

LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA SOCIEDAD ESPAÑOLA

María Luisa Atarés

El desarrollo de la inversión colectiva a través de los fondos ha sido, y está siendo, piedra de toque para que muchos ahorradores españoles se animen a entrar en los mercados. Invertir en fondos resulta muy positivo para el ahorrador, ya que desde sumas moderadas puede obtener rentabilidades en principio reservadas a los grandes patrimonios, con una gestión profesional y experimentada que controla el riesgo, y con destacadas ventajas fiscales.

Los fondos de inversión existen en España desde hace treinta años. Su primera regulación legal data de 1964, pero su espectacular desarrollo ha tenido lugar tras su segunda regulación en 1984 y, sobre todo, durante los cinco últimos años. Los fondos iniciaron su imparable carrera en 1991, cuadruplicando su patrimonio total gestionado, que pasó, según datos de Inverco, de un escaso billón de pesetas a 3,870 billones en diciembre de ese año. En el emblemático 1992 se captaron 2,441 billones de pesetas; en 1993, un incremento del 65 por 100 añadía 2,5 billones más, y en diciembre del año pasado los fondos de inversión gestionaban un patrimonio total de 12,2 billones de pesetas, y el número de partícipes rozaba los tres millones de personas.

Este curso ha empezado bien para la inversión colectiva. Como recuerda el catedrático **Prosper Lamothe**, en el primer semestre de 1996 los fondos han vivido un aumento de «aproximadamente tres billones de pesetas, hasta superar los 15 billones de patrimonio». El futuro se contempla con optimismo. «Nuestras previsiones nos llevan a considerar que, en el año 2000, el patrimonio de los fondos de inversión podría superar los 22 billones de pesetas», señala el Director General de Ahorro Corporación, **Javier Zoido**. Y hay analistas que aún van más lejos, y opinan que la próxima centuria se inaugurará con 30 billones de patrimonio en fondos.

De momento, nuestro país ocupa el quinto lugar de Europa —después de Francia, Luxemburgo, Inglaterra y Alemania— a muy corta distancia de este último país. Aunque, como dice **Manuel Menéndez**, Presidente de Caja Asturias, la inversión colectiva en España «está todavía lejos de su madu-

rez» tanto por tamaño, como por cultura financiera —aún escasa— y grado de sofisticación de sus productos.

El espectacular ascenso de este sistema de inversión colectiva en nuestro país se explica por la rentabilidad financiero-fiscal que proporcionan los fondos de inversión y la creciente necesidad de previsión de los ciudadanos. Aun conviviendo con sistemas alternativos, y quizá por sus características especiales de diversidad, liquidez, transparencia y divulgación, la inversión colectiva ha atraído en los últimos años una parte sustancial del ahorro español. Muchos ahorradores, huyendo de la inestabilidad del mercado de valores y de las altas comisiones bancarias de otros productos, vieron y ven en las ventajas fiscales de los fondos una posibilidad real de rentabilizar sus ahorros con la tranquilidad de encontrarse en manos de profesionales expertos.

El natural atractivo de los fondos de inversión tuvo su mejor aliado en el tratamiento fiscal establecido. A decir de los expertos, inicialmente se contemplaron tan bien como los fondos de pensiones, con la ventaja añadida de su liquidez. Las recientes modificaciones acordadas por la Administración suponen cambios significativos en el trato fiscal de estos productos: se fomenta la movilidad y la mayor competitividad y transparencia entre las gestoras. Las novedades son, por término general, ventajosas. Pero las rentas más bajas salen perjudicadas.

En lo que se refiere al impuesto sobre sociedades, quizá la novedad más importante, cuando la sociedad ha invertido sus fondos en instituciones de inversión colectiva, es el momento en que debe computar el ingreso, ya que la nueva ley del Impuesto, siguiendo los criterios del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, exige la contabilización como ingreso del ejercicio de la diferencia entre el valor contable y el valor liquidativo en la fecha de enajenación o de cierre del ejercicio. Tales ingresos han de incrementar la base imponible.

En lo referente a personas físicas, el cambio introducido en el tratamiento fiscal de los fondos, por

término medio, resulta ventajoso, especialmente, como señala **Mariano Rabadán**, en lo que se refiere a la inversión a medio o corto plazo. Se elimina la posibilidad de exención total a los quince años de la inversión. Pero si hasta ahora se tributaba a partir de dos años y un día al tipo medio y por toda la plusvalía generada, ahora se obtiene una plusvalía real fiscal, descontando un coeficiente que fijará el gobierno, y sólo se tributa por esa parte y al tipo del 20 por 100, lo que, en general, reduce la tributación. No obstante, tal medida pone en desventaja a las rentas bajas, cuyo tipo medio es inferior al 20 por 100. En tal caso, la única manera de evitar el perjuicio es vender la participación en el fondo entre el primer y el segundo año de vida de la inversión, ya que entonces la plusvalía tributará al tipo medio.

