

CONSIDERACIONES SOBRE EL PRESENTE Y EL FUTURO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Juan Ramón Fernández de Larrinoa Lubiano

I. INTRODUCCIÓN

A nivel mundial, la importancia de los fondos de inversión suele estar relacionada con el grado de desarrollo económico alcanzado por los países, reflejado en la importancia de sus mercados de capitales, como representación de sus capacidades de ahorro y de inversión.

En España, los fondos de inversión que poseen ya cierta antigüedad, han pasado por distintas fases alcanzando en el momento actual un nivel a considerar como el de la madurez, pudiéndose dar paso si el futuro es abordado con cierta capacidad técnica y de recursos a la fase de pleno desarrollo y competir dentro de nuestro mercado con los productos provenientes del exterior: los instrumentos de gestión utilizados, los mercados sobre los que se invierte, la mixtura de elementos de inversión, crédito, seguro, etc., y en definitiva desde la respuesta de las gestoras y de sus redes de distribución en el asesoramiento e información ante los partícipes a fin de que alcancen con sus ahorros la globalidad de los mercados.

II. FASES DE DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) que inician su andadura basándose en la Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre Sociedades de Inversión Mobiliaria y en la Orden Ministerial de 5 de junio de 1964, tienen al principio un desarrollo centrado fundamentalmente en instituciones de inversión en renta variable, conformando una fase desde 1966 a 1974 (fase inicial) en la que el número de fondos pasa de tres a veintitrés, con unos activos que evolucionan desde 417 a 34.232 millones de pesetas, respectivamente.

Su espectacular aumento por aquel entonces, quedó paralizado ante la crisis bursátil que surgió de la crisis del petróleo y que supuso la congelación del producto-fondo hasta prácticamente el año

1986, en el que a tenor de las modificaciones legislativas se realizó una transformación total del sector con novedades tan importantes como la creación de los fondos de dinero. La Ley 46/1984, de 26 de diciembre reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, fueron los fundamentos en los que se inició la que podría denominarse *fase de lanzamiento* que alcanza hasta 1988.

En esta fase, los sectores bancarios y de cajas de ahorros comenzaron a realizar productos-cuentas financieras ligados a fondos que posibilitaban la capitalización de ahorros a altas tasas con un componente fiscal muy satisfactorio. La posibilidad de acudir a través de estos instrumentos a la inversión en renta variable quedaba en el olvido, consolidándose los patrimonios en productos de renta fija, fundamentalmente a corto plazo y con una presencia alta del sector privado vía pagarés de empresa indicando esto la ya alta preferencia por la liquidez del inversor español. El crecimiento patrimonial que experimentaron los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) no hace sino corroborar esta última afirmación, si bien en su descargo habría que decir, que de forma casi permanente, la curva de tipos presentaba una pendiente que no satisfacía suficientemente el riesgo de inversión en el plazo. Por otra parte, habría que añadir que el inversor había acrecentado su aversión al riesgo ya de por sí alta al tener todavía presente la profundidad de la crisis bursátil de nuestro país (1974-1982) que fue reflejo tanto de la crisis económica sufrida, como del proceso de transformación política al pasarse desde un Estado dictatorial a un Estado de Derecho.

Sin embargo la sociedad presentaba en el terreno financiero nuevas sensibilidades que supondrían la base del éxito de la *fase* que denomino *de crecimiento masivo*.

El avance operado en la financiación neta otorgada por la familia al resto de los sectores económicos mediante la acumulación de activos financieros, era un hecho. Se apreciaba un incremento en cuanto a la presencia como inversor de los clientes

tanto en los mercados de activos monetarios como de los mercados de emisiones.

La sensibilidad creciente por los tipos de interés, junto a la fuerte preferencia por activos líquidos, y las exigencias de beneficios fiscales que pudiesen disminuir la carga fiscal, preocupación relativamente reciente de los españoles, llevaban a una mayor exigencia en el terreno de la rentabilidad y fiscalidad afectando claramente a la distribución de efectivo y de cartera que hasta aquel entonces había venido teniendo la familia española. Esta modificación en la estructura del patrimonio necesitaba una armonización. Esa necesidad de armonización que lleva a la necesidad de un cierto asesoramiento fue aprovechada por el Tesoro en julio de 1990 desarrollando un producto, «el fondtesoro» que dentro de los fondos era una especialización en valores del Tesoro conllevando —y ahí estuvieron las campañas de publicidad para acercar el producto al cliente—, seguridad, liquidez y rentabilidad.

El éxito del producto «fondtesoro», en coincidencia con las fuertes campañas de publicidad e información de los principales bancos, dio paso a lo que se vino en denominar «la guerra de los fondos». A partir de ahí, el crecimiento de éstos se contará por billones de pesetas, algo inaudito en nuestro país, incorporándose al sector no sólo las instituciones bancarias y de ahorro, sino el resto de intermediarios que fueron autorizados por la Ley del Mercado de Valores y que hasta entonces habían tenido una menor importancia en el desarrollo de estos productos.

Es relevante señalar, que esta *fase de crecimiento masivo*, que supone una gran captación de recursos desde la familia a la inversión en valores, se pudo realizar en las mejores condiciones por las siguientes razones:

- Existencia de un marco legal exigente en transparencia y responsabilidad.
- Las autoridades pertinentes buscan en todo momento la salvaguarda de la solvencia de las instituciones de inversión colectiva como garantía frente a los partícipes.
- Existencia de un cierto grado de experiencia en las gestoras, acompañado, asimismo, de un grado de desarrollo técnico (informático, contable, de auditores, etc.) en el sector financiero español muy importante.

No podemos olvidar que el fuerte desarrollo de los fondos es coincidente en el tiempo con un mercado financiero español que se internacionaliza y que fruto de los esfuerzos integradores en materia económica y social busca la convergencia con la Unión Europea y, por tanto, cada vez tiene más posibilidades de integrarse en el concepto de mercado global.

A todo esto contribuye, especialmente, el esfuerzo realizado por el legislador en la transformación de los mercados y el positivo desarrollo posterior de los mismos. La aparición de mecanismos más ágiles de contratación (desarrollo del mercado de anotaciones de deuda pública), junto a la aparición de intermediarios cada día más profesionalizados y el desarrollo de mercados de instrumentos aptos para la cobertura e inversión (productos derivados), aportan dosis muy altas de seguridad al tráfico mercantil suponiendo nuevas posibilidades que hasta entonces no habían estado al alcance de los gestores.

