algunos fondos. El cuadro núm. 11 recoge el número de fondos que a final de cada año arrojan unas comisiones por este concepto superiores o inferiores a la que tenían a final del ejercicio precedente.

Para los FIM, se aprecia cierto dinamismo desde este punto de vista. Durante el período reflejado ha ido disminuyendo progresivamente el porcentaje de fondos que modifican sus comisiones (cerca del 11 por 100 en 1992, frente al 5 por 100 en 1995). Sin que puedan establecerse conclusiones determinantes al respecto, parece que en los años de peores rentabilidades (1992 y 1994) prevalecen las reducciones en las comisiones, en tanto que 1993 fue el

CUADRO NÚM. 10
EVOLUCIÓN DE COMISIONES DE GESTIÓN (*)

	1991	1992	1993	1994	1995
RF	1,53	1,58	1,60	1,58	1,53
RFM	1,58	1,46	1,71	1,63	1,62
RVM	2,21	2,17	2,02	1,89	1,89
RV	2,04	2,10	2,10	2,13	2,08
Total FIM	1,56	1,58	1,65	1,63	1,58
FIAMM	1,27	1,29	1,30	1,24	1,26
Total sector	1,41	1,43	1,43	1,42	1,40

(*) Ponderadas por patrimonio a final de año.

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

CUADRO NÚM. 11
VARIACIONES EN LA COMISIÓN DE GESTIÓN

Años	FIM		FIAMM	
	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Disminuye
1992	14	26	7	4
1993	30	11	10	1
1994	11	28	2	1
1995	14	20	1	5

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

único año en que fueron más los FIM que aumentaron sus gastos de gestión que aquellos en los que se produjo la situación contraria. Para los FIAMM, se aprecia un comportamiento similar por lo que respecta a la reducción porcentual de aquellos que modifican sus comisiones de gestión (el 10,3 por 100 en 1992 y sólo el 3,8 por 100 en 1995). Por contra, excepto en 1995, siempre han predominado los aumentos de comisiones frente a los descensos.

Un ejercicio interesante sería la estimación de la relación existente entre el total de costes soportados por los fondos (señalados en el epígrafe precedente) y las comisiones de gestión informadas. Efectivamente, puede sostenerse que la información relevante para el inversor no es tanto el conocimiento de las comisiones de gestión que tiene el fondo como el total de gastos que comporta su inversión en el mismo. Un estudio realizado para los mercados luxemburgués, irlandés y de las islas anglo-normandas concluye que «es necesario multiplicar en promedio por 1,9 las comisiones de gestión aplicables para calcular los costes totales de los fondos». La situación para el conjunto de los fondos españoles dista mucho de llegar a tales niveles. Para obtener la *ratio* aludida basta con dividir la primera línea del cuadro núm. 8 (total gastos soportados) entre la última del cuadro núm. 10 (comisiones de gestión medias) para cada ejercicio. El mayor valor de dicha *ratio* se alcanzó en 1994, donde el total de gastos supuso una 1,21 veces la comisión de gestión.

4. Economías de escala

Desde un punto de vista teórico, parece innegable la existencia de economías de escala en la gestión de fondos de inversión en la medida en que existen costes cuasi fijos y otros cuya repercusión disminuye notablemente según aumenta el patrimonio administrado. Al margen de este argumento teórico, en nuestro artículo relativo a las entidades gestoras de fondos, que aparece en este mismo número, se constata en la práctica la existencia de tales economías de escala. Por ello, resulta de interés analizar a quién benefician tales economías de escala. Si los fondos accediesen a tales beneficios, podría esperarse una reducción de las comisiones

repercutidas a medida que aumentase su tamaño, por lo que serían los partícipes quienes, en última instancia, se estarían beneficiando, al menos en parte, de sus efectos positivos. Si no se constataste este hecho, ello podría indicar que las entidades gestoras se estarían reservando para sí mismas las ganancias de productividad derivadas del tamaño de las IIC.