Estas novedades fiscales acaban con la inmovilización que suponía el sistema anterior —el «estancamiento de las inversiones», como señala **Martín Peñato**— y la primacía de la permanencia, fomentan la movilidad entre fondos y animan la competitividad entre gestores. Salen perdiendo la planificación a largo y los inversores de rentas bajas. Para ellos, y para todos, sería deseable establecer una tributación a tipo medio, con un máximo del 20 por 100.

¿Qué ocurre con los que ya eran partícipes de fondos antes de promulgarse estos cambios? Los que lo deseen podrán acogerse a un régimen transitorio, con vigencia hasta diciembre de 1996, que resulta muy favorable, ya que duplica el coeficiente anual de descuento; es decir, los inversores de 1994 que vendan su participación antes del próximo diciembre se descontarán el 14,28; los de 1993, el 28,56..., la exención total se produce en ocho años, en lugar de en quince. Las inversiones más beneficiadas por este régimen transitorio serán las que cuenten con una antigüedad de entre diez y trece años.

Los que opten por mantener sus inversiones y vendan a partir de enero del próximo año se encontrarán con que a la plusvalía obtenida entre diciembre de 1996 y el momento de la venta se le aplicará un coeficiente de actualización compensatorio. En cuanto a la plusvalía anterior dejará de tributar por el 28 por 100.

Puede decirse que, con algunas salvedades, las últimas modificaciones en materia fiscal suponen un nuevo empujón para la inversión colectiva, ya que favorecen la movilidad de los fondos —siempre a partir de un mínimo de dos años— y priman la rentabilidad por encima de la permanencia. Para **Manuel Menéndez**, estas novedades «fomentarán la competencia entre las gestoras». Los «peros», a decir de los expertos, son para los inversores más modestos, ya que la movilidad beneficiará, fundamentalmente, a los patrimonios altos y con capacidad de diversificación. «La nueva fiscalidad de la inversión colectiva mejora la anterior —apunta **Zoido**—, con salvedades para las rentas bajas y

para el ahorro con un sentido finalista en el largo plazo.»

A las ventajas fiscales, y de rentabilidad, liquidez y gestión profesional de los fondos de inversión, se une la ingente oferta de productos en el mercado: fondos de dinero, de renta fija, de renta variable, mixtos, de divisas, de inversión mobiliaria, de opciones y futuros, fondos de fondos... La amalgama de posibilidades no escapa al gusto de ningún ahorrador. Aunque el tirón más fuerte lo han protagonizado los fondos de renta fija y los fondos de dinero. Los primeros, por su carácter conservador tan afín al del ahorrador español medio, y los segundos, quizá, por ser los más fáciles de entender, ya que se asemejan mucho a una cuenta corriente, y por su objetivo de dar un horizonte de rentabilidad alto corriendo un riesgo adicional de precio.

La complejidad y variedad de los fondos exige una venta responsable y profesionalizada. El papel de las entidades gestoras es fundamental para la formación y mentalización del ahorrador español medio, cuya cultura financiera sigue aún lejos del nivel deseable. Cada vez acude más al reclamo de los altos rendimientos, la liquidez, la seguridad y la gestión profesionalizada. Pero, aún hoy, se mantiene un cierto grado de escepticismo ante esos productos, los fondos, que se presentaron como la panacea fiscal de los últimos tiempos y el mejor activo para un inversor no especialista. Los vaivenes de los mercados han servido para educar, en cierta manera, a los inversores, y se ha incrementado la demanda de productos con riesgo superior, pero aún queda mucho por andar.

La transparencia y la buena información son elementos indispensables en esta lucha, y han jugado un importante papel en los avances conseguidos hasta ahora. Los partícipes de fondos de inversión son, según los expertos, los mejor informados de nuestro país. No solamente disponen a diario del valor liquidativo de sus participaciones, sino que reciben información trimestral y anual muy amplia y detallada, esta última sujeta además a las correspondientes normas de auditoría. Inicialmente, el fondo era genéricamente bueno, pero como producto específico tenía que demostrar esa «bondad», y es ahí donde entra en juego la calidad de las sociedades gestoras.

Desde el punto de vista bancario, los fondos de inversión no son el producto más aconsejable ni el más rentable, ya que «se comen» parte de su pasivo, y las comisiones que generan no desarrollan demasiado negocio. El tremendo empuje de la inversión colectiva «ha contribuido a presionar al alza el coste de los pasivos bancarios, lo cual, junto con la creciente competencia por el lado del activo, ha intensificado la tendencia hacia el estrechamiento de los márgenes, que hace más difícil el ejercicio continuado de la actividad intermediadora», señala el director de Caixa Ourense, **Luis Carrera**. No obs-

tante, los bancos se han interesado por los fondos por el gran reclamo que estos han supuesto de cara a los inversores y que, de no ofrecerse desde sus oficinas, hubiera podido generar una escapada de clientes. El futuro de estos productos en cuanto a

políticas comerciales pasa, según **Asunción Ortega**, por «la especialización y la segmentación del mercado, la diferenciación entre competidores y la búsqueda de los mejores canales de distribución según el tipo de fondo».

