

# La distribución de instrumentos financieros, entre el cambio fiscal y la MiFID

*Ignacio Ezquiaga\**

El momento actual es importante para la distribución de productos financieros. Por una parte, al inicio de 2007 se ha producido un cambio sustancial en el tratamiento fiscal de las diferentes modalidades de canalización del ahorro, con las reformas del IRPF, del Impuesto de Patrimonio así como del Impuesto de Sociedades. Por otra, está próxima la entrada en vigor de la directiva Markets in Financial Instruments (MiFID) que regulará, entre otros temas, la relación entre distribuidores y clientes con el fin de proteger a estos últimos. Analizaremos aquí los desafíos estratégicos del mercado de distribución de activos en clientes minoristas, especialmente los de banca privada, en el contexto de la estructura del ahorro en España y adoptando el punto de vista de la actividad de distribución de activos en las redes bancarias. Los efectos previsibles de estos cambios tributarios y regulatorios deben considerarse en conjunto y partiendo de las características del proceso de distribución de activos financieros que realizan las entidades financieras, que es el hegemonicó en España.

El cambio fiscal ha sido muy relevante. Por una parte, el IRPF introduce una tarifa "plana" del 18 por 100 para las "rentas del ahorro", igualando aparentemente el tratamiento fiscal de todos los instrumentos, pero, al mismo tiempo, la reforma endurece las condiciones para la exención del Impuesto de Patrimonio de las empresas personales, restringe las condiciones a cumplir en la reinversión de beneficios extraordinarios para gozar de la deducción correspondiente en el Impuesto de Sociedades o define ventajas claras para los productos de ahorro-vida del tipo capitalización y generación de rentas temporales o vitalicias como instrumentos de previsión social privada.

\* Subdirector General de Finanzas y Banca Privada. Caja de Ahorros de Murcia.

Los efectos previsibles de estos cambios, en nuestra opinión, no supondrán un desplazamiento dramático entre instrumentos. La reforma abunda en las ventajas a los instrumentos que generan rentas (complementarias de las pensiones públicas o asistenciales, por ejemplo), por lo que la cuestión ahora es si tendrá lugar un surgimiento gradual de una nueva orientación para el ahorro a largo plazo con el formato de Planes individuales de ahorro sistemático (PIAS) o rentas vitalicias. La reforma modifica además el régimen de exención del Impuesto de Patrimonio de las empresas familiares, lo que implicará una mayor relevancia del límite a la tributación conjunta de IRPF y Patrimonio, y un cambio de estrategia en la materialización del ahorro en el seno de estas empresas. Al mismo tiempo, aumentará la presión para que se elimine el Impuesto de Patrimonio.

El enfoque que seguiremos considera el cambio fiscal del ahorro que entra en vigor en 2007 en el contexto del proceso de distribución de activos, servicio que fundamentalmente realizan las entidades de depósito, y cuya regulación se verá desde 2008 condicionada por la aplicación de la directiva comunitaria MiFID.

## I. La distribución de productos financieros

La evolución general de la banca comercial desde una estrategia basada únicamente en los servicios de proximidad —con la oficina como centro de atracción del cliente— hacia otra multifocal y multicanal, que incluye también los servicios personalizados —para empresas o personas— es el resultado de una maduración de la competencia. La necesidad de diferenciar, en este contexto, sus servicios por cada entidad ha provocado una mayor orientación hacia la

satisfacción de las necesidades de los clientes. Estos demandan cada vez más un tratamiento singularizado e integral que el alto grado de competencia se encarga de generalizar. La distribución de activos en la banca ha debido desarrollarse así como parte importante de un servicio integral al cliente, en el que las relaciones se establecen sobre bases sólidas, estrechas y de largo plazo: atención personalizada, conocimiento del cliente, y oferta continua y permanente de soluciones para sus necesidades de financiación y de inversión a lo largo de su vida.

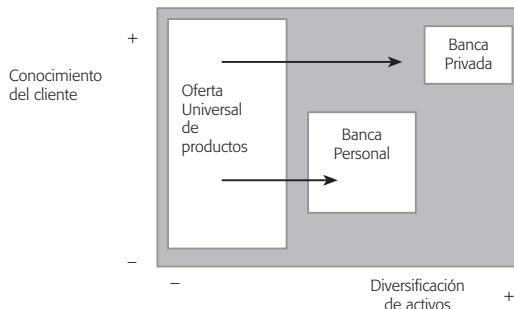
### I.1. Estructura del negocio de la distribución de activos y la MiFID

En la cadena del valor añadido de los servicios financieros el peso de la distribución ha ido ganado terreno sobre el de la producción o gestión: la diferenciación del servicio, en definitiva, descansa más sobre la capacidad de relación con los clientes que sobre el propio diseño de productos. No es extraño, pues, que de las comisiones de gestión que implícitamente los partícipes pagan en sus fondos de inversión, entre un 70 y un 80 por 100 sea cedido por las entidades gestoras a las distribuidoras mediante contratos de comercialización. Así las cosas, tampoco resulta raro que muchas entidades hayan ampliado su gama de productos hacia otros gestionados por entidades que no pertenecen a su grupo original, o que cada vez sea más frecuente encontrar entidades de vocación únicamente distribuidora que comercializan productos, bajo criterios de independencia, de una amplia gama de entidades gestoras.

Esto es así, porque, en definitiva, ningún producto o servicio —sea depósito, depositaría de acciones o bonos, fondo de inversión, *unit linked*, plan de pensiones o seguro de ahorro-vida— puede satisfacer por sí solo las necesidades de un cliente en la materialización específica de su ahorro. Los productos tienden a ser estándar y muy similares de una a otra entidad gestora. La mayor parte del valor añadido para el cliente que se pregunta cómo organizar su riiqueza financiera, es decir, el *stock* de ahorro acumulado como resultado de su renuncia a consumir ahora en aras de poder hacerlo más delante, no está en el producto sino en el apoyo que puede encontrar en su entidad distribuidora para encontrar la mezcla de productos que mejor satisface sus objetivos como ahorrador. La clave pues para satisfacer las necesidades de los clientes es doble: primero, su correcta percepción por parte de la entidad distribuidora y después, la búsqueda conjunta de las mejores soluciones, es decir, el asesoramiento permanente. El tratamiento personalizado de clientes es una evolución desde la oferta discreta de productos “uno a uno” hacia la oferta continua de soluciones “de cartera” (mezcla de productos) ante las necesidades detectadas.