Creemos que el sector, en todas sus componentes, desde las legales a las operativas, daba respuesta firme al reto que suponía tener, a finales de 1993, el 12,5 por 100 de los activos financieros de las familias españolas, representado por 10,3 billo-

**CUADRO NÚM. 1
DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**

	Núm. de fondos		Patrimonio (*)		Total
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	
<i>Fase de lanzamiento</i>					
1986	92	19	295,0	105,9	400,9
1989	171	41	540,5	329,2	869,7
<i>Fase de crecimiento masivo</i>					
1990	206	62	542,7	619,7	1.162,5
1993	441	130	5.557,8	4.736,7	10.294,5
<i>Fase de consolidación</i>					
1994	528	138	5.287,3	5.962,3	11.249,6
1995	592	151	5.195,8	6.990,0	12.185,8

(*) Patrimonio en miles de millones de pesetas.
Fuente: CNMV e INVERCO.

nes de pesetas a través de la confianza depositada por 2,5 millones de partícipes. Se puede afirmar que esta situación presuponía ya que los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y de activos en el mercado monetario (FIAMM) tenían posibilidades de absorción de la mayor parte del ahorro familiar, por su estabilidad, transparencia, liquidez y rentabilidad. Esto quedaba reflejado en el aumento espectacular que tuvo el coeficiente de los fondos de inversión sobre los pasivos bancarios que, durante 1993, pasó de ser el 12,3 al 18,3 por 100.

Este proceso se precipita en lo que se puede definir como la *fase de consolidación*, que comprende desde finales de 1993 hasta nuestros días y que se caracteriza por una primera fase hasta abril de 1994, en donde la euforia de las suscripciones es de tal naturaleza, que en los diez últimos meses entran 824.000 partícipes nuevos, suponiendo alcanzar a nivel patrimonial la cifra de 12,1 billones de pesetas. Situándose el incremento de patrimonio de forma fundamental en los FIM de renta fija, multiplicando casi por cuatro el crecimiento de los FIAMM; aspecto novedoso en relación a la tradicional idiosincrasia inversora del español medio.

La subida de tipos de interés en los mercados internacionales de renta fija en febrero de 1994, en una dimensión no esperada, sumió al sector en una crisis sin precedentes, ya que las experiencias anteriores de 1987 y 1992 no habían tenido ni tanta profundidad ni entonces había una población afectada tan amplia y tan poco preparada como la existente en esa fecha.

El desastre se cernió sobre un sector que, a diferencia del de otros países con más cultura de inversión, invertía fundamentalmente en renta fija. Los partícipes situados en fondos de renta fija eran 1,19 millones, estando afectados de lleno por una situación que suponía pérdidas importantes respecto de sus ahorros. Fundamentalmente, incidía sobre los partícipes que habían entrado en los últimos diez meses y, más aún, en los 217.000 que ya dentro de 1994 creyeron se podía repetir el excelente año de rentabilidades que había ofrecido la renta fija en 1993.

Tras el impacto, las gestoras, al igual que en otras partes del mundo, se ocuparon de informar y de formar a unas redes inexpertas y de transformar los plazos de sus inversiones ante la huida vertiginosa de un sinfín de afectados y de otros que, sin estar tan afectados, ya desconfiaban del producto. Por supuesto ya era tarde.

El esfuerzo de puesta al día fue loable, y aun cuando el número de partícipes y el patrimonio recogieron caídas muy importantes —659.000 partícipes menos desde marzo 1994 a julio 1995 y un recorte en esas fechas de 2,4 billones en el patrimonio—, la cautela en la inversión, el esfuerzo de tipificación de los productos, la mayor información y, por supuesto, eso de que la «letra con sangre en-

tra» trajeron un año 1995 de consolidación y recuperación tanto en patrimonio como en rentabilidades, a tenor del nuevo proceso de descenso de tipos de interés que ha hecho que muchos fondos hayan alcanzado fuertes ganancias de capital.

Tras ello cabría preguntarse, ya en 1996, si el sector tendrá la madurez suficiente para soportar un nuevo cambio de tendencia que afecte a los valores liquidativos, a tenor de los bajos niveles de tipos de interés alcanzados estos días y tras cierto alargamiento en los plazos de inversión operado en la cartera de algunos fondos de renta fija. En definitiva, si persiste o no la misma falta de conocimiento respecto a los conceptos de rentabilidad y riesgo.

III. OPERANDO DESDE EL AHORRO A LA INVERSIÓN

Antes de responder a la pregunta de si el sector ha alcanzado la madurez y está en disposición de soportar nuevas convulsiones y, por tanto, es capaz de abordar el futuro sin sobresaltos, cabe insistir sobre algunos aspectos que definen el último desarrollo de los fondos de inversión.

1. La crisis de 1994-1995

Esta época es la culminación de un proceso caracterizado dentro de la familia española por una transformación de la estructura de sus activos financieros, desde los depósitos bancarios y los valores mobiliarios más tradicionales a los fondos de inversión. De tal manera que éstos que suponían el 0,9 por 100 del activo financiero en 1986 pasan a ser el 12,5 por 100 en 1993. Este tránsito, desde el ahorro a la inversión, supone, al hacerse sin la conveniente capacidad para entender el riesgo, un enorme peligro para momentos de alta volatilidad y mucho más cuando se dan cambios de tendencia.

Los clientes de fondos resultan ser un colectivo dispar, con una falta de conocimiento de lo que entraña la inversión. Por eso, su balance siempre es a corto plazo. No asume la volatilidad porque no asume el riesgo, ya que lo desconoce, y de ahí que acepte sólo las rentabilidades obtenidas del pasado y no las que posiblemente se puedan obtener. Su procedencia desde la cuenta de ahorro o de los activos sin riesgo hace que no estén capacitados para superar los vaivenes en el flujo de ingresos. El tránsito desde la obtención de un flujo cierto de ingresos a la ganancia de capital hace que los clientes partícipes, sobre todo los que entraron en la última fase, estén más cerca de la obtención de una renta que de la obtención de unas plusvalías.

Aunque creíamos que nuestro sector podía estar

en línea con los de otros países de nuestro entorno, tenemos que asumir que, siendo nuestras cifras de fondos de inversión muy importantes, sin embargo, tienen muy poco que ver con las que, por ejemplo, exhiben los países anglosajones, tradicionalmente con sensibilidad reducida respecto al riesgo de los mercados, como demuestran sus porcentajes situados en fondos de acciones y en fondos mixtos (cuadro núm. 2).