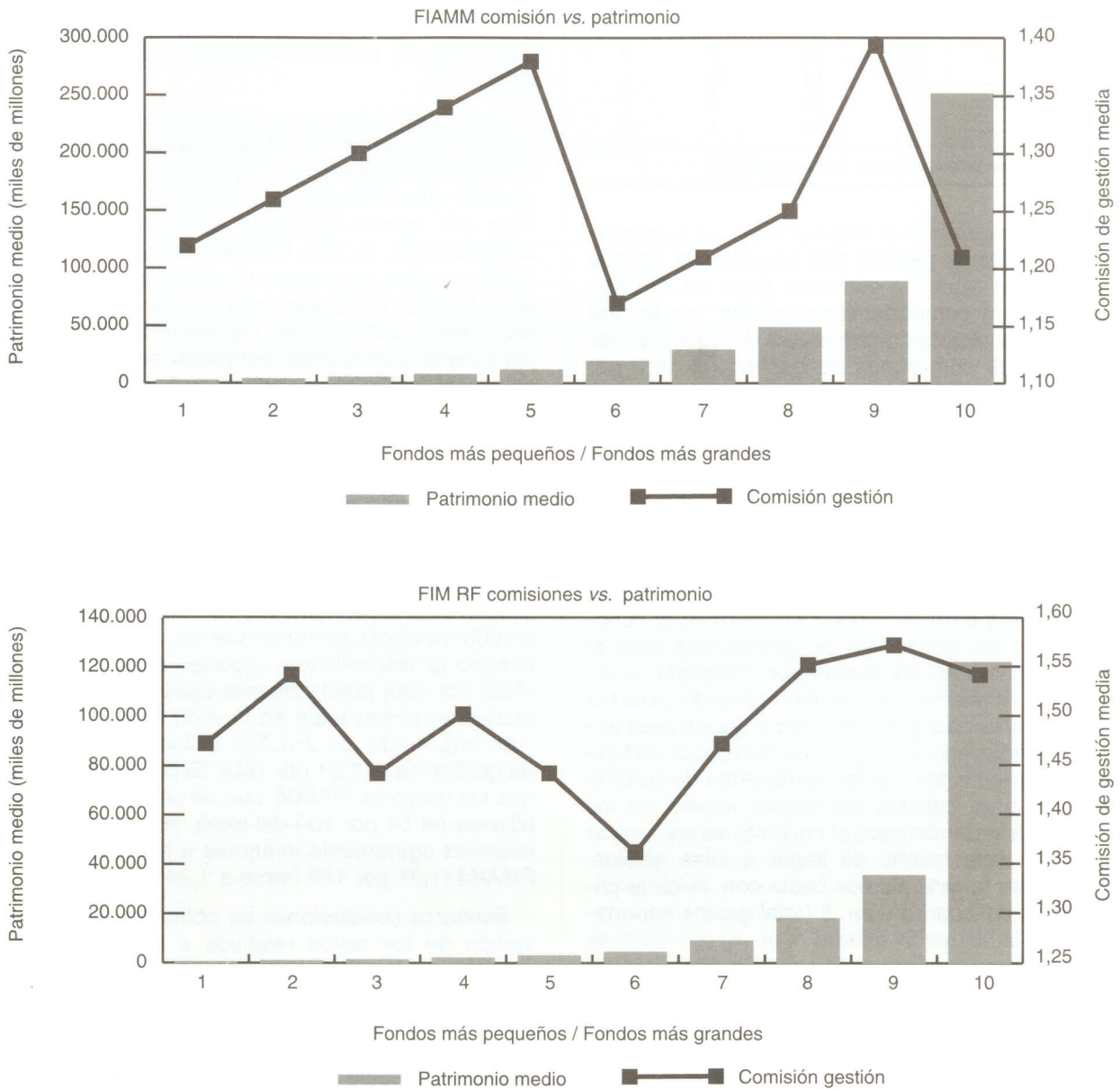
En este epígrafe nos centramos en la repercusión de las economías de escala existentes sobre los partícipes, dejando para otro artículo de este mismo número sus efectos sobre las entidades gestoras. Para ello, hemos agrupado los fondos, en función de su tamaño, en diez tramos y calculado las comisiones medias de gestión ponderadas por patrimonio al final de 1995 para cada uno de dichos tramos. Nos hemos centrado en los FIAMM y FIM de RF para evitar distorsiones derivadas del distinto nivel de complicación de la gestión en función de los activos en que inviertan los fondos. Los resultados se han agrupado en el gráfico 4.