Esquema 1

#### ESTRUCTURA DEL MERCADO DE DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS



Para que la tarea de distribución como ejercicio de valor añadido sea rentable para la entidad, obviamente, el servicio ofrecido no puede ser universalmente homogéneo. Se trata de la distribución de instrumentos de un servicio de elevados costes en cualificación de los recursos humanos y en inversión en sistemas e información. En este sentido, muchas entidades segmentan a sus clientes para ofrecerles sus servicios de manera diferenciada. Así, es frecuente, en los servicios de ahorro e inversión, que la canalización de los servicios atienda —con variantes según las entidades— a tres niveles (ver esquema 1):

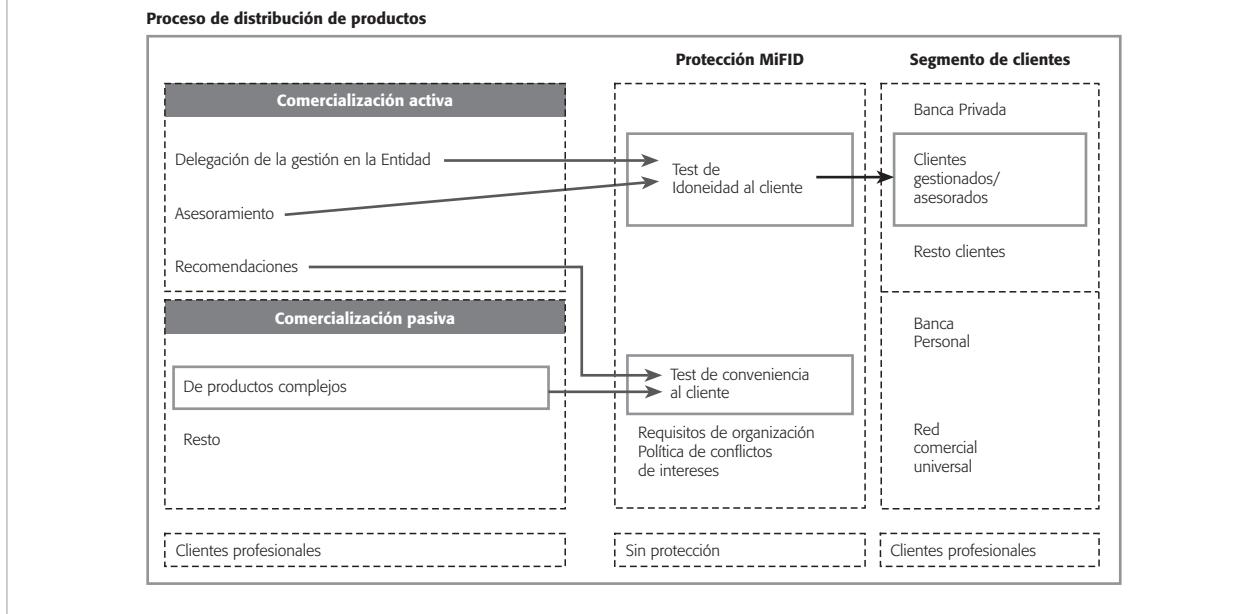
a) La **banca privada**<sup>1</sup>, el servicio más especializado y de mayor valor añadido, en el que se asigna a cada cliente un gestor especializado que actúa como asesor. Estos gestores orientan y asesoran a sus clientes *carterizados* (asignados a priori) que, normalmente abarcan diferentes oficinas de la entidad. Se trata de una comercialización generalmente activa y, con frecuencia incluye, el asesoramiento y en ocasiones, la delegación de la gestión. Lógicamente está basado en el conocimiento del cliente y en una gama amplia de productos y servicios.

b) La **banca personal**, el servicio que ofrece la red de gestores que, desde dentro de las oficinas comerciales de la entidad, atienden personalizadamente a sus clientes *carterizados*, gracias a una formación y unas herramientas de información al cliente específicas. Es, en general, una comercialización pasiva pero con atención personal.

<sup>1</sup> Para una amplia revisión de este concepto puede consultarse Instituto Español de Analistas Financieros, *Innovación en los mercados financieros: mejores prácticas en banca privada* IEAF, julio, 2006, o también Accenture, Morgan Stanley e Instituto de Empresa, *Tendencias y Estrategias de la Banca Privada*, 2006.

Esquema 2

## MiFID Y DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTOS A CLIENTES



c) El **conjunto de la red**, en cualquier caso, participa de las ventas de productos de inversión de baja volatilidad —basados en renta fija o con capital garantizado— que se comercializan con una orientación al producto y no tanto de cliente. Se trata de productos sencillos y universales que se distribuyen muchas veces en base a campañas con objetivos comerciales (de colocación) específicos. En este ámbito de la distribución, la comercialización es pasiva y solo trata de que el cliente conozca correctamente el producto que pide.

La nueva regulación europea del mercado en instrumentos financieros, conocida como MiFID<sup>2</sup>, tiene como objetivo la protección del inversor y exige a las entidades el cumplimiento de unas normas de conducta para la prestación de sus servicios de inversión a clientes. Muchos de los aspectos tratados por las directivas que constituyen el conjunto MiFID están ya regulados en España por la CNMV o el Banco de España, o forman parte de recomendaciones, como las guías de procedimientos impulsadas por la

CNMV. No obstante, algunos otros serán más novedosos. En la actualidad, aunque las regulación será de obligado cumplimiento a partir de noviembre de 2007, no se han definido las líneas específicas que perfilarán su adaptación a España: así, cuestiones básicas como la lista de "productos MiFID", la línea divisoria entre productos "complejos" y el resto, o la distinción entre comercialización activa y pasiva aún no están cerradas.

La directiva distingue críticamente entre la comercialización pasiva de instrumentos financieros —en la que es el cliente quien toma la iniciativa— y la activa —en la que es la entidad quien recomienda un producto concreto—. La norma obligará a las entidades a seguir un protocolo que garantice la protección del cliente. Así, las entidades deberán pedir al cliente o posible cliente que facilite información sobre sus conocimientos o experiencia en el ámbito de la inversión correspondiente, de modo que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto es adecuado para el cliente, a fin de registrar esta adecuación en un test de **conveniencia**. En el caso de que la empresa de inversión concluya que el producto o servicio no es adecuado para el cliente, deberá advertirle de su opinión, previamente a realizar la venta. Si el cliente no accede a facilitar esta información, la entidad deberá advertirle (en formato normalizado) que ello implica no poder evaluar la conveniencia.

Cuando la entidad se limita exclusivamente a ejecutar órdenes del cliente, con o sin prestación de servicios auxiliares,

<sup>2</sup> La MiFID es la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006 por la que se aplica la Directiva del 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión. El Reglamento CE núm. 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto, aplica además la Directiva de 2004 en lo que se refiere a la obligación de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de los instrumentos financieros.



es decir, cuando la comercialización es pasiva, si los productos no son complejos (ver lista en esquema 3), la iniciativa es del cliente o posible cliente, no existe conflicto de intereses y se informa claramente de que no está obligada a realizar el test de conveniencia, entonces este no es obligatorio.