Prosper Lamothe

Director de Inversiones del Área de Sociedades de Gestión de Inversiones y Seguros del Banco Santander

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La inversión colectiva se encuentra en España en un período de crecimiento espectacular, y con unas perspectivas de futuro excelentes. Así, el aumento de los fondos de inversión en los primeros seis meses del año ha sido de aproximadamente tres billones de pesetas, hasta superar la cifra de 15 billones de pesetas y se espera que este crecimiento se mantenga en los próximos años.

Las razones de este éxito son diversas, debiendo destacar las ventajas fiscales de los fondos frente a otras modalidades de activos y la atractiva rentabilidad que han ofrecido, con excepción del sobresalto de 1994, en los últimos años. Dentro de este panorama positivo, también existen algunas «sombras» que en mi opinión se pueden sintetizar en los siguientes aspectos:

Los fondos de inversión españoles invirtieron un excesivo porcentaje de sus activos en renta fija y activos monetarios. En concreto, el 93 por 100 de sus activos responde a estas modalidades de inversión, lo que es el porcentaje más elevado de todos los países desarrollados.

La comparación con los países anglosajones refleja diferencias abrumadoras. Así, los fondos españoles invierten un 6,7 por 100 en renta variable frente a un 94,3 por 100 de los fondos británicos y un 65 por 100 de los fondos USA. En países más próximos, como Italia y Francia, los fondos invierten un 23,2 por 100 y un 43,3 por 100, respectivamente, en acciones. Este fenómeno ha hecho que el efecto beneficioso de la inversión institucional en la actividad económica y en el empleo y la reducción del coste de capital-acciones de las empresas que la misma puede generar en España haya sido insignificante.

Redundando en estos argumentos, diremos que la inversión en activos emitidos por el sector privado se sitúa en una cifra próxima a los 600.000 millones de pesetas. Este importe representa un 4,02 por 100 del total activo de los fondos de inversión, lo cual es realmente un porcentaje reducido.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Uno de los retos de nuestro sistema financiero es lograr que las instituciones de inversión colectiva

coloquen más recursos en activos emitidos por el sector privado.

Por otra parte, en el momento de escribir estas líneas, las posibilidades de utilización de derivados y modulación de riesgos en los fondos de inversión son limitadas.

Es cierto que dentro de las últimas medidas aprobadas por el actual gobierno se contempla una mayor liberalización en el uso de estos instrumentos por parte de los fondos de inversión, lo cual corregirá esta deficiencia sufrida por la inversión colectiva española.

Otro inconveniente a señalar es el hecho de la poca diversificación internacional de los fondos de inversión españoles. Esto supone una asignación estratégica de activos ineficiente que, en nuestra opinión, se corregirá de forma paulatina en los próximos años.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—Con respecto a las últimas medidas fiscales del gobierno hay que decir que, en principio, presentan un perfil positivo, al orientarse hacia una mayor movilidad entre los diferentes instrumentos de actualización del ahorro. Quizá habría sido mejor incentivar más la inversión en renta variable y capital-riesgo frente a la inversión en renta fija y activos monetarios. En cualquier caso, los efectos de estas medidas deben ser positivos.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—Hay que resaltar el elevado potencial de crecimiento de la inversión colectiva en España. Así, a finales de 1997 es posible que los fondos de inversión se acerquen a los 20 billones de pesetas de patrimonio total, y los fondos de pensiones estén ligeramente por debajo de los cuatro billones. Estas cifras, impensables hace tres años, junto con las importantes tasas de crecimiento que debemos esperar hasta el año 2000, nos permiten afirmar que la inversión colectiva irá ocupando el papel principal dentro de nuestro sistema financiero. Este fenómeno ya ha ocurrido en países más avanzados, y aumenta la importancia de una adecuada regulación en este campo. Una regulación más liberal, acompañada de un mayor peso de la renta variable y de los activos internacionales, exigirá a nuestros fondos una gestión más avanzada, con un mayor uso de técnicas cuantitativas y un seguimiento exhaustivo de los mercados. Estamos seguros de que las gestoras de fondos sabrán responder a este reto.

Javier Zoido

Director General de Ahorro Corporación

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—En realidad, al hablar de inversión colectiva, deberíamos mencionar todos aquellos patrimonios que canalizan los recursos de una pluralidad de inversores, esto es, de las instituciones encuadradas en el ámbito de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y de las sometidas a la Ley Reguladora de Fondos de Pensiones, si bien, en nuestro país, por razones de dimensión y desarrollo, se identifica inversión colectiva con fondos de inversión y, en este entorno, cabe admitir que estas últimas instituciones atraviesan, en la actualidad, por un momento al que, a juicio de todos, cabe calificar como de madurez, si valoramos tanto el importe de sus patrimonios (12,2 billones de pesetas a 31 de diciembre de 1995) como el número de partícipes con el que se cuenta (2,95 millones de personas) y el grado de penetración que estas instituciones han alcanzado en el conjunto de los instrumentos financieros que forman parte de los activos financieros de las familias españolas.