En nuestro caso, en abril de 1994, la aversión al riesgo de mercados como los de renta variable era prácticamente total, ya que el 83 por 100 de nuestros partícipes estaba en fondos de renta fija a corto, medio o largo plazo, correspondiéndose esta situación con el 79,2 por 100 del patrimonio total situado en fondos. Tan sólo el 3,2 por 100 de nuestros partícipes poseían fondos en renta variable. A nivel de patrimonio, los fondos de mayor riesgo, incluyendo a los fondos mixtos y de renta variable, suponían el 15,8 por 100 del patrimonio total, concretando una situación en el plano de la población inversora, de predominio del concepto seguridad en el rendimiento y en la valoración, frente a volatilidad y riesgo.

A mi juicio, de este análisis surge una situación muy nueva y hasta cierto punto insospechada o cuando menos poco reflexionada. El proceso desde el ahorro a la inversión efectuado a través de las suscripciones en fondos de inversión implica un riesgo sobre el patrimonio de la familia española, aspecto totalmente novedoso, ya que nunca antes la familia tuvo la sensación de estar operando en el ahorro bajo un riesgo. O lo que es lo mismo, las gestoras de instituciones de inversión colectiva, a través de las decisiones de inversión, pueden introducir riesgo en la riqueza de la familia española.

CUADRO NÚM. 2
DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS EN PORCENTAJE
SOBRE TOTAL FONDOS, A 31 DE DICIEMBRE
DE 1993

	<i>Fondos R.V.</i>	<i>Fondos mixtos</i>	<i>Total</i>
Bélgica	27,6	33,7	61,3
Dinamarca	57,1	3,7	60,8
Alemania	25,6	2,4	28,0
Francia	9,7	6,4	16,0
Irlanda	31,3	55,9	87,2
Italia	20,1	14,5	34,6
Holanda	43,1	11,0	54,1
Suecia	71,5	—	71,5
Suiza	56,9	—	56,9
Reino Unido	92,1	4,7	96,8
Canadá	52,0	13,0	65,0
Hong Kong	69,0	2,0	71,0
EE. UU.	36,0	3,0	39,0
España	1,3	13,7	15,0

Fuente: Estadísticas FEFSI.

2. La superación de la crisis

Admitiendo que el ahorrador se erige en inversor por propio impulso, por el impulso del mercado de activos y por la propia red bancaria y de otros intermediarios, vemos que éste se encuentra, al finalizar el año 1993, con la expectativa de ver un descenso en las rentabilidades de sus ahorros, fruto del proceso de descenso de tipos de interés en el que está inmersa la economía española. Por ello, ante la disyuntiva de dónde situar sus recursos, elige los fondos de inversión y, dentro de ellos, despreciando la menor rentabilidad esperada de los FIAMM y no valorando la seguridad implícita que comportan, se decanta por la inversión en FIM de renta fija, aceptando el señuelo de las altas rentabilidades obtenidas por éstos en el pasado, extrapolarlo las mismas al futuro.

Como se aprecia en el cuadro núm. 3, el crecimiento comparado entre los dos tipos de fondos FIM y FIAMM, tanto a nivel patrimonial como de número de partícipes, avala lo afirmado anteriormente. Con posterioridad, tras el choque de marzo de 1994 y el consecuente proceso de reflexión, esta situación se ha ido modificando, configurándose una realidad más acorde con la mentalidad inversora de nuestra población.

Haciendo abstracción de cómo ha ido evolucionando la situación en los distintos períodos, podríamos concluir que cada partícipe está actualmente donde siempre debería haber estado. A finales de enero de 1996, se ha superado a nivel numérico el impacto sociológico de la crisis, ateniéndonos a que casi se ha recuperado el número de partícipes superando la cifra de tres millones. Es preciso decir que se ha dado una traslación desde partícipes de FIM a partícipes de FIAMM, mientras los primeros descienden un 28,2 por 100 los segundos se acrecientan en un 44,2 por 100 en el período enero 1996/marzo 1994. A nivel patrimonial, se ha recuperado la cifra total llegando, en enero, a 12,7 billones de pesetas, lo que representa para el período citado un decrecimiento de un 23,5 por 100 en el patrimonio de FIM y un crecimiento del 46,3 por 100 en el de FIAMM.

Este cambio en el patrimonio se ha realizado con una contribución muy importante de las gestoras. Su esfuerzo, como ya hemos comentado anteriormente, se ha centrado, por un lado, en la modificación de las estructuras de inversión de algunos fondos a calificar como populares, que ha evitado en cierta medida que el impacto haya sido aún mayor, y por otro, en campañas informativas y formativas a través de diferentes medios. Se han volcado en actuaciones internas y externas que han afectado tanto a los partícipes como a las redes, tratando de elevar el grado de conocimiento del producto y de sus evoluciones.

Las gestoras han insistido en la normalización y

CUADRO NÚM. 3
EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y DE PARTICIPES DE FONDOS TRAS LA CRISIS DE 1994
(Patrimonio en miles de millones de pesetas)

Fecha	FIM	FIAMM	Total patrimonio	Participes FIM	Participes FIAMM	Total
Diciembre 1993 (1)	5.557,8	4.736,7	10.294,5	1.446.894	1.101.412	2.548.306
Marzo 1994 (2)	7.079,1	4.983,5	12.062,6	1.919.555	1.162.140	3.081.695
Diciembre 1994 (3)	5.287,2	5.962,3	11.249,5	1.440.629	1.356.007	2.792.572
Marzo 1995 (4)	4.765,7	6.179,0	10.944,7	1.293.610	1.416.352	2.711.332
Diciembre 1995 (5)	5.195,8	6.990,0	12.185,8	1.314.333	1.601.504	2.915.837
Enero 1996 (6)	5.413,0	7.289,2	12.702,0	1.588.478	1.705.455	3.293.933
(2/1) %	27,4	5,21	17,2	32,7	5,5	20,9
(4/2) %	- 32,7	24,0	- 9,3	- 32,6	21,9	- 12,00
(5/1) %	- 6,5	47,6	6,3	- 7,3	28,6	14,4
(6/2) %	- 23,5	46,3	5,3	- 17,2	46,8	6,9
(6/1) %	- 2,6	53,9	23,4	9,8	54,8	29,3

Fuente: CNMV e INVERCO.

tipificación de sus productos, han influido en la mentalidad del partícipe haciéndole ver cuál es el horizonte temporal de su inversión, tratando de abundar en la idea de que la liquidez se consiga a través del producto fondo, no a través de la inversión a corto del activo del fondo. Han trascendido en sus diseños de productos desde el fondo *prêt à porter* al fondo a medida —ahí están los fondos con garantías asociadas u otros fondos con características específicas—. Como final, diría que han introducido el asesoramiento como elemento nuevo a partir de la crisis de rentabilidades de los fondos.