Si la entidad asesora o gestiona por cuenta del cliente sus inversiones, entonces está obligada a llevar a cabo un test más completo, el llamado test de **idoneidad**, que además de recoger los conocimientos o la experiencia del cliente deberá cubrir la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente.

## I.2. La banca privada

Los servicios de asesoramiento —o servicios de banca privada, como los denominaremos en este artículo— son un caso especial en el proceso de distribución de activos y se configuran como un servicio de apoyo a las decisiones del cliente, que parte de su conocimiento. En algunos casos, llegan incluso a una delegación por parte del cliente de la gestión de una parte o algún aspecto de su capacidad de decisión, actividad regulada en los contratos de gestión, cuyo modelo debe aprobar la CNMV. Se estructuran en tres áreas paralelas:

1. El apoyo a la planificación financiera del cliente de acuerdo con su condición económica actual y sus expectativas futuras. De la planificación financiera se derivan las necesidades financieras y de ahorro del cliente a lo largo de su vida (es decir, la determinación de sus horizontes temporales) así como de cobertura de sus riesgos de todo tipo. Este análisis es la clave de la llamada “venta cruzada” de préstamos, productos de ahorro y seguros de riesgo, que permite aumentar la vinculación, rentabilización y fidelización del cliente en la misma medida en que este aumenta su satisfacción como tal.

2. Estructuración financiera de su cartera de ahorro, de acuerdo con sus horizontes temporales, su grado de aversión a la volatilidad de los valores de mercado de sus inversiones y las expectativas de evolución futura de estas.

3. Optimización fiscal del ahorro: materialización de las inversiones en depósitos, fondos de inversión, planes de pensiones y primas de seguros de ahorro, seleccionando aquellos más adecuados con su planificación fiscal.

En definitiva, los servicios comerciales deben basarse en el conocimiento del cliente cuando son preativos u ofrecen asesoramiento para tratar de adecuar la inversión del cliente a las características personales de este. Si su horizonte temporal es de largo plazo, mayor habrá de ser su proporción de inversión en renta variable, pero si es corto, deberá centrarse en inversiones vinculadas al euribor. Como quiera que la evidencia histórica muestra que las rentabilidades de las acciones en el largo plazo son muy superiores a los tipos de interés a corto plazo, la clave reside en determinar los objetivos de largo plazo del cliente —jubilación, cambio de vivienda, educación de los hijos, etc.—, de los que él muchas veces no es consciente. Al mismo tiempo, se trata también de orientar al cliente en su posicionamiento a lo largo de la frontera eficiente de rentabilidad y volatilidad. La materialización de su cartera en instrumentos concretos (fondos, planes, depósitos, etc.) dependerá de consideraciones fiscales objetivas (el tratamiento de cada producto) y subjetivas (si la riqueza está en manos de persona física o jurídica).

En los últimos años, la aproximación a los clientes a través de estrategias de banca privada y banca personal parece haberse desarrollado muy ampliamente, aunque sin duda, con relevantes matices de una entidades a otras. Además, como veremos más adelante, los tres niveles de servicios antes descritos se han desarrollado en paralelo y con pesos diferentes según las entidades. La exención en el IRPF de las ganancias patrimoniales en los traspasos en-

tre fondos de inversión, vigente desde el inicio de 2003 en España, es un hito clave para comprender el desarrollo de la banca personal y la banca privada. Fue mucho más que una ventaja fiscal adicional —a añadir entonces a la tributación al 15 por 100 de las plusvalías realizadas cuando éstas superaban el año de antigüedad— para el ahorrador que materializa su inversión en este tipo de instrumento: implicaba un reforzamiento de la gestión del ahorro como **gestión activa de carteras**.

### I.3. El ahorro como cartera

Una gestión activa se distingue de otra pasiva en que la primera asume un cierto grado de **riesgo**. Riesgo, en este contexto, no debe confundirse con **volatilidad**. Una cartera mayoritariamente formada por renta variable, por ejemplo, será siempre muy volátil en su valor de mercado. Sin embargo, puede ser muy arriesgada para un inversor de horizonte temporal corto y poco o nada arriesgada para un cliente de largo plazo. El riesgo que se asume es un concepto subjetivo, en el sentido de que depende de las condiciones del sujeto propietario de la cartera: su horizonte temporal, es decir, para qué ahorra<sup>3</sup>. En contraste, la volatilidad es un concepto objetivo, mensurable en toda cartera con independencia de las características de su propietario. Gracias a la evidencia histórica —las series largas de volatilidad y rentabilidad en los diferentes mercados— sabemos que las carteras diversificadas, al mezclar en diferentes proporciones de renta variable y fija en sus distintos plazos, pueden generar pares de volatilidad y riesgo eficientes (maximizando la rentabilidad esperada estadísticamente y minimizando la volatilidad). Es lo que se conoce como **carteras eficientes**<sup>4</sup>.

La gestión pasiva de una cartera trata de diseñar y mantener en el tiempo una cartera eficiente adecuada al perfil del cliente, a la sazón, de su **horizonte temporal**. Si es largo, con una alta proporción de renta variable correctamente diversificada; si es muy corto, exclusivamente con activos monetarios. En definitiva, carteras que tratan de generar el mayor valor posible para el cliente, anulando su riesgo. La gestión activa, trata de generar una rentabilidad para el cliente al final de su horizonte temporal superior a la que obtendría de la gestión pasiva, asumiendo un cierto grado de riesgo. Para ello, se incorporan los juicios de mercado a corto plazo, estableciéndose estrategias específicas a lo largo

del proceso de gestión. Por ejemplo, si el gestor mantiene una opinión extraordinariamente positiva para la evolución de la renta variable en los meses próximos, entonces hará que su cartera tenga una mayor proporción de renta variable que la que del puro ejercicio de la gestión pasiva se hubiera derivado. De esta forma, si la bolsa sube como esperaba, la revalorización de su cartera activa será superior a la de la gestión pasiva, pero si sus augurios no se cumplen, su rentabilidad será inferior. Asume ese riesgo.

Otra forma, menos generadora de riesgo pero también propia de la gestión activa, es la que trata de estructurar el componente renta variable o renta fija de una cartera con juicios de mercado sobre los valores concretos —acciones, en un caso, y bonos o activos monetarios, en el otro— a seleccionar, separándose del canon de diversificación marcado por la gestión pasiva para tratar de batirla en rentabilidad, pero sin cuestionar los pesos generales de renta fija y variable. En todo caso, una gestión activa es siempre una “carrera de fondo” en la que se trata de batir en resultados una cartera eficiente de gestión pasiva, que se configura como *benchmark* o referencia de la cartera real a gestionar activamente<sup>5</sup>.