No obstante, cabe indicar que, como elemento diferenciador que nos separa de una situación de pleno desarrollo, está la configuración del propio patrimonio de estas instituciones, centrada, básicamente, en la preponderancia de los activos a corto plazo y la escasa importancia de los activos de riesgo, lo que pone de manifiesto que, en cierto modo, tenemos que referirnos más bien al ahorro colectivo que a la inversión colectiva. El reto de los próximos años será, precisamente, traspasar esta frontera.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—El proceso seguido hasta la fecha es una resultante de la estructura financiera de nuestro país. Conviene precisar, como antes señalaba, que para que el sector de fondos de inversión alcance la fase de pleno desarrollo, caracterizada por la homogeneización en cuanto a estructura de sus inversiones con el de las instituciones similares a nivel internacional, es necesaria una modificación en preferencias de los demandantes de fondos de inversión hacia productos de mayor riesgo, que vaya generada y acompañada por un cambio en las técnicas de comercialización hacia aquellas que confieran una mayor importancia al asesoramiento al cliente basado en su situación fiscal y patrimonial.

En este contexto, y deseando una armónica evolución del sector, es inevitable el giro en la «manera de gestionar», de tal forma que se pase de la «generalización» actual con la que son caracterizados los fondos (fondos de dinero, renta fija, fondos mixtos, acciones, etc.) y la amplia discrecionalidad en la dirección de sus inversiones a la «precisión en la definición» de las inversiones de cada institución, que permita al partícipe potencial valorar el riesgo asumido y delimite la capacidad de decisión del gestor al marco de inversión previamente definido para el fondo.

En consecuencia, con independencia del desarrollo legal, que suponemos que, en todo caso, será liberalizador y permitirá la ampliación de la oferta de fondos, la evolución del sector hacia el pleno desarrollo está en manos de los comportamientos de oferentes y demandantes del producto.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—En general, la nueva fiscalidad de la inversión colectiva mejora la anterior, con salvedades hechas para las rentas bajas y para el ahorro con un sentido finalista en el largo plazo.

La tributación a tipo fijo actualizando los precios de compra por índices correctores de la inflación libera a los partícipes de la cautividad anterior, permitiéndoles modificar el soporte de su ahorro en función de las expectativas de los diferentes mercados financieros.

De cualquier modo, la pretendida movilidad, siempre a partir de al menos dos años de permanencia en la inversión, se producirá básicamente en las personas de patrimonio alto, con capacidad de diversificación, que serán objeto personalizado de atención y asesoramiento por parte de los gestores y los agentes comercializadores de fondos.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—En un escenario económico-financiero en el que nuestro país, en el año 2000, esté muy próximo a la integración en la UEM, cabe el hacer diversas aproximaciones al futuro de las instituciones de la inversión colectiva.

Tanto por los factores tendenciales del ahorro como por razones derivadas de la estructura de nuestros tipos de interés y el propio contexto socio-económico en el que se va a producir la adaptación de nuestra economía al marco de integración en la UEM, no nos cabe duda del incremento en la dimensión e importancia que estas instituciones ocuparán en el conjunto de las familias.

Nuestras previsiones nos llevan a considerar que en el año 2000 el patrimonio de los fondos de inversión podría superar los 22 billones de pesetas, lo que supone alrededor del 18 por 100 de los activos financieros en manos de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro, y representan un 30 por 100 del total del pasivo de bancos y cajas (22,3 por 100 en junio de 1996).

Estos datos se verán claramente amplificadas si se adicionan los fondos de pensiones, que esperamos tengan un claro desarrollo en los próximos años, debido, en parte, a la esperada revisión de su fiscalidad, determinando que casi una cuarta parte de los activos financieros familiares estén situados en el conjunto de instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión y fondos de pensiones).

Otro aspecto que puede suscitar más dudas es la configuración futura de las inversiones de estas instituciones, y si el comportamiento de los agentes comercializadores y las gestoras, y, en suma, las preferencias de los partícipes, pueden provocar una inserción claramente activa de los fondos de inversión y los fondos de pensiones en los mercados de capitales, cualquiera que sea la ubicación y estructura que estos tengan dentro del nuevo espacio monetario definido por la UEM.

Manuel Menéndez Menéndez

Presidente de Caja de Asturias

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—Está todavía lejos de su madurez, no sólo por cuanto su dimensión es relativamente pequeña, si se compara con la de otros países con mayor cultura financiera, sino también por el escaso grado de sofisticación de los productos. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que su importante desarrollo en los últimos años ha estado muy ligado a determinadas medidas fiscales y a las elevadas necesidades de recursos del Tesoro. Por otra parte, parece que el nivel de comprensión de los productos por parte de los clientes y las redes de distribución es, en muchos casos, deficiente.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Las últimas medidas fiscales del gobierno recogen ya buena parte de las aspiraciones del sector en dicha materia. En otro orden de cosas, consideramos conveniente la regulación de los denominados «fondos paraguas», así como cierta flexibilización de la normativa en cuanto a la contratación de productos derivados para la cobertura de riesgos.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—Podemos distinguir dos importantes modificaciones en la nueva tributación de los fondos de inversión, cada una de ellas con efectos positivos, tanto para los partícipes como para los propios fondos como instrumento de inversión, pero que también conllevan aspectos negativos para algunos de los partícipes, aunque en general puede decirse que el nuevo régimen resulta más beneficioso que el anterior.