¿Es esto suficiente para definir al sector como maduro cara al futuro? El avance ha sido muy importante y creo que se está en la mejor de las disposiciones para abordar con éxito el futuro. Ahora bien, hacerlo supone avanzar desde la seguridad y ello requiere como premisa básica profundizar en el conocimiento del perfil de los distintos inversores que se sitúan en nuestros fondos.

IV. LA ADECUACIÓN DEL SECTOR AL FUTURO

1. La necesidad de asesoramiento

Las gestoras se encuentran con una responsabilidad no buscada, como es el impacto sobre la riqueza de las familias, y de ello se deriva que tienen que acometer una función que no les corresponde: el asesoramiento. Esta función quedaba determinada, por el artículo 36 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, como objeto de las sociedades gestoras de cartera las que, entre otras funciones, tenían la de asesoramiento en materias financieras. Sin embargo, y a pesar de no estar dentro de su objeto social, tras el *boom* de los fondos, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva se

encuentran, de hecho, con una población a la que asesorar y gestionar. Ese asesoramiento tiene que hacerse fundamentalmente a través de una red que no está dentro de ella y que funciona, sin embargo, como la estructura sobre la que se apoya el desarrollo comercial de los fondos.

Si pensamos que el asesoramiento es una actuación dirigida principalmente a las personas físicas, nos encontramos con una gran dificultad: no es posible el asesoramiento directo a una población tan amplia y tan dispar. Por ello, y cara al futuro, caben dos líneas de actuación: una centrada en la de las sociedades gestoras en sí y otra en actuaciones de las redes de distribución bancaria, ya sean aquellas que están ligadas a las gestoras por contratos de transmisión de títulos-valores como otras que actúen simplemente en la generación de órdenes de compra-venta de valores mobiliarios.

En cuanto a la primera, las gestoras deberán insistir cada día más en la tipificación de sus productos, pensando no tanto en éstos como en el colectivo al cual va dirigido. Por tanto, deberá determinar producto y colectivo; de esta forma su capacidad de gestión no se verá nunca mermada y será capaz de entender los movimientos internos a nivel patrimonial que operan en el fondo. Esto producirá una gran estabilidad en el sector y si existe estabilidad existirá crecimiento.

La tipificación de los productos de la gestora, determinada en función de los colectivos, supondrá la existencia de tres vías para la inversión a nivel de público en general: la que se sitúa en el plano de la comercialización amplia basada en fondos amplios o de riesgos limitados, la que va a la comercialización selectiva basada en fondos muy específicos y una tercera a denominar como de comercialización distributiva o de diversificación, que se basará en la armonía de las cestas de fondos entendidas como un todo.

Esta línea de trabajo en la que nos encontramos actualmente lleva irremisiblemente a los fondos especializados, ya sea por los cambios que se operan paulatinamente en los perfiles de los clientes, por los cambios en las situaciones estructurales de los mercados o por los cambios tácticos derivados de la coyuntura de los mismos, y en ella las gestoras deberán estar arropadas por sus propias redes, de tal manera que éstas soporten las tensiones de los mercados tras la definición de los productos, evitando así que las gestoras modifiquen sus horizontes bajo presión del propio público o de los colectivos afectados.

En cuanto a la segunda forma, la de que el asesoramiento se apoye en la distribución a través del agente que sea, entiendo que siempre partirá del hecho de que la tipificación del producto-colectivo ya ha sido realizada, pues en caso contrario esta vía estaría condenada al fracaso más absoluto, conclusión que podemos sacar de las pasadas experiencias.

En ella se abre un campo muy interesante a las entidades financieras, suponiendo para éstas un reto que, de ser aceptado y superado, significará que no sólo no se ha perdido el control del proceso ahorro-inversión, sino que se ha maximizado, medido en incremento de la permanencia y satisfacción del cliente.

2. El protagonismo del cliente en las redes de bancos y cajas de ahorros

El reto enunciado está hoy absolutamente en línea con la nueva concepción universalista de los espacios económicos y con la estrategia iniciada por las instituciones financieras respecto a la calidad en el servicio al cliente. El establecimiento del mercado único, junto a los nuevos hábitos de consumo y el desarrollo de las nuevas tecnologías, introduce elementos de competencia donde la búsqueda y logro de la satisfacción del cliente por prestaciones de servicio serán los hechos diferenciadores entre instituciones que, por supuesto, tendrán fiel reflejo en la cuenta de resultados.

Dentro de esta dinámica, adquiere especial relevancia el tema del asesoramiento del que hablamos, ya que a la maximización de la rentabilidad del producto fondo, proveniente de la alta capacidad del gestor, habrá que añadir la maximización del asesoramiento rentabilidad-riesgo, concepto que tiene ya mucho que ver con la gestión de patrimonios, donde el cliente se siente satisfecho en la medida en que el orientador le ha marcado estrategias que después, se vean o no satisfechas por la rentabilidad, evitan la sorpresa que supone la pérdida patrimonial no esperada.

Por tanto, el sector estará de enhorabuena y se consolidará como un sector sano cuando los proce-

dos de tipificación (gestora) y asesoramiento (intermediarios financieros) queden consolidados.

Creo, por tanto, que es responsabilidad de las instituciones financieras proceder a un acercamiento a su cliente, individuo que, quizá en el tránsito a fondos, se ha visto absolutamente desorientado por su falta de cultura financiera.

Acercarse a él desde la oficina bancaria o el centro financiero, dependiendo de qué cliente estemos hablando, supone la culminación de un proceso de conocimiento del que ahora trataremos, y que debe ser rematado con el hecho de que cada oficina asuma que su desarrollo comercial le da a medio plazo una solidez económica con la que tiene que contar, por mucho que el cliente se haya situado en una gestora de fondos.