### I.4. Personalización, la banca privada y fiscalidad

<sup>3</sup> En definitiva, el horizonte temporal es el período en el que el cliente mantiene su ahorro para al final del mismo gastarlo o empezar a gastarlo.

<sup>4</sup> Sobre carteras eficientes puede consultarse, por ejemplo, Elton, Gruber, Brown y Goetzmann, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, Wiley, sexta ed., 2003.

<sup>5</sup> Por eso no es apropiado utilizar como *benchmark* un simple índice bursátil, por ejemplo, pues este no es sino la representación de una cartera confeccionada con valores ponderados según su capitalización. Debe buscarse el *benchmark* que mejor se adapta al perfil del cliente: la cartera eficiente cuya volatilidad sea asumible para el cliente, teniendo en cuenta su horizonte temporal.

En este punto, interesa introducir una reflexión adicional sobre la cadena del valor añadido de la industria de servicios financieros para el ahorrador. La atención personalizada al cliente en el ámbito de distribución de activos permite configurar un espacio adecuado para el asesoramiento sobre la cartera más adecuada a sus objetivos y sobre su *benchmark*. Además, es en la distribución donde se enmarca la figura específica de la delegación de la gestión de la cartera desde el cliente a la entidad, surgiendo la figura del gestor. Las carteras se configuran como mezclas de productos estándar, seleccionados no sólo por la fiscalidad del cliente sino también por el coste fiscal de la gestión, que siempre implica ventas y compras.

La gestión de una cartera está siempre muy condicionada por los efectos fiscales de las ventas que implican los cambios de estructura. Por eso, la eliminación del "peaje fiscal" en el cambio de fondo fue una revolución que, en primer lugar, implica la flexibilidad y capacidad de asunción de riesgo que toda cartera precisa para alcanzar sus objetivos de rentabilidad que supere la de referencia de una cartera "neutral", construida como cartera eficiente en cuanto a volatilidad y horizonte temporal. Poder "escapar" de un fondo para preservar las plusvalías acumuladas o evitar mayores minusvalías cuando el juicio del inversor sobre el futuro de los precios en el mercado en que aquel invierte es negativo, para pasar a otro que invierte en un mercado con mejores perspectivas, sin tener que realizar un reembolso con impacto fiscal; una flexibilidad que en otros países ha existido siempre. En segundo lugar, la exención abría un nuevo período para la competencia entre gestores de fondos –en el ámbito de la producción– y también en la esfera de su distribución. Además, las nuevas reglas del juego constituyan la base para el desarrollo de nuevos servicios de banca personal y privada.

El cambio de fiscalidad de los fondos introducía así la nueva figura del traspaso, que sustituye a la del reembolso cuando se reinvierte inmediatamente en otro fondo. Si hasta ahora el partícipe estaba de alguna forma "prisionero" de su inversión, como consecuencia de las implicaciones fiscales de un eventual reembolso, mayores con el paso del tiempo, con el cambio se añade un nuevo valor a su inversión: la flexibilidad y adaptabilidad a circunstancias cambiantes en los mercados. En España, solo los planes de pensiones gozaban de esta condición. Por lo demás, esta carencia venía paliándose con los *unit linked*, que con sus cestas de fondos o valores realizables sin coste fiscal permitían una personalización de la gestión, o para volúmenes muy elevados de inversión y con la exigencia de un mínimo amplio de partícipes, las SICAV. Este cambio implicó la posibilidad real para el partícipe en fondos de inversión

de modificar la estructura de su inversión, lo que clarificó los papeles de cada parte en el proceso de comercialización de este instrumento y supuso una alteración profunda de su mercado en España.

### I.5. La estructura del ahorro de las familias

El stock de ahorro de las familias es, de acuerdo con las Cuentas Financieras elaboradas por el Banco de España, un 167 por 100 del PIB a junio de 2006. Tras el fuerte ascenso del peso de los fondos de inversión en las carteras de las familias (ver cuadro 1) en los años noventa, en los últimos diez años ha tenido lugar una estabilización de la estructura de esta riqueza. Los fondos han cedido parte de su peso, estabilizado ahora en torno al 13 por 100, a favor de las primas de seguros de ahorro, los depósitos bancarios y los planes de pensiones. Por su parte, la tenencia directa de acciones se ha mantenido en torno al 30 por 100, aunque en el período analizado caen con el año 2002 (en parte, por la caída de precios en las bolsas) para recuperarse en los años siguientes (por su revalorización, fundamentalmente). Así, al final del primer semestre de 2006, las familias mantienen en torno un 40 por 100 de su cartera en liquidez (incluyendo depósitos bancarios y efectivo), un 13 por 100 en fondos de inversión, un 30 por 100 en renta variable y sólo un 7 y un 6 por 100, respectivamente, en seguros de vida-ahorro y planes de pensiones.

Si nos detenemos en los mercados de fondos de inversión, los cuadros 2, 3 y 4 muestran sus características básicas en España, con la salvedad de que las cifras contempladas corresponden solo a los fondos de las gestoras de inversión colectiva españolas y no de las internacionales, cuyo peso es todavía pequeño pero creciente (un 13,7 por 100 del total, es decir, 41.595 millones de euros adicionales a las cifras que aquí presentamos, aunque el peso en el crecimiento de los fondos en 2006 ha sido del 42,3 por 100). Como puede observarse, sólo un 30 por 100 del patrimonio total corresponde a fondos abiertos con algún peso en renta variable y sólo un 9 por 100 está constituido en fondos de renta variable pura.

Los bancos representaban, a noviembre de 2006, el 63 por 100 del saldo de los fondos españoles, mientras las cajas de ahorros se situaban en el 28 por 100, dejando al resto de instituciones distribuidoras un papel menor. Las cajas estaban muy por debajo de la cuota de los bancos pero la han aumentado (unos tres puntos desde 2000), a su costa, en los últimos años. La estructura de los fondos distribuidos por bancos y cajas es similar, si bien los primeros superan a estas en el peso de los fondos garantizados en más de tres puntos porcentuales: un 28,1 frente a un 24,8