Se modifica el sistema de cálculo de las variaciones patrimoniales, sustituyendo los coeficientes correctores por coeficientes de actualización y, por otro lado, se establece un tipo fijo para las inversiones con más de dos años de antigüedad.

Con el nuevo sistema de cálculo de las variaciones patrimoniales, se vuelve, en cierta forma, al procedimiento fijado en la Ley 44 del año 1978. Se abandona el sistema de coeficientes reductores en

función de la antigüedad, implantado por la Ley 18/1991, y se sustituye por la actualización del valor de adquisición mediante la aplicación de unos coeficientes que recojan el efecto de la inflación.

Este nuevo sistema presenta dos ventajas para los partícipes de fondos. Al tener en cuenta la inflación, sólo se tributará por la ganancia real, lo que supondrá dejar exenta una parte importante de las plusvalías obtenidas. Por otro lado, frente al anterior sistema que fomentaba el estancamiento al primar la antigüedad, el sistema actual favorece la movilidad de las inversiones facilitando el cambio de fondo, lo que provocará una mayor competencia entre las gestoras.

No obstante, no todo son ventajas para los partícipes. El sistema de coeficientes nunca llegará a la exención total de la plusvalía obtenida, con lo que muchos partícipes han visto defraudadas sus expectativas de no tributar por las plusvalías obtenidas en sus fondos.

La otra gran modificación en el sistema de tributación de las variaciones patrimoniales es el establecimiento de un tipo fijo del 20 por 100 para las plusvalías generadas en más de dos años. Esta medida, que supone eliminar la progresividad del sistema fiscal para las variaciones de patrimonio, beneficia a aquellos contribuyentes con un tipo medio superior a este porcentaje, y perjudica a los contribuyentes cuyo tipo medio de gravamen es inferior al 20 por 100, aunque, considerando las dos modificaciones en su conjunto, en la mayoría de los casos los contribuyentes resultan beneficiados con respecto al sistema anterior, al tener en cuenta el efecto de la inflación.

En definitiva, podemos considerar positiva la reforma para los partícipes, ya que al favorecer la movilidad de los fondos, primando la rentabilidad por encima de la permanencia, se fomentará la competencia entre las gestoras. Por otra parte, excepto a muy largo plazo, todos los partícipes salen beneficiados con el nuevo sistema de tributación, aunque también es cierto que las más favorecidas son las rentas altas.

—*¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?*

—Salvo que se produzcan cambios importantes en la normativa fiscal, los fondos de inversión continuarán ganando terreno a los productos bancarios tradicionales. Por otra parte, si se confirma el escenario de tipos de interés más bajos, probablemente los fondos que inviertan en renta variable y mercados internacionales irán ganando terreno en detrimento de los FIAMM y fondos garantizados. No obstante, conviene ser más cautelosos sobre esta segunda afirmación, dado que requerirá cambios culturales importantes en la clientela, cuya mentalidad ahorradora, con casi nula propensión al riesgo,

debería transformarse progresivamente en mentalidad inversora. En este proceso será esencial disponer de redes comerciales bien formadas, que sepan asesorar a los clientes y orientarlos hacia aquellos fondos que mejor se adapten a sus respectivas preferencias.

Luis Carrera Pasaro

Director General de Caixa Ourense

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La inversión colectiva supone actualmente una vía muy importante de materialización de los ahorros de las familias españolas, tanto en términos absolutos como en relación con el volumen de ahorro propiamente bancario, lo que la convierte en uno de los productos financieros de mayor éxito en los últimos tiempos en España.

Ahora bien, este éxito de la inversión colectiva en España se basa, sobre todo, en consideraciones fiscales, sin negar las ventajas que proporciona en términos de la diversificación y de una gestión profesionalizada de las carteras de los inversores. Por otro lado, la materialización de dicha inversión se halla excesivamente concentrada, de una u otra forma, en la deuda pública, con una aportación mucho menos relevante a la financiación de la economía real, y más concretamente a la economía productiva.

En este sentido, la principal cuestión que cabe plantear es si los efectos del tremendo empuje de la inversión colectiva en España en épocas recientes son, necesariamente, buenos para la economía real. Centrándonos en los efectos sobre las entidades de depósito y los agentes económicos que éstas financian, dicho empuje ha contribuido a presionar al alza el coste de los pasivos bancarios, lo cual, junto con la creciente competencia por el lado del activo, ha intensificado la tendencia hacia el estrechamiento de los márgenes, que hace más difícil el ejercicio continuado de la actividad intermediadora por parte de estas entidades, especialmente en un mundo donde el nivel de los riesgos financieros básicos —riesgo de crédito, riesgo de mercado— se ha incrementado significativamente.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—En principio, la inversión colectiva se encuentra suficientemente desarrollada en España para que no sea necesario estimularla más. Otra cosa es la necesidad de promover su mayor vinculación con la economía real, pero buena parte de esta finalidad exigiría tanto un mayor grado de desarrollo del mercado de renta fija privada como una mayor extensión de las empresas cotizadas en Bolsa, aspectos

ambos que, como tales, no corresponden propiamente al ámbito de la inversión colectiva.