Ese proceso de conocimiento como base para el inicio del desarrollo inversor debería comenzar con el asesoramiento al cliente sobre la definición de su propio perfil como inversor. En definitiva, debemos conseguir que el cliente conozca su tolerancia al riesgo, su tolerancia a la volatilidad. Pasáramos, después, a desarrollar, según nuestros conocimientos sobre las perspectivas de los mercados, la cuestión relativa a la situación del ciclo económico y cómo éste puede ayudar, o no, a conseguir unos objetivos. Obviamente, deberemos profundizar sobre cuáles son los objetivos del cliente y determinar su identificación. Ello deriva en un aspecto básico de este proceso y es la posibilidad que tendremos de estudiar la estrategia de inversión y hacérsela conocer. Por tanto, estaríamos ya en disposición de enfrentarnos a su patrimonio, distribuyendo los recursos del cliente asignando riesgos. Estaríamos ya en el momento de enfrentar estos últimos a los productos tipificados que la gestora posee. Conclusión: el proceso desde el ahorro lo tendremos concluido asignando recursos a los distintos fondos.

Queda pendiente para el futuro, no obstante, un tema fundamental, y es que no podemos dejar a nuestro cliente, ya participe, sometido a los vaivenes de los mercados y de los productos. Es todavía demasiado bisoño. Aparece, por tanto, aquí la necesidad del asesoramiento continuado, algo que no puede hacer nadie más que aquel que, en base a la relación de confianza, ha iniciado al cliente en el proceso de inversión.

El proceso parece complicado para desarrollarlo a todos los niveles de la red de captación y obviamente necesitaremos tiempos y recursos para abordarlo, pero la amplitud y la variedad que los fondos tendrán a medio plazo van a requerir que lo acometamos ya.

Sobre esa afirmación gira una cuestión de la que ya hemos hablado y que está presente en ese proceso, la fuerte competencia que va a tener lugar en los próximos años en la calidad de los servicios fi-

nancieros y que hoy comienza a manifestarse levemente de las manos de la competencia exterior.

3. La competencia exterior

Sin entrar sobre cuáles pueden ser los volúmenes de patrimonio en los que se van a situar los fondos en los próximos años, y donde siempre podríamos estar de acuerdo o en desacuerdo, existe una realidad, y es que el grado de sensibilidad actual hacia el ahorro en nuestro país está creciendo.

La necesidad del aumento del ahorro familiar está centrada en el logro de una mayor seguridad en el goce de los servicios de la salud y de las prestaciones cara a la jubilación. La presión diaria a nivel informativo sobre la familia en este tema, junto a la propia provisionalidad en el tema del empleo, da a entender que los fondos de inversión y los fondos de pensiones van a seguir creciendo en los próximos años. Si a ello añadimos algo que anteriormente ya ha surgido y es que, si nos estabilizamos en cuanto a la calidad en el sector, creceremos, concluiríamos hablando de que los fondos de inversión tienen unas excelentes expectativas de crecimiento en el futuro. Ahora bien, este crecimiento va a suponer que estas instituciones se constituirán en el eje básico de los mercados por el lado de la demanda de títulos, lo cual comporta, en sí mismo, la necesidad ya antes aludida de que los recursos deberán ser orientados. Cabe preguntarse: ¿Hacia dónde? ¿Quién los orientará?

Aun teniendo en cuenta que la mayoría de los integrantes de los fondos de inversión sean muy sensibles a la volatilidad de los mercados, su grado de aversión al riesgo irá modificándose poco a poco según la información, la transparencia y la necesidad de diversificación en los mercados. Apoyándose en este proceso y amparándose en el desarrollo de las directivas comunitarias, una serie de instituciones domiciliadas en Europa están en disposición de acometer un proceso de avance sobre la captación de recursos del ahorro nacional. Su homologación comunitaria, su experiencia y el grado de especificidad de sus productos son aspectos a tener muy en cuenta en el futuro desarrollo del sector. A esto hay que añadir que su presencia, tanto en número de partícipes como en volumen patrimonial, si bien hoy es todavía testimonial (cuadro núm. 4), no lo es tanto en cuanto al número de instituciones que tienen presencia ni en cuanto a su potencialidad.

Tendríamos que decir, además, que el escenario de los recursos nacionales, y su evolución en los próximos años, también puede quedar afectado por las sensibilidades que operan en el mundo exterior. Es decir, deberíamos analizar cuáles son las preocupaciones de los demás en el plano internacional de los fondos de inversión y de qué expectativas se viene hablando.

CUADRO NÚM. 4
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA
EXTRANJERAS REGISTRADAS EN LA CNMV
QUE SE COMERCIALIZAN
EN ESPAÑA

Fecha	Núm. partícipes/ accionistas	Núm. de instituciones	Patrimonio (millones de pesetas)
30-09-1994	15.068	60	77.603
30-09-1995	50.293	78	250.929
Porcentaje s/total del sector en España ...	1,77	7,77	2,11

Fuente: CNMV.

Ateniéndonos a ello hay que señalar que las preocupaciones sobre el ahorro y la necesidad de cobertura de las pensiones están extendidas en todo el mundo occidental. Sin embargo, las políticas de corte restrictivo en materia de déficit fiscal y la contención del consumo suponen, en el medio plazo, crecimientos muy cortos de los productos nacionales y presumiblemente tasas de paro elevadas, con lo que es esperable una competencia mayor desde la óptica de la inversión desde los países con más posibilidades. En éstos se encuentran países emergentes sometidos a procesos de construcción de fuertes sistemas de financiación, mercados de capitales, etc., que avanzan al unísono de su propia capacidad tecnológica y de producción, todo ello enmarcado en unos sistemas sociales y políticos que gozan de cierta tutela necesaria, practicada desde Occidente. Ello supone la existencia de nuevas áreas muy marcadas que recogerán inversión, al ofertarse altos tipos de remuneración, por supuesto superiores a los que puedan ofrecer los países occidentales. Esto determinará la consolidación de mercados mucho más amplios que los actuales, que tendremos que ir conociendo para poder actuar en ellos.

El reto para el futuro que supone el concepto de globalización, y esa internacionalización de los mercados y de las inversiones, vendrá trazado por la evolución de las comunicaciones que proporcionarán canales cada vez más ágiles de información y de operativa. Ello llevará consigo la actuación de nuevos intermediarios y agentes de la inversión, la comunicación entre colectividades rompiendo cualquier segmentación y el establecimiento de métodos e instrumentos nuevos de contratación.