Se aprecia claramente la ausencia de vinculación entre el tamaño de los fondos y las comisiones de gestión que se les repercuten. Para los FIAMM, el decil con mayores comisiones de gestión resulta ser el segundo en tamaño medio (los fondos en él incluidos alcanzan un patrimonio medio superior a los 80.000 millones), en tanto que los fondos de menor tamaño (2.186 millones) soportan unas comisiones (1,22 por 100) prácticamente equivalentes a los situados en primer lugar en función de su patrimonio (con una media de 251.349 millones, su comisión de gestión es el 1,21 por 100). Sí podría destacarse que los mayores FIAMM, con un patrimonio de 3,77 billones (el 54 por 100 del total), soportan unas comisiones ligeramente inferiores a la media del total FIAMM (1,21 por 100 frente a 1,24 por 100).

Similares conclusiones se obtienen de la observación de los datos relativos a los FIM de RF, siendo en este caso más notoria aún la inexistencia de economías de escala en las comisiones repercutidas a los fondos según su tamaño, puesto que resultan ser, precisamente, los tres grupos de mayor patrimonio medio los que mayores comisiones soportan. Para este grupo, los de menores costes por este concepto serían aquellos cuyo patrimonio medio es 4.457 millones, con un 1,36 por 100.

Parece claro que, en general, los inversores no consiguen costes inferiores cuando invierten en fondos de mayor tamaño, incluso podría producirse el efecto contrario en algunos supuestos (caso de los FIM de renta fija). Existen dos motivos que podrían justificar esta situación. En primer lugar, que sean las entidades gestoras quienes se estén beneficiando de manera exclusiva de las economías de escala. En segundo lugar, también podría estar produciéndose una mutualización de costes. Efectivamente, pudiera resultar que las entidades que ges-

GRÁFICO 4
COMISIONES DE GESTIÓN



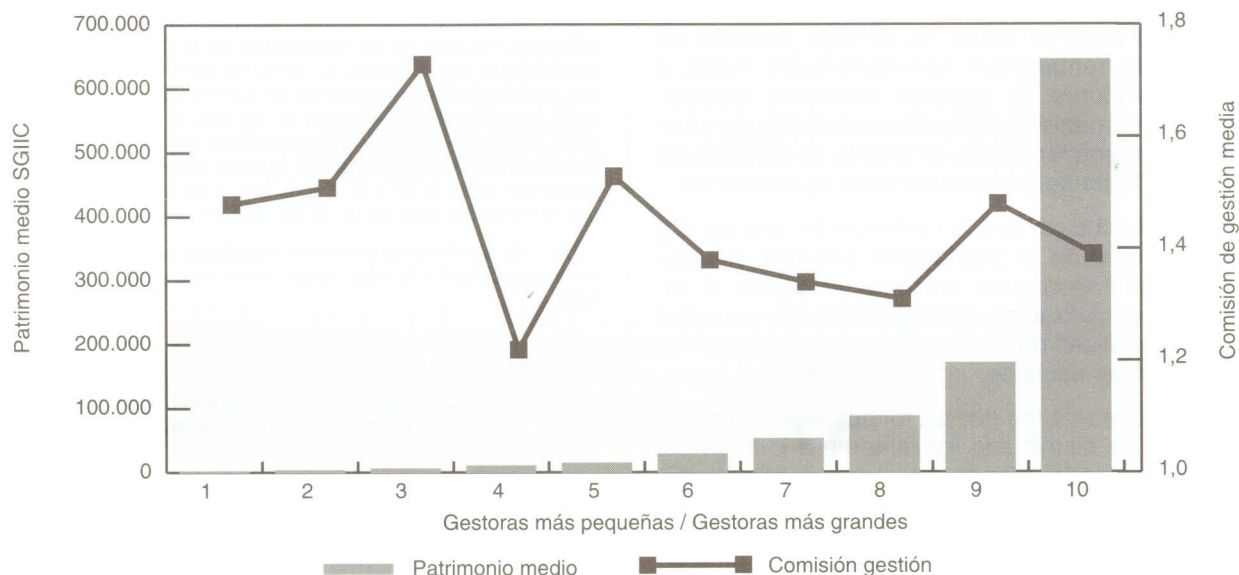
tionan gran número de fondos repercutan de manera proporcional al patrimonio de cada fondo los costes de gestión ante la dificultad de una imputación más afinada. Con ello estarían diluyendo el efecto tamaño, puesto que sus fondos pequeños tendrían comisiones equivalentes a sus fondos mayores.