Cuadro 1

**ESTRUCTURA DE LA RIQUEZA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS**  
 (Millones de euros)

	Dic. 1998	Porcentaje		Dic. 2002	Porcentaje		Jun. 2006	Porcentaje	
	Base 100	\$/PIB nom.	2002	Base 100	\$/PIB nom.	2006	Base 100	\$/PIB nom.	
Liquidez	334.658	37,6	62,0	472.564	45,9	64,8	633.379	40,3	67,4
Efectivo	49.424	5,5	9,2	48.107	4,7	6,6	87.513	5,6	9,3
Depósitos transferibles	46.018	5,2	8,5	70.281	6,8	9,6	279.113	17,8	29,7
Depósitos no transferibles	239.216	26,9	44,3	354.176	34,4	48,6	266.753	17,0	28,4
Valores distintos de acciones	23.455	2,6	4,3	28.302	2,7	3,9	46.747	3,0	5,0
Acciones	267.186	30,0	49,5	235.733	22,9	32,3	477.349	30,4	50,8
Participaciones en Fondos de Inversión	175.945	19,8	32,6	133.928	13,0	18,4	203.854	13,0	21,7
Reservas en seguros de vida	43.325	4,9	8,0	89.846	8,7	12,3	112.016	7,1	11,9
Reservas en Fondos de Pensiones	46.155	5,2	8,6	69.024	6,7	9,5	97.209	6,2	10,3
<b>Total</b>	<b>890.724</b>	<b>100</b>	<b>165</b>	<b>1.029.397</b>	<b>100</b>	<b>141</b>	<b>1.570.554</b>	<b>100</b>	<b>167</b>
Promemoria: PIB Nominal	539.493			729.206			940.000		

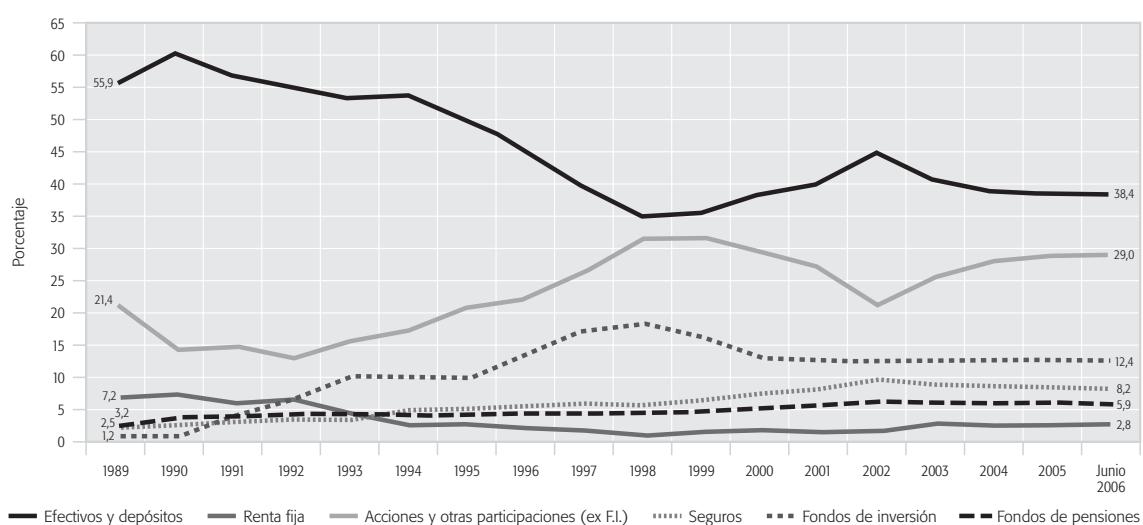
Fuente: Banco de España.

por 100, respectivamente. Esta diferencia se debe, fundamentalmente, a las estrategias de los dos grandes bancos, que han coincidido a lo largo de la década, en crecer a tra-

vés de fondos de este tipo, en contraste con el modelo más equilibrado de las cajas y la casi marginalidad de este tipo de fondos en el resto de las instituciones (cuadro 4).

Gráfico 1

## EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS PARTICULARS (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 2

**ESTRUCTURA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE GESTORAS ESPAÑOLAS**

(Datos 31 diciembre 2006)

	Número Fondos	Patrimonio mill. €	Estructura Patrimonio
Monetarios	15	1.715	0,65
Garantizados	825	66.633	25,45
Volatilidad	1.876	185.054	70,67
Renta Fija (RF)	603	105.693	40,36
RF Mixta	293	23.033	8,80
Renta Variable (RV)	561	32.092	12,26
RV Mixta	415	24.233	9,25
Inmobiliarios	9	8.455	3,23
<b>Total</b>	<b>2.715</b>	<b>261.857</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Ahorro Corporación.

Cuadro 4

**DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE GESTORAS ESPAÑOLAS SEGÚN ENTIDAD COMERCIALIZADORA**

Datos a 31 de diciembre 2006

	Bancos	Cajas de Ahorro	Otros
Monetarios	1,0	0,0	0,4
Garantizados	28,3	24,8	7,8
Volatilidad	66,5	74,1	88,7
Renta Fija	39,2	46,2	30,4
Renta Variable	12,0	10,4	19,6
Mixtos	15,3	17,6	38,7
Inmobiliarios	4,2	1,1	3,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>261.857</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Ahorro Corporación.

Los fondos garantizados son productos complejos en su diseño —combinan elementos patrimoniales con derivados más o menos sofisticados— pero que tienen como resultado final una aparente simplicidad de cara a su comercialización. Por eso, suelen ser el producto más adecuado para las campañas de colocación en las redes bancarias, como han venido haciendo sistemáticamente BBVA y SCH en los últimos años. Los fondos monetarios, por su parte, sufrieron en los últimos años la etapa de tipos de interés extraordinariamente bajos del BCE, siendo sustitui-

dos en las prioridades de comercialización de las entidades por los fondos de renta fija vinculados al euríbor, que invierten en bonos a tipo de interés variable.

Cuadro 3

**CUOTAS DE MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN DE GESTORAS ESPAÑOLAS SEGÚN GRUPOS DE ENTIDADES COMERCIALIZADORAS (2000-2006)**

	Dic. 2000	Dic. 2003	Dic. 2006
Bancos	65,6	64,8	62,9
Cajas de Ahorros	25,5	27,5	28,2
Soc. y Ag. de Valores	4,1	3,1	4,3
Compañías de Seguros	2,8	3,0	2,6
Otros	1,9	1,7	2,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Ahorro Corporación.

## II. El cambio fiscal de 2007

La reforma fiscal en vigor desde 2007 ha sido considerada por muchos como un avance en la neutralidad respecto del tratamiento de las rentas del capital. La opinión que mantenemos aquí es que es dudoso que sea así. Reflexionemos, en primer lugar, sobre lo qué significa realmente "neutralidad". La práctica hacendística ha sido muy volátil en España en su tratamiento de los rendimientos y ganancias patrimoniales derivadas de los instrumentos financieros en que se materializa el ahorro y esta volatilidad parece derivarse, como es frecuente en todos los países industrializados, de la ausencia de un paradigma al respecto.

### II.1. La neutralidad del ahorro

Esquemáticamente suelen enfrentarse dos enfoques de política tributaria contrapuestos. Por una parte, un enfoque tradicional que ve en el ahorro un capital que genera rentas alternativas a las del trabajo —y generadas por un grupo social "capitalista" diferenciado del colectivo de los trabajadores— y cuyo tratamiento fiscal debe tender a superar al de las rentas del trabajo por razones de "progresividad".