Por tanto, las instituciones de inversión colectiva españolas necesitan tender a una oferta de productos más específicos con los que satisfacer a una clientela más personalizada y mejor asesorada. Estos productos, si deseamos que puedan ser competitivos, necesitarán para su desarrollo un marco legal más flexible y unos mercados más profundos y especializados.

Parece claro que la sucesión de manera sorprendente, en todo el mundo, de cambios en la regulación del mercado, en las leyes fiscales y en la tecnología, incidirá en el caso de las instituciones de inversión colectiva españolas llevándolas a una homogeneización de sus inversiones con el de otras instituciones en el ámbito internacional. Ello supondrá, dada la existencia en el mercado de fondos de una competencia foránea, una transferencia de recursos hacia el exterior, siempre que el previsible avance patrimonial esperado no sea correspondido con un avance importante en el desarrollo de los mercados nacionales.

4. La ampliación de los mercados nacionales

Si analizamos cómo distribuyen sus recursos en España los fondos de inversión y a quiénes están financiando llegaríamos a las siguientes conclusiones (datos a junio de 1995):

FIM

- Financian fundamentalmente al Tesoro público.
- Un 1,6 por 100 a las comunidades autónomas. El 24 por 100 de los fondos han cogido papel de las autonomías.
- Un 0,2 por 100 a las corporaciones locales. El 9 por 100 de los fondos han cogido papel de las corporaciones.
- Un 5,1 por 100 a emisores extranjeros. El 38 por 100 de los fondos tiene ese papel.
- Los fondos han tomado un 1 por 100 de activos monetarios privados. Sólo el 7 por 100 de los fondos tiene ese papel.
- El sector eléctrico supone un 2,70 por 100. Lo tiene el 55 por 100 de los fondos.
- El sector comunicaciones supone un 1,56 por 100. Lo tiene el 53 por 100 de los fondos.
- El sector bancario supone un 2,52 por 100. Lo tiene el 58 por 100 de los fondos.

FIAMM

- Financian fundamentalmente al Tesoro.
- Las comunidades autónomas suponen el 0,56 por 100. El 32 por 100 de los fondos poseen comunidades autónomas.
- Los activos monetarios privados son el 1,8 por 100. Están presentes en el 35 por 100 de los fondos.

De estos datos se podría deducir, a tenor de la diversificación actual, que el papel de las instituciones

privadas es casi inexistente a pesar de la apetencia que de él parecen tener los fondos, visto el gran número de ellos que lo poseen.

Esta situación que en el pasado no se daba tiene, a mi juicio, unas causas claras: mercados primarios y secundarios más limitados para títulos privados y títulos públicos distintos de la deuda pública, con cifras de emisión que no están en consonancia ni proporción con el desarrollo alcanzado por la economía ni por los fondos de inversión, como lo demuestran los saldos vivos de deuda de comunidades autónomas, de corporaciones locales, pagarés de empresa, obligaciones privadas, etcétera.

Dentro de esta última consideración hay que señalar dos aspectos que incidieron y siguen incidiendo sobre la capacidad de los fondos de inversión para absorber títulos emitidos a corto y largo que no sean deuda pública:

- La definición del porcentaje de libre disposición (art. 17 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva) con fijación del concepto de «elevada liquidez» que afectó a determinadas series de bonos y pagarés a corto plazo.
- El establecimiento de un concepto nuevo. El concepto de «lucro cesante» que, expuesto en las circulares 7 y 8 de la CNMV de fecha 27 de diciembre de 1990 sobre normas contables y estados financieros y sobre determinación del valor liquidativo de los fondos de inversión mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las IIC, afecta desfavorablemente a los títulos que por su retención fiscal están en desiguales condiciones de rentabilidad respecto a activos emitidos por el Tesoro, o que estando en igualdad de condiciones son diferentemente tratados en la práctica de lo que se viene denominando «lavado de cupón».

La transformación de algunas de estas situaciones es prioritaria para que el desarrollo de los mercados pueda producirse.

Desde mi óptica, el marco de los mercados a futuro, debe estar determinado por la posibilidad de incrementar la bondad en la gestión de las IIC dentro de la necesaria armonía con la cultura financiera del país, tratando de incrementar la salvaguarda, por encima de todo, de la solvencia y garantía de las IIC españolas, todo ello, por supuesto, dentro de la concordancia con los elementos de competencias provenientes del exterior y, por supuesto, del acatamiento a las directivas comunitarias. Por tanto, incidiría en la búsqueda:

- del incremento de la seguridad en la realización de los activos. Eliminación del riesgo de crédito a través del *rating*;
- del incremento de la seguridad del valor liquidativo en su estabilidad frente a la volatilidad del mercado a través del desarrollo de los mercados de derivados en sus múltiples formas;

— del incremento de la seguridad operacional, jurídica o legal a través de los controles operativos, informáticos, etcétera;

— del incremento de la liquidez de la institución a través de la consecución de mercados más profundos y menos manipulables.

Con todo, y sin querer llegar a ser exhaustivo, podrían ser necesarias actuaciones del tipo siguiente:

— ampliar la capacidad de subasta del Tesoro a determinados plazos cortos: tres y seis meses, con calendarios permanentes de emisión;

— desarrollo del mercado de *strips*;

— desarrollo del *rating* de emisor, ya sea en emisiones a corto y largo plazo como elemento diferenciador en los tipos y cara al diseño de la curva de tipos del mercado;

— establecimiento del sistema de subasta pública para emitir, desarrollo de calendarios de emisión, mejora en la política de endeudamiento de comunidades y corporaciones locales;

— flexibilidad y rapidez en la admisión y contratación de nuevos productos;

— desarrollo del mercado de plazo tanto para deuda pública, comunidades, ICO, etc., dándole una orientación más cercana a las IIC. Volumen de operaciones. Posibilidad de contratación de flujos en bloque con la entidad depositaria para superar el volumen mínimo de contratación;

— desarrollo del mercado de derivados de divisas. Relanzamiento del anulado contrato pesetas/DM o pesetas/\$. Opciones sobre pesetas o, en su defecto, autorización como oficial del mercado de divisas a plazo;

— desarrollo del mercado de pagarés de comunidades autónomas, otros de sector público y de entidades privadas. Eliminación de la retención fiscal o devolución automática de la retención a IIC;

— desarrollo en AIAF del mercado de opciones específicas, *over the counter* (OTC), *warrants*. Estructurados sencillos sobre productos españoles;

— desarrollo en MEFF del mercado de *swaps*.