Si se estuviese produciendo en la realidad la situación apuntada en segundo lugar, habría que buscar las economías de escala para el inversor no tanto en función del patrimonio de cada fondo, sino en relación al volumen administrado en total por la gestora de dicho fondo. En un intento de tratar de constatar si en el mercado español se produce esta

circunstancia, hemos repetido el mismo análisis a nivel de gestora. Es decir, hemos calculado las comisiones de gestión medias de cada sociedad gestora ponderadas por el patrimonio de todos los fondos que administra y a continuación hemos tratado de ver si son las gestoras de mayor volumen las que repercuten, en conjunto, unos gastos menores, lo cual sería indicativo de que los partícipes sí tendrían acceso, aunque de forma un tanto difusa, a los beneficios del efecto tamaño en la canalización de sus ahorros hacia las entidades mayores.

El gráfico 5 refleja los resultados de este enfoque, siendo patente que tampoco desde esta óptica pue-

GRÁFICO 5
PATRIMONIO POR GESTORA VS. COMISIONES



den apreciarse indicios de que los partícipes estén obteniendo las ventajas derivadas de la reducción de costes cuando aumenta el patrimonio administrado. Antes al contrario, destaca la escasa dispersión existente en las comisiones repercutidas a pesar de las enormes diferencias en cuanto al patrimonio administrado. De hecho, las comisiones cobradas por las gestoras de mayor tamaño coinciden con las medias del sector. Ello parece indicar que serían las entidades líderes las que fijan los precios y el resto del sector se adecuaría a tales precios. Dejamos en este punto el análisis, puesto que el comportamiento del sector lo abordaremos en otro artículo.

IV. CONCLUSIONES

El presente artículo no ha tratado de ser omni-compreensivo de los diferentes enfoques desde los que se pueden estudiar los temas tratados, si bien es de esperar que haya servido para arrojar alguna nueva luz sobre el análisis de los fondos de inversión. A modo de resumen, se puede concluir que:

1.º La rentabilidad sobre patrimonio medio de los FIM ha experimentado oscilaciones significativas a lo largo del período analizado, oscilaciones que han sido provocadas, sobre todo, por las variaciones de los precios de los activos, reflejo, a su vez, de los movimientos de los tipos de interés. En cuanto a los FIAMM, la evolución de su rentabilidad es reflejo de las variaciones de los tipos de interés a corto plazo.

2.º Existe un claro paralelismo entre las rentabilidades medias ponderadas obtenidas por los fondos y la *ratio* de rendimiento sobre patrimonio medio a la que se ha hecho referencia en el punto anterior.

3.º Si bien existen dudas sobre cuáles deben ser los puntos de referencia para comparar las rentabilidades obtenidas, el análisis realizado indica que no puede hablarse, en general, de gestión poco eficiente, teniendo los gastos repercutidos menor incidencia a medida que aumenta el nivel de riesgo y no observándose prácticas de gestión perjudiciales para los fondos.

4.º En cuanto a la persistencia de los resultados, se han obtenido conclusiones opuestas para los dos casos analizados: esta persistencia parece existir en lo referente a los FIAMM, pero no en los FIM de renta variable.

5.º Excepto en el extremo superior de rentabilidades de los FIM con un porcentaje muy fuerte de sus carteras en renta fija, no parece haber correlación entre rentabilidades positivas obtenidas en el pasado y captación de nuevas aportaciones, lo que denota otras influencias a la hora de elegir un fondo para invertir. Por el contrario, los partícipes sí tienden a ser más proclives a reembolsar cuando las rentabilidades son negativas.