En contraste con esta posición, más recientemente se han abierto paso en las políticas fiscales las posiciones que defienden que el ahorro de las personas físicas no es sino la parte de la renta disponible que no se consume y, por ello, debe contemplarse por la Hacienda como el resultado de una decisión del contribuyente de diferimiento de consumo —trasladar en el tiempo el poder adquisitivo de la parte de la renta ahorrada para consumir en el futuro, por ejemplo, en la jubilación— y que, por tanto, la neutralidad debería tender a la exención fiscal de sus rentas, ya que, al final, los capitales ahorrados tienen su origen en las rentas del trabajo o de la actividad profesional o empresarial, por lo que son ya netos de impuestos, y estarán además gravados por el IVA cuando se trasformen en líquidos para realizar gasto de consumo, alcanzado el horizonte temporal del ahorrador. En la medida en que se desee desde la política económica favorecer el ahorro, el gravamen sobre sus rentas no debería nunca superar el del consumo. Tampoco debería gravarse su stock (patrimonio).

Como en muchos países, nuestra fiscalidad sobre los rendimientos del capital procede históricamente de un enfoque similar al segundo, pero en los últimos 15 años se han venido configurando políticas fiscales que, con mayor o menor fortuna —y en todo caso, de manera excesivamente cambiante—, se han inspirado en el primer enfoque. La socialización del ahorro, vivida en nuestro país en las últimas décadas, como consecuencia de la mejora de la renta disponible y del clima de estabilidad financiera alcanzado, está sin duda en el origen de este cambio de orientación que tiene su momento fundamental en el año 1992, cuando se establece la nueva fiscalidad de las plusvalías generadas por los fondos de inversión, con sus porcentajes de abatimiento hasta la exención total a los 15 años de tenencia<sup>6</sup>. Se trataba de una política de mejora de la fiscalidad del ahorro que buscaba su protección cuando se orientaba al largo plazo, dejando fuera de este “paraíso fiscal” los instrumentos típicos del corto plazo. Desde entonces la fiscalidad del ahorro ha cambiado con gran frecuencia, alterándose la lista de instrumentos favorecidos en mayor o menor medida.

En este contexto, hay que señalar que, más que garantizar la neutralidad fiscal de los diferentes instrumentos de ahorro, la nueva fiscalidad del ahorro que ha entrado en vigor en 2007 homogeneiza el tratamiento tributario de instrumentos que seguramente no se consideraban vehículos de “ahorro” a efectos de su tratamiento tributario, como los depósitos bancarios a menos

<sup>6</sup> Véase J. M. DOMÍNGUEZ (2006): “El tratamiento fiscal de los fondos de inversión en el IRPF: un análisis comparativo”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 87.

de dos años, cuyos rendimientos tributaban al marginal del IRPF, respecto a los fondos de inversión. Sin embargo, en paralelo concentra las ventajas fiscales —la casi exención o la propia exención— más espectaculares en los productos de seguros que generan rentas vitalicias o temporales que tenderán a convertirse en importantes destinos del ahorro, aunque su peso sea ahora marginal, por ser su tasa efectiva sustancialmente menor a la normal del 18 por 100.

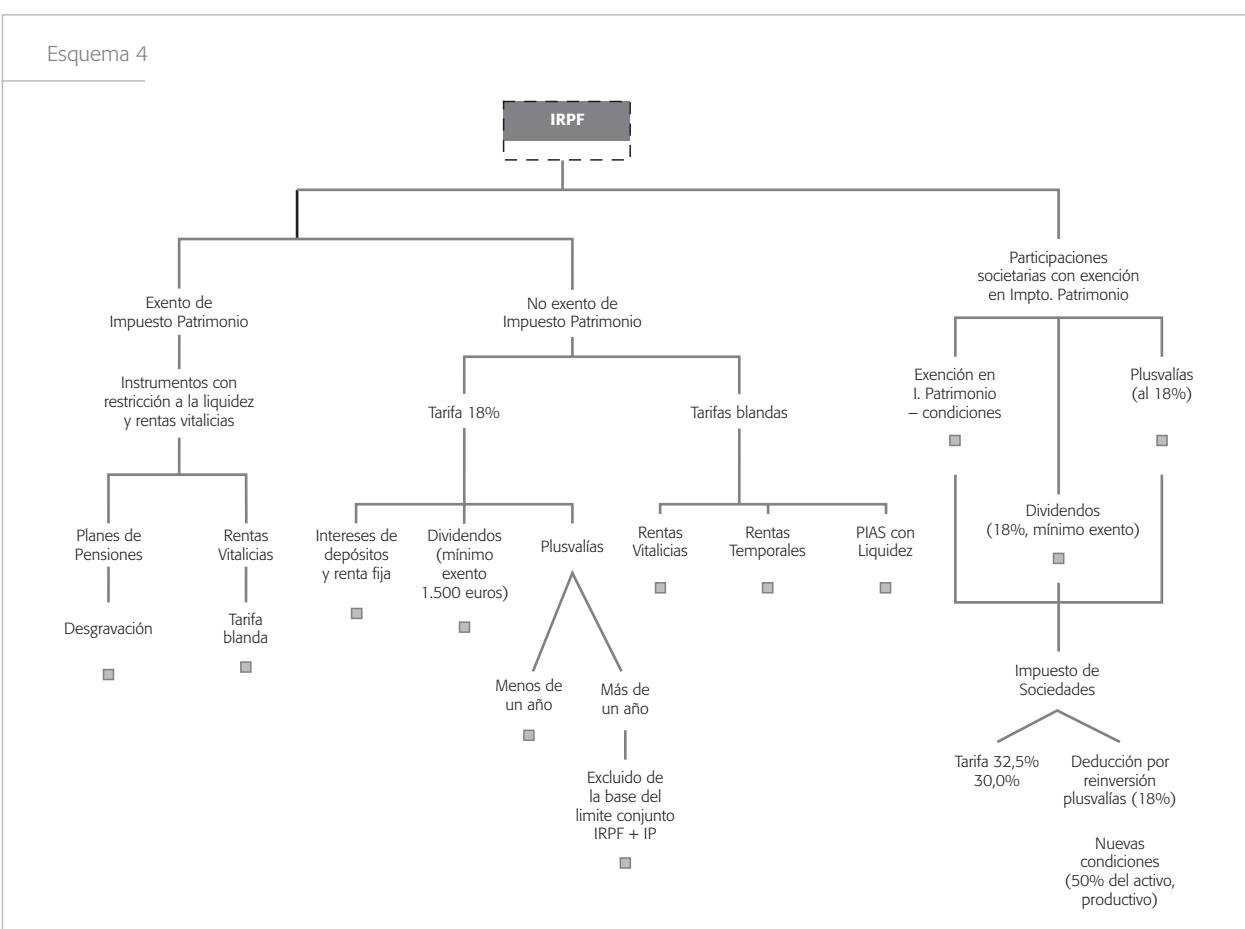
Así, mientras se incluyen ahora en la base del ahorro (que sustituye a la “especial”, vigente hasta 2006) los rendimientos y plusvalías generados por todos los instrumentos financieros, sea por pago de intereses o dividendos, o por venta, rescate o reembolso, para gravarlos al 18 por 100, se desplaza paralelamente el tratamiento impositivo “blando”, hacia los denominados planes individuales de ahorro sistemático (PIAS) y los seguros de ahorro-vida que generan rentas vitalicias o temporales. Así, las diferencias en el tratamiento fiscal de depósitos bancarios y fondos de inversión son ahora menos importantes si el patrimonio neto del contribuyente no es alto. Conforme el impacto del impuesto de patrimonio es más relevante en la carga fiscal del ahorrador, la comparación entre estos instrumentos se decide claramente a favor de los segundos. Otra cosa, es el más que discutible sentido de fijar en el 18 por 100 la tarifa especial del ahorro, que contrasta con el 15 por 100 de que hasta 2006 disfrutaban las plusvalías de antigüedad superior al año en el IRPF o con el 16 por 100 de la tarifa normal del IVA.