Todo ello enmarcado en una iniciativa vanguardista de mejora de las normativas de los propios mercados sobre diferenciales, volúmenes de contratación, publicación *rating* de emisor, frecuencias, etcétera.

Aspecto que para las IIC es relevante, dadas las innumerables veces que la normativa lo menciona, sería la determinación del concepto precio del mercado, con la posibilidad de que su determinación fuese establecida por los propios mercados cuando aquél no proceda de transacciones con dimensión y frecuencia suficientes. Asimismo, podría resultar de interés la creación de la curva de tipos oficializada,

bien es verdad que siempre serían tránsitos a un mercado más perfecto que eliminasen los defectos a considerar como de transparencia o profundidad del mismo.

5. La modificación del marco legal y el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

La necesidad de abordar el futuro desde un nivel de desarrollo de nuestros mercados más alto que el actual, junto a la existencia de una oferta institucional de recursos dirigida hoy por hoy a ese mercado —aspecto este tantas veces mencionado en ocasiones pasadas, como la carencia básica para que nuestros emisores pudiesen desarrollarse—, son dos de los elementos que una institución como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha de tener en cuenta para dinamizar en los próximos años el panorama financiero.

La alta madurez mostrada por el sector de IIC, y en ese sentido su propia capacidad de autorregulación, debería ser uno de los pilares en los que la actuación de la CNMV debería apoyarse para abordar sin limitaciones la modernización de la actual legislación sobre instituciones de inversión colectiva, haciendo de moderador-controlador, pero mucho más de dinamizador de un campo en el que España ha sido en no pocas ocasiones un país vanguardista.

La paralización en que se encuentra el proyecto de directiva de instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, junto al posible aplazamiento de la prevista nueva Ley del mercado de valores, debería propiciar una dinámica legislativa que, teniendo en cuenta los aspectos menos problemáticos en el ámbito europeo, permitiese avanzar en algunas de las cuestiones planteadas posibilitando el crecimiento de las instituciones españolas en condiciones de competitividad.

A esta actividad de implantación de un nuevo marco legislativo básico habría que añadir la necesidad de que el sector pueda ser tutelado, acompañado y movilizado desde la CNMV a través de circulares, escritos, etc.; orientaciones en definitiva que, sin una base jurídica tan amplia como la de una ley, permitiesen avanzar apoyándose en el alto prestigio alcanzado por la CNMV en todo el proceso expansivo de los fondos, y en la responsabilidad de la que el sector ha venido haciendo gala. Los intereses, tanto de Administración como de administrados, son parejos en el intento de avanzar sin sobresaltos cara al futuro.

En esta línea de actuaciones se hace preciso señalar cuatro aspectos que, a mi juicio, resultan ser los más relevantes y sobre los que es prioritario trabajar. Hablaríamos de los nuevos mercados, los nuevos activos, la modificación de coeficientes y la posibilidad de creación de nuevos tipos de fondos.

En el primer tema, los nuevos mercados, se aprecia desde el sector la necesidad de avanzar rápidamente pasando por encima del concepto de mercado OCDE con acceso a nuevas áreas geográficas y, en este sentido, se echa en falta la autorización de nuevos mercados, ya de países, ya de nuevos productos primarios o derivados. La falta de reconocimiento de algunos mercados organizados, por ejemplo, el CBOT, impide que las gestoras actúen sobre productos sencillos sobre los que operan las instituciones internacionales y que están absolutamente homologados.

En cuanto a los nuevos activos, la superación del concepto valor mobiliario nos acercaría a la posibilidad de incluir certificados de depósito, *swaps*, eurodepósitos y depósitos bancarios en divisas, *repos* de deuda pública de otros países, etc., permitiendo abrir posibilidades de inversión y logrando cierta diversificación que, como hemos visto antes, es necesaria.

En los coeficientes de inversión se debería tender a cierta relajación o ampliación de éstos, que pudiera afectar desde los porcentajes de inversión por emisión a realizar en deuda pública al hecho de evitar situaciones como que no se puedan alcanzar porcentajes altos de inversión en bonos del Tesoro USA (por ejemplo) y sí en los de la República de Irlanda por el hecho de estar situada dentro de la Unión Europea. Ampliar el coeficiente permitido en inversión en otra IIC cuando no sea del mismo grupo, etcétera.

En relación con los nuevos tipos de fondos de inversión a crear, cabe señalar las figuras hoy pendientes, de los *master-feeder funds* o los fondos paraguas, dentro de determinadas condiciones. La posibilidad de cerrar, escindir o fusionar fondos puede resultar de interés en algunos casos. Quizá el más claro pueda ser que la fusión permita el acceso a mercados hoy imposibles, en cuanto al tamaño necesario para acudir a ellos, y que pudiesen resultar de interés para el inversor español.

6. El papel de las sociedades gestoras

El protagonismo de las sociedades gestoras en el futuro desarrollo de los fondos va a ser muy superior al que tuvieron en las fases anteriores y que hemos analizado aquí. Si bien, antes, agentes como el Tesoro, los bancos o las cajas tuvieron su parte en la acción dinamizadora, ahora ésta se encontrará en el público inversor y en el acompañamiento y tutela que la gestora tendrá que ejercer sobre el cliente, esté situado éste en la red que sea.

Este protagonismo tendrá, a mi juicio, tres frentes limitadores en los que las gestoras tendrán que demostrar de qué son capaces. El frente comercial, el frente de tecnología y el frente de la innovación. Todos ellos se encuentran interrelacionados y su su-

peración podría quedar definida por la frase «dar servicio al partícipe».

Para acometer con posibilidades de éxito este reto, no se nos oculta que las sociedades gestoras deberán contar con una estructura sólida y abundante en recursos económicos, humanos y técnicos. Sus necesidades de inversión se acrecentarán en el plano de la comunicación y de la informática. En la medida en que ello se produzca, su oferta de servicio tanto en el plano de la inversión como en el plano de la garantía, donde también juega la figura de la entidad depositaria, se acrecentará.