Esto no quiere decir, sin embargo, que no se pueda contribuir a dicha finalidad desde el propio campo de la inversión colectiva. En este sentido, puede señalarse que el Decreto-Ley 7/1996 amplía las posibilidades legales para que las instituciones de inversión colectiva puedan tener en su activo valores no cotizados, si bien resulta dudoso que, al menos en un primer momento, esta vía tenga cierta relevancia, sobre todo si consideramos que queda mucho por hacer para que los valores cotizados privados —de renta fija y de renta variable— tengan una mayor presencia en estas mismas instituciones.

Por otro lado, se echan en falta en España algunas figuras de instituciones de inversión colectiva que ya han hecho acto de presencia en otros países de nuestro entorno, como los denominados fondos paraguas, los fondos de fondos, los fondos en depósitos bancarios, etc., que, por eso mismo, no sería extraño acabaran incorporándose también al sistema financiero español en un plazo más o menos breve. El último tipo de fondos mencionado podría tener un especial interés para las entidades de depósito de nuestro país como vía de equiparación en el trato fiscal efectivo de los fondos y el ahorro bancario.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—A pesar de que estas medidas eliminan, en principio, la posibilidad de que las nuevas inversiones en este tipo de instrumento estén totalmente exentas por el mero paso del tiempo, su efecto global debe considerarse beneficioso para los inversores, aparte de la importante aceleración y consolidación de las ventajas fiscales anteriores que se ha producido.

El problema está en que estas medidas han aumentado, por las mismas razones apuntadas, la brecha entre la inversión colectiva y el ahorro bancario, en claro perjuicio de éste, desde el punto de vista de la rentabilidad financiero-fiscal para el inversor-ahorrador. Aunque esta situación demanda una reforma global de la tributación de las rentas de capital, no cabe duda de que la efectividad de una reforma de este tipo se encuentra, en estos momentos, muy condicionada por las exigencias de reducir el déficit público ante la relativamente próxima decisión de los países que pueden formar parte de la tercera fase de la unión económica y monetaria (UEM).

Precisamente, el inmediato advenimiento de la UEM señala el camino que se debe seguir en España más tarde o más temprano, dado que, en un área donde no sólo existe plena libertad de movimientos de capitales, sino que, incluso, se habrá lle-

gado a suprimir el riesgo de cambio en el seno de la misma, no pueden existir diferencias sustanciales en el tratamiento fiscal de cada uno de los instrumentos financieros o, de lo contrario, el ahorro se acabaría moviendo hacia los países con fiscalidad más baja en este terreno desde aquéllos que la tengan más alta, situación indeseable para unos y otros.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—En principio, mientras se mantenga el trato fiscal favorable hacia los fondos de inversión sobre otras modalidades de ahorro financiero, puede preverse un futuro prometedor para ellos mismos, probablemente sin los fuertes crecimientos relativos registrados en el período 1991-1993.

No obstante, posteriormente, los inversores en fondos han conocido muy bien algunos riesgos que los pueden hacer menos atractivos en determinadas circunstancias, como fue el caso de los FIM en 1994, como consecuencia de la emergencia de un acusado riesgo de mercado. En este sentido, como se demostró en ese mismo año, los depósitos bancarios aportan la importante ventaja de garantizar la recuperación del nominal depositado si la entidad bancaria es lo suficientemente solvente, como es la mayoría de los bancos y, sobre todo, cajas de ahorros de nuestro país, o si el depósito es lo suficientemente reducido en su importe para que esté cubierto por el correspondiente fondo de garantía.

La modificación en el régimen fiscal de los fondos derivada del Decreto-Ley 7/1996 puede entenderse como un riesgo regulador, que planea permanentemente sobre éstos, y que no siempre ha de inclinarse en favor del inversor. De hecho, no todos los inversores en fondos han salido necesariamente beneficiados con dicho cambio. En este sentido, estimamos que actualmente existe una gran probabilidad de que se reduzca sensiblemente la desventaja fiscal con que está penalizado el ahorro bancario, en cuyo caso éste podría recuperar buena parte del terreno perdido en favor de los fondos en los últimos años.

Asunción Ortega Enciso

Consejera de Gesticaixa

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La situación actual de la inversión colectiva en España es francamente positiva. El crecimiento del sector está siendo casi exponencial durante los últimos ejercicios, con aumentos progresivos en los volúmenes administrados desde principios de la presente década. A finales del año 1990 el patrimonio total invertido en fondos era de 14 billones de pesetas, mientras que a 30 de junio de 1996 se han sobrepasado ya los 15 billones. Hoy en día, cada uno de los tres grupos financieros con mayor volumen de fondos está por encima de las cifras totales nacionales de cinco años atrás.

No se trata solamente de una cuestión de incremento de patrimonio. El número de partícipes también ha experimentado una evolución similar. Así, a 31 de diciembre de 1990 los tenedores de fondos de inversión en España eran poco más de 500.000, mientras que en la actualidad esa cifra se eleva a tres millones y medio de ahorradores que confían en esta modalidad de inversión.