## II.2. El nuevo mapa de la fiscalidad del ahorro

En cualquiera caso, el hecho es que la reforma de 2007 configura un nuevo mapa de la fiscalidad del ahorro, como generador de rendimientos o plusvalías (IRPF) y como tal patrimonio (Impuesto de Patrimonio e Impuesto de Sucesiones). Para obtener una visión de conjunto (esquema 4), contemplaremos, en primer lugar, el tratamiento fiscal del ahorro cuando su titular directo es una persona física, para después, considerar el caso en que el titular del ahorro es una sociedad a su vez propiedad de una familia, es decir, el caso típico de las empresas familiares que combinan activos productivos y financieros.

### 1) Patrimonio financiero directo

Comenzaremos pues con la tenencia directa de activos por parte de las personas físicas. La nueva fiscalidad viene a perfilar tres grandes áreas de activos, según su tratamiento tributario en el IRPF.



En primer lugar, los **instrumentos cuyos rendimientos tributan al 18 por 100 en la nueva base del ahorro del IRPF**, que pueden estructurarse en tres grupos:

a) Los que son capaces de diferir el pago de impuestos por ponerse de manifiesto sus rendimientos solo si se venden (o reembolsan o rescatan) y permiten modificar durante su tenencia estrategias de inversión sin tributar en cada cambio en ésta:

a.1) **Fondos de inversión:** si el reembolso pone de manifiesto una plusvalía ésta tributa al 18 por 100 (antes al 15 por 100). La figura del **traspaso**, instaurada como hemos señalado en 2003 y que permite vender un fondo para reinvertir –cambiar de estrategia inversora ante la evolución de los mercados, por ejemplo, o cambiar de entidad gestora o distribuidora, en atención a la calidad del servicio– en otro sin pagar impuestos, refuerza el diferimiento fiscal como una de las capacidades más apreciadas de estos vehículos de inversión.

a.2) **Unit linked:** solo si se rescata tributa en el IRPF y lo hace al 18 por 100. Aunque no pueden traspasarse como los fondos su capacidad de diferimiento también se

ve reforzada por el hecho de que el gestor –la compañía de seguros– puede modificar la composición de su inversión sin tributar.

b) El caso de las **acciones**: se trata de instrumentos que tributan al 18 por 100 por sus plusvalías (cuando se venden) y por sus dividendos (conforme se perciben), pero para estos la nueva ley del IRPF permite un mínimo exento de 1.500 euros al año (por ejemplo, si la rentabilidad por dividendo de una acción fuera del 3,5 por 100, estarían exentos los dividendos de una inversión de unos 42.000 euros).

c) El resto de los productos que tributan al 18 por 100 no tienen ventajas singulares: se trata de los **depósitos bancarios**, las **cesiones temporales** o los **valores de renta fija**.

En segundo lugar, el grupo de **instrumentos cuya fiscalidad en el IRPF podríamos definir como “blanda”**, por ser sustancialmente menor que el 18 por 100 normal. Se trata de instrumentos que materializan en todos los casos ahorro a largo plazo, aunque la fiscalidad preserva su liquidez no penalizándola. Pueden clasificarse en dos tipos, según su consideración en la ley del IRPF:

a) Sin límites de aportación:

a.1) Las **rentas vitalicias** aseguradas mejoran sustancialmente su tratamiento fiscal, de forma que ahora se gravan al 18 por 100, frente al marginal aplicado hasta ahora, corregido con unos coeficientes según la edad del ahorrador en el momento de la constitución, solo ligeramente menores que los vigentes hasta la reforma. Así, por ejemplo, un contribuyente de más de 70 años soporta una tarifa efectiva de solo un 1,44 por 100 y otro, con una edad por debajo de los 40 años, del 7,2 por 100, menos de la mitad de la tarifa normal del ahorro.

a.2) La **rentas temporales** aseguradas también mejoran su fiscalidad, gracias a que los coeficientes reductores se aplican sobre el 18 por 100, según el plazo de la renta a percibir: entre un 2,16 por 100 de tipo efectivo si la renta es igual o inferior a cinco años y un 4,5 por 100 si es superior a 15 años.

b) Con un límite a las aportaciones anuales (8.000 euros, adicionales a los aportados al plan de pensiones) y 240.000 euros en total (es decir, 30 años aportando al máximo): se trata de **los PIAS**, antes citados, cuyos rendimientos y primas se acumulan como mínimo durante diez años, para después generar una renta vitalicia. Los rendimientos capitalizados en su fase previa al cobro de la renta vitalicia están libres de impuestos (exención total) y el cobro de la renta está gravado al 18 por 100 corregido con los mismos coeficientes que los de los seguros de rentas vitalicias ya analizados. Se trata, además, de un instrumento que puede ser líquido, al no estar penalizado su rescate (simplemente se paga el 18 por 100 por el rendimiento obtenido) y al ser traspasables sin coste fiscal.