Es predecible un reto en el plano comercial que tendrá que ver con un acercamiento informativo que resulte más útil, más frecuente y más inmediato. Los canales de información serán mejorados como base de acercamiento al cliente y ello estará acompañado de una mayor riqueza en la oferta de productos que recogerán nuevos mercados, nuevos sistemas de ahorro, etc., dando paso a la gestión colectiva de la diversificación a través de las cestas de fondos. A ello se añadirá la pléyade de servicios bancarios hoy existentes y que existirán en el futuro, rompiendo las actuales dinámicas de suscripción y reembolso, dando paso a sistemas automáticos en tiempo real durante la casi totalidad de la jornada.

Todo esto acarreará desarrollos tecnológicos importantes que van a afectar a la estructura de costes de las gestoras de una manera esencial, ya que tanto el aparato de comunicación como el de distribución serán más consumidores de recursos que los que hoy se dan. Esto se acrecentará con la necesidad cada vez mayor de contar con fuertes departamentos de estrategia y análisis de mercados, defensores de la independencia del que tiene que comprar y no olvidemos que los fondos serán fundamentalmente tomadores. Al mismo tiempo, los departamentos de gestión se tendrán que fortalecer con apoyaturas estadísticas y desarrollo de sistemas de gestión cuantitativos que deberán sumarse a las necesidades de gestión que supone el acceso a nuevos mercados. Abarcando todo este campo descrito, aparece la necesidad de amplios desarrollos informáticos.

El terreno de la innovación que absorbe prácticamente todo lo mencionado con anterioridad, recogerá algo que hoy todavía es muy incipiente y es la combinación del producto fondo con el resto de productos, tanto de seguro como de ahorro, sistemas de pago, etc. En este sentido, y a tenor de lo que está ocurriendo en otras áreas geográficas más desarrolladas financieramente, habría que admitir la posibilidad de que el producto fondo recoja una riqueza altísima de variedades. A título meramente de denominación, podríamos hablar de: planes automáticos de ahorro diversificado, tarjetas de crédito, automatismo en la concesión de créditos colaterales, servicios de caja, transferencias desde fondos, ordenación de suscripciones desde fuera de

oficina, guías de inversión, información fiscal, etcétera.

Los esfuerzos de ampliación de servicios deberán tener en cuenta lo superfluo y lo fundamental, no exagerando actuaciones comerciales, de innovación o informativas, cobrando fuerza en este sentido la necesidad del equilibrio. Cabe citar, como ejemplo de lo que es necesario evitar, algunos aspectos que en la actualidad plantean las gestoras a la autoridad, y es la necesaria transformación de la información dirigida al partícipe, teniéndose que avanzar en la depuración de los conceptos a transmitir y en la frecuencia de las comunicaciones a realizar.

Todos estos planos de trabajo a desarrollar desde la gestora, configurarán la política de tarifas de las mismas en el medio plazo, a partir de las estructuras necesarias que aquí se han expuesto.

7. Horizonte de inversión tras el año 2000

Hacer una proyección de la posición que vayan a tener los fondos tras pasado el año 2000 se hace difícil.

Podríamos analizar cuál puede ser la distribución de los activos financieros de las familias o cuál podría ser el peso sobre los pasivos bancarios de las posiciones en fondos de inversión, pero las variables que pueden incidir son múltiples, teniendo mucho que ver con ello desde la evolución de la economía hasta la posible marcha de los mercados. Sin embargo, no es exagerado decir que de cómo se resuelvan muchos de los aspectos hasta aquí mencionados, dependerá la confirmación e importancia del sector en el futuro.

En cualquier caso, el sector tiene que contar con sus propias fuerzas y su propia responsabilidad, si bien estará sometido a fuerzas que, provenientes de productos semejantes u opuestos, incidirán sobre su actual éxito.

Es necesario, no obstante, recoger lo que el doctor Spiliotis presentaba en noviembre de 1995 a la primera reunión de la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión celebrada en Bruselas sobre predicción del tamaño del sector de fondos en Europa en el año 2000, y es que el tamaño de los fondos en cada país está muy correlacionado con la legislación y el sistema fiscal. En esa misma reunión, las proyecciones respecto al patrimonio de los fondos de inversión para España hablaban de una cifra de 20 billones de pesetas para el año 2000, lo cual no parece exagerado teniendo en cuenta las posibles capitalizaciones y las tasas de crecimiento últimas. En una encuesta realizada en junio de 1995 por la Bolsa de Barcelona entre las

distintas gestoras de fondos, se mostraba para el sector un crecimiento en línea con el expuesto anteriormente, perfilando para los próximos años un crecimiento moderado para FIAMM, que resultaría más acusado para los FIM específicos, menor crecimiento para FIM de renta fija y expectativas buenas de desarrollo para los FIM internacionales.

Siendo necesario apoyarse sobre algún tipo de proyección numérica creo que la misma no es en absoluto sustancial, resultando más relevante, a mi juicio, el que el sector tiene recursos y estructura suficiente para abordar con éxito el próximo futuro y que los retos que nos aguardan se centrarán más en la mejoría de la calidad que en el crecimiento masivo.

V. CONCLUSIONES

El sector de fondos de inversión mobiliaria en España se encuentra en una encrucijada excelente para abordar con muchas posibilidades de éxito los retos que se le plantearán en el próximo futuro.

- Cuenta con un tamaño a considerar intermedio, pero suficientemente grande para que en él quepan distintas clases de producto, desde los más genéricos a los más específicos.

- Las distintas controversias por las que ha pasado le dan un nivel de madurez cara a desarrollos puntuales en la red de distribución. Asimismo, creo que puede llegar a controlar perfectamente los movimientos que puedan darse en la población de partícipes actual y futura.

- El sector tiene enormes posibilidades de acompañar, desde la profesionalidad que tiene, el aumento paulatino de la cultura financiera del país.

- La gran sintonía existente entre el sector de fondos de inversión y la CNMV es un elemento muy positivo de desarrollo, generando posibilidades de modernización legislativa, operativa, etc., de tal forma que el crecimiento esperado pueda ser equilibrado.

- Las sociedades gestoras deberán introducir elementos imaginativos que aderecen el producto fondo haciéndolo más universal y completo.

- Las sociedades gestoras deberán acometer inversiones importantes que tengan que ver con el desarrollo de su potencialidad cara a los mercados internacionales y cara a los procedimientos informativos y de comunicación con el cliente.

- Los mercados españoles necesitarán de cambios importantes incrementando su rapidez en la admisión, contratación e información. Asimismo se deberán ampliar a la contratación de nuevos activos.