Los fondos garantizados, convertidos en la auténtica estrella de la inversión colectiva en 1996, han contribuido en gran medida a que a mitad de año se hayan superado ya las previsiones que la mayoría de analistas hacían para el ejercicio completo.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Estamos en un momento clave para nuestra industria, pues los niveles alcanzados hasta ahora deben consolidarse y servir de trampolín hacia nuevas cotas, y que ello se consiga va a depender de las medidas que se tomen, tanto legislativas como fiscales, de *marketing*, estrategias inversoras, etcétera. Por tanto, el esfuerzo por afianzar el sector nos implica a todos los que, de una u otra manera, estamos vinculados a él, pero no cabe duda que la mayor influencia viene determinada desde el ámbito legislativo (aprobación de la directiva comunitaria, nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva) y fiscal. Esto permitirá la creación de figuras como los «fondos de fondos», los *master-feeder funds* (fondos de adhesión) o los «fondos de efectivo».

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—Hay que destacar que la reforma fiscal emprendida por el nuevo gobierno no ha hecho más que empezar, por lo que habrá que esperar a que sea completada para valorar en su justa medida el impacto que tendrá sobre el sistema a nivel global, y la posición competitiva en la que queda cada producto frente al resto de alternativas; no obstante, consideramos que es una medida que ayudará a un mayor crecimiento de la inversión colectiva.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—El futuro de la inversión colectiva en España no puede ser más prometedor. Algunos analistas están hablando de niveles de alrededor de los 18 billones de pesetas para el cierre del presente ejercicio y de 30 billones en el año 2000. Aunque dar cifras concretas siempre es muy aventurado, lo que parece indudable es que la tendencia creciente va a continuar, y podría incluso acentuarse. En este sentido, cabe recordar que existen en el mundo más de 30.000 fondos de inversión, de los cuales casi la mitad en la Unión Europea, y que gestionan un volumen conjunto de 700 billones de pesetas. Además, otros países de nuestro entorno con mucha más tradición en inversión colectiva que España continúan creciendo. En concreto, las previsiones de incremento hasta el año 2000 son, para Francia, del 30 por 100; para Luxemburgo, del 20 por 100, y para Alemania, del 11 por 100. Por tanto, todo hace pensar que esa misma línea será la que siga el mercado español.

En cuanto a políticas comerciales, el futuro está en la especialización y la segmentación del mercado, la diferenciación entre competidores, la búsqueda de los mejores canales de distribución según el tipo de fondo. Opinamos que serán estas cuestiones las que marcarán la evolución próxima del mercado. Otro aspecto que cambiará la estructura actual será el de las nuevas formas de distribución a través de cajeros automáticos, banca telefónica, redes informáticas, etcétera.

Respecto a productos, hemos de ver muy pronto en España un gran abanico de nuevas posibilidades, como los ya citados fondos de fondos, fondos de adhesión y fondos sectoriales, sin olvidarnos de los fondos ecológicos, los regionales o los fondos paraguas.

Todas estas nuevas estrategias y productos deben representar estímulos progresivos para acercarnos a las cifras globales de mercado comentadas anteriormente.

Tomás Martín-Peñato

Presidente de la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—En la actualidad, la inversión colectiva está en unos niveles medios. La necesidad de satisfacer un determinado tipo de inversión que tuviera seguridad y rentabilidad al mismo tiempo, la puesta en funcionamiento de los fondos de pensiones, tanto internos como externos, y, por qué no decirlo, la necesidad de financiar el déficit público, han potenciado de un modo considerable un mercado que hasta hace unos años tenía una importancia meramente testimonial.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Bajo el punto de vista del desarrollo cuantitativo, no observo grandes inconvenientes, como indicaba en su pregunta anterior. A mí, probablemente, me interesa más el destino o la finalidad de los fondos captados por este sistema, porque, como es conocido, el ahorro se coloca en deuda pública o en títulos con cotización en Bolsa. Sin embargo, la trascendencia de dichas inversiones en nuestra región es limitada, por lo que, asumiendo quizá una mayor prima de riesgo, habría que hacer compatible este tipo de inversión con la financiación a empresas medianas, incluso pequeñas, que son las únicas que, concretamente en Castilla-La Mancha, pueden crear empleo.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—La publicación del Real Decreto-Ley ha introducido unos mayores grados de dinamismo, puesto que, a través de las medidas fiscales, se puede eliminar el estancamiento de las inversiones. En concreto, la eliminación de la exoneración total a través de los coeficientes reductores moviliza la inversión, ya que se elimina la posibilidad de dejar de pagar impuestos por la vía del plazo. No cabe duda de que también se reconocen los derechos adquiridos por la antigüedad recogida en la normativa de 31 de diciembre de 1995. Resultan interesantes, de cara a la inversión, la creación del tramo de 200.000 pesetas que se liquidan a cero y la posibilidad de reducir la inflación en la obtención de la base imponible por la que se ha de liquidar.