6.º El tratamiento fiscal de los fondos tiene una incidencia decisiva en la rentabilidad final obtenida y en la aceptación del producto por parte de los inversores junto con sus propias características operativas. El nuevo régimen sobre plusvalías reciente-

mente aprobado podría suponer un aumento de la competitividad interna del sector, al haber disminuido los costes fiscales derivados del cambio de fondo, aunque continúa estando penalizado. Asimismo, supone una menor carga tributaria a corto plazo, excepto para niveles bajos de renta. Por contra, a largo plazo el sector ha perdido atractivo en términos de rentabilidad financiero-fiscal frente a sus competidores. El régimen transitorio establecido prima el mantenimiento de las inversiones existentes con carácter previo, e incluso la elección de fondos distintos para las posteriores aportaciones.

7.º El hecho de que la comisión de gestión englobe el coste de la distribución provoca algunas distorsiones importantes: no tiene en cuenta el canal de comercialización, no hace distinciones sobre las características de los inversores y penaliza a los partícipes más estables.

8.º El peso de los gastos totales repercutidos a los fondos ha disminuido ligeramente a lo largo del período analizado, siendo muy importante el porcentaje representado por los costes de distribución. Los gastos de gestión y administración han ido disminuyendo su importancia, no teniendo un gran efecto las comisiones de suscripción y reembolso.

9.º Los fondos promovidos por entidades bancarias son los que, en general, repercuten menores costes seguidos por los promovidos por cajas de ahorro y sociedades y agencias de valores.

10.º Referido específicamente a la comisión de gestión, cabe señalar que las de los FIAMM son inferiores a las de los FIM y que dentro de éstos aumenta a la par el porcentaje de renta variable en cartera, existiendo una relativa estabilidad en cuanto a su evolución en el período estudiado.

11.º No se aprecia vinculación entre el tamaño de los fondos y las comisiones de gestión que repercuten, ni entre éstas y el volumen total administrado por las respectivas sociedades gestoras, lo

cual indica que los partícipes no se benefician de las economías de escala que se producen.

NOTAS

(1) A efectos de este artículo, seguiremos los criterios de clasificación incluidos en las estadísticas de la CNMV. Esto es, se considerarán como fondos de renta fija (RF) aquellos cuya cartera se materialice íntegramente en activos de renta fija, fondos renta fija-mixta (RFM) aquellos en los que la renta fija suponga entre el 75 y el 100 por 100 de su cartera, fondos de renta variable-mixta (RVM) aquellos en los que los activos de renta fija representen entre el 30 y el 75 por 100, y renta variable (RV) los que no inviertan más de un 30 por 100 en activos de renta fija.

(2) Se ha considerado como volatilidad la desviación típica de la rentabilidad a lo largo de los cinco años para cada clase de fondo.

(3) Un repaso a las principales técnicas cuantitativas existentes al respecto puede encontrarse en GRINBLATT (1992).

(4) Un ejercicio similar realizado para el mercado norteamericano durante el período 1971-1990 puede consultarse en SIRRI y TUFANO (1993).

(5) Resolución de 27 de julio de 1992, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre criterios de contabilización de las participaciones de fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM).

REFERENCIAS

- ÁLVAREZ COBELAS, J. (1994), «Análisis de los fondos de inversión de renta fija en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9.422, Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- GRINBLATT, M. (1992), «Cómo evaluar a los gestores de carteras», *Análisis Financiero*, núm. 58, tercer cuatrimestre.
- SIRRI, E., y TUFANO, R. (1993), *Buying and selling mutual funds: Flows, performance, fees and services*, Harvard Business School, 93-017.
- TREYNORY, J., y MAZUY, K. (1992), «¿Pueden los fondos de inversión anticipar el mercado?», *Análisis Financiero*, núm. 58, tercer cuatrimestre.
- ZURSTRASSEN, P. (1993), «Quelle politique de prix pour un OPCVM européen?», *ALFI Year Book 1993*.