Con independencia de lo expuesto, me gustaría lanzar un reto: puesto que existe un ahorro canalizado a través de libretas, cuentas corrientes o imposición a plazo fijo, con una importancia económica y social de enorme consideración, y que está sometido a tratamientos fiscales tradicionales, por no decir antiguos, sería conveniente que en el momento en que los Presupuestos del Estado lo permitieran, se tuvieran en cuenta algunos de los incentivos recogidos en la Ley que estamos comentando para aplicarlos a estos colectivos que, concretamente en Castilla-La Mancha y en nuestra caja, son un elemento crucial para su desarrollo.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—A la vista de los balances de las entidades financieras, la inversión colectiva ha tenido un fuerte desarrollo en los últimos años y es muy posible que tras el Real Decreto-Ley 7/1996 se incremente el atractivo de este tipo de inversión hasta llegar a adquirir la importancia que mantienen en otros países de nuestro entorno, con una mayor tradición y desarrollo de estos mercados.

Mariano Rabadán Forniés

Presidente de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO)

—¿Qué opinión le merece la situación actual de la inversión colectiva en España?

—La situación actual, en cuanto a volumen de patrimonio gestionado por los fondos de inversión, es ciertamente satisfactoria. Así, en los ocho primeros meses de este año se ha pasado de 12,18 billones de pesetas a 16,03; es decir, casi cuatro billones más. En lo referente al número de partícipes, se ha pasado de 2,92 millones a 3,78 millones; es decir, casi un millón más en este período.

Por otra parte, las sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como de capital variable, alcanzan casi medio billón de pesetas de patrimonio, y cerca de cien mil accionistas.

Estos datos contrastan con los de ejercicios anteriores, 1994 y 1995, en los que los crecimientos de patrimonio gestionado apenas superaron un billón de pesetas por año.

—¿Qué aspectos considera que sería necesario mejorar para un adecuado desarrollo de la inversión colectiva?

—Actualmente, hay dos horizontes temporales en la modificación de la legislación: uno a corto plazo, introducido por el Real Decreto 7/1996, que modificó la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva en dos puntos concretos. En primer lugar, la posibilidad de utilizar instrumentos financieros derivados u otras técnicas para conseguir una adecuada cobertura de los riesgos de cartera de las instituciones; y en segundo lugar, la posibilidad de invertir parte del activo de estas instituciones (el no sujeto a coeficientes) en valores no cotizados. Ambas modificaciones están pendientes de desarrollo normativo, y probablemente la primera de ellas pueda estar en vigor hacia finales de año, mientras la segunda no lo estará hasta el primer trimestre de 1997.

En un horizonte de medio plazo, estaría una reforma global de la actual Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, vigente desde 1984, hace ya más de doce años. El proyecto de nueva directiva comunitaria sobre instituciones de inversión colectiva, aparte de introducir nuevas figuras de fondos (*master-feeder funds*, fondos de fondos, etc.), establece otras modificaciones a la directiva de 1985, como la libre prestación de servicios por parte de los depositarios, etc. Como consecuencia del re-

traso en su aprobación, algunos países europeos, como Inglaterra, Alemania, Suiza o Portugal, se han adelantado a modificar sus legislaciones nacionales en la línea de la futura directiva, por lo que España debería seguir esta tendencia en un futuro próximo.

—¿Cuál es su opinión respecto a las medidas fiscales recientemente adoptadas por el gobierno en relación con la inversión colectiva?

—La nueva normativa fiscal sobre los incrementos y disminuciones patrimoniales, aplicable también a los partícipes en instituciones de inversión colectiva que sean personas físicas, modifica la tributación en función de la temporalidad de la inversión, por un tipo fijo a partir de dos años y un día.

Con esta nueva regulación no se han respetado los derechos adquiridos por aquellos partícipes que suscribieron participaciones de fondos con posterioridad a la entrada en vigor de la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, en 1992, y que tenían una exención de tributación progresiva hasta quedar exentos pasados quince años de permanencia en un fondo. Por otra parte, la no aplicación del mínimo exento de 200.000 pesetas a las plusvalías generadas por inversiones en estas instituciones crea una desigualdad no justificable respecto a otras inversiones generadoras de incrementos de patrimonio.

A pesar de estas consideraciones, el nuevo régimen fiscal favorece la inversión a corto o medio plazo, dotándola de mayor movilidad, por lo que, en conjunto, puede entenderse neutral respecto al régimen fiscal anterior, pero, en todo caso, menos favorable que en otros países de nuestro entorno.

—¿Qué futuro prevé para la inversión colectiva en nuestro país?

—El futuro de las instituciones españolas es muy alentador, al igual que en el resto de países desarrollados. En este sentido, la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (FEFSI), realizó el año pasado unas previsiones para el año 2000, pasando de los 18 billones de pesetas en junio de 1995 a 30 billones de pesetas en diciembre del año 2000, lo que supone casi duplicar el patrimonio en sólo cinco años.

Es lógico que, en un entorno creciente e irreversible de integración de los mercados financieros y monetarios, el ahorro doméstico se centre cada vez más en gestores profesionales, en lugar de realizarse directamente por las familias.

Por otra parte, la tendencia futura del ahorro en España seguirá la de los países más desarrollados, que centran el ahorro familiar en productos financieros de ahorro-previsión (fondos de inver-

sión, fondos de pensiones y contratos de seguros), en contraposición a los tradicionales depósitos bancarios.