Cuadro 5

**RENTAS VITALICIAS INMEDIATAS**

Porcentaje según edad del rentista	Porcentaje Renta que tributa		Tipo efectivo (porcentaje)	
	2006	2007	2006	2007
Menor de 40 años	45	40	20,25	7,20
Entre 40 y 49 años	40	35	18,00	6,30
Entre 50 y 59 años	35	28	15,75	5,04
Entre 60 y 65 años	25	24	11,25	4,32
Entre 66 y 69 años	25	20	11,25	3,60
Mas de 70 años	20	8	9,00	1,44

Cuadro 6

**RENTAS TEMPORALES INMEDIATAS**

Porcentaje según duración de la renta	Porcentaje Renta que tributa		Tipo efectivo (porcentaje)	
	2006	2007	2006	2007
Inferior o igual a 5 años	15	12	6,75	2,16
Entre 5 y 10 años	25	16	11,25	2,88
Entre 10 y 15 años	35	20	15,75	3,60
Superior a 15 años	42	25	18,90	4,50

Finalmente, el tercer perfil diferenciado de fiscalidad es el que corresponde a los **planes de pensiones**. Siguen siendo el único producto desgravable —con el límite correspondiente a la edad (10.000 ó 12.500 euros según sea el contribuyente menor o mayor de 50 años)— en el IRPF, pero pierden la reducción del 40 por 100 de la tarifa a

Cuadro 7

**PIAS**

Período Capitalización	Porcentaje Rendimiento que tributa		Tipo efectivo (porcentaje)
	—	0,00	
Período Percepción Renta Vitalicia:			
Menor de 40 años	40	7,20	
Entre 40 y 49 años	35	6,30	
Entre 50 y 59 años	28	5,04	
Entre 60 y 65 años	24	4,32	
Entre 66 y 69 años	20	3,60	
Mas de 70 años	8	1,44	

Cuadro 8

**ESCALA GRAVAMEN 2007**

Base liquidable	Tipo marginal (porcentaje)
0 €-17.360 €	24,00
17.360 €-32.360 €	28,00
32.360 €-52.360 €	37,00
Mas de 52.360 €	43,00

aplicar cuando en la jubilación el contribuyente percibe el capital acumulado de una sola vez. Su renta vitalicia tributa con la tarifa general (como rendimiento del trabajo) y no al 18 por 100, por lo que, si añadimos además la cuestión de su liquidez, sus ventajas pasan a ser superadas, en rigor, por los PIAS.

Por otra parte, mientras las rentas de los planes de pensiones tributan en la jubilación como si fueran rentas del trabajo pero las aportaciones son desgravables en la base imponible en el momento de realizarlas, los planes de ahorro sistemático no pagan impuestos cuando, tras el período de capitalización, se convierten en una renta vitalicia. Además, esta tributa, como hemos visto, de forma "blanda". Se trata de dos productos susceptibles de ser aprovechados simultáneamente por muchos contribuyentes, reforzando su ahorro a largo plazo con buenas condiciones fiscales.

La tributación de **las plusvalías** merece un comentario adicional. Por una parte, empeora su tratamiento, al elevarse su tarifa del 15 al 18 por 100 pero, por otra, ésta se aplica desde el primer momento —sin exigir la antigüedad de un año—, lo que es una mejora sustancial para algunos inversores, sobre todo, los que rotan sus carteras y tienen, por tanto, una actividad relevante dentro del año.

Todos los instrumentos financieros constituyen, como hasta la reforma, parte de la base imponible del Impuesto de Patrimonio (IP), a excepción de los planes de pensiones o las rentas vitalicias cuando estas se diseñan sin liquidez para el tomador. Esto hace del IP una cuestión fundamental y particularmente relevante para los ahorradores de cierta edad, a la sazón, los que ya han pagado sus hipotecas residenciales en el contexto de un sistema en el que los incentivos para la previsión social complementaria son elevados, dadas las limitaciones de las pensiones públicas. El patrimonio neto de ellos es generalmente significativo y está compuesto por todo tipo de instrumentos, además de los propios planes que, como hemos destacado, están, exentos de este impuesto.

La tributación máxima conjunta por IRPF e IP se sitúa en el 60 por 100 de la base del IRPF, aunque corregida a estos efectos. El exceso sobre el 60 por 100 amaina la carga por patrimonio hasta un límite fijado por un mínimo del 20 por 100 de la cuota original. Hasta la reforma esta base era la general. Ahora está constituida por la suma de las bases generales y del ahorro, excluyendo las plusvalías con más de un año; es decir se mantiene el criterio previo a la reforma. Solo las plusvalías con más de un año de antigüedad siguen fuera de la cuota íntegra del IRPF relevante y de la base sobre la que gira el **límite a la cuota conjunta** del IRPF y el IP, lo que sin duda es una ven-

taja clave que mantienen los fondos de inversión (y los valores) en relación con la tributación, en los patrimonios de cierto importe.

Nótese que estos patrimonios son ya relevantes, sobre todo, en los sectores banca privada y banca personal, y lo serán más en el futuro, conforme la previsión social privada de las rentas medias y altas acumule más saldos de ahorro. Para estas rentas, el IP es especialmente duro, dados sus extraordinariamente elevados tipos impositivos —que se expresan como porcentaje del patrimonio, entre el 0,2 y el 2,5 por 100— y teniendo en cuenta que los valores patrimoniales que se utilizan son los liquidativos o de rescate (lo que incluye las plusvalías latentes).

## 2) Patrimonio financiero en sociedades

Para los stocks de ahorro importantes, el IP es una variable crítica, por lo que no es extraño que en los últimos años haya surgido a partir de las empresas familiares originarias, exentas del IP y de sucesiones, la tendencia a mantener en el balance de la sociedad una proporción significativa del ahorro financiero familiar. El camino muchas veces seguido ha sido la construcción de estructuras societarias (*holding*) en las que incorporar, respetando el criterio del 50 por 100 de activos afectos a la actividad empresarial, parte de la riqueza financiera, con el consiguiente ahorro fiscal<sup>7</sup>, en términos de patrimonio. En ocasiones, esta forma se ha venido completando con el uso de la deducción por reinversión de los beneficios extraordinarios que permite el Impuesto sobre Sociedades si los importes realizados se reinvierten.

La materialización de las inversiones financieras en este tipo de sociedades ha tenido en las SICAV un frecuente, aunque no exclusivo, destino. Se trata de una figura de inversión colectiva con formato jurídico de sociedad, lo que ha permitido identificarla por parte de muchos empresarios como "su" participada para inversiones financieras, con la ventaja, frente a la tenencia directa de activos por parte de una sociedad mercantil, de tributar al 1 por 100, como los fondos de inversión, en las plusvalías realizadas con ventas propias del proceso de gestión de la cartera. Obviamente, la venta de una SICAV propiedad de una sociedad mercantil inserta o no en un *holding*, tributa a la tarifa normal del Impuesto de Sociedades.

<sup>7</sup> El límite del 50 por 100 mínimo del activo de una empresa para que ésta sea considerada como afecta a la actividad y por tanto exenta del IP se media hasta la reforma de 2007 por el peso de los inmuebles afectos a actividad y las participaciones de más del 5 por 100 en sociedades también con actividad empresarial (con el mismo criterio del 50 por 100).

Esta tendencia se ha venido desarrollando a pesar de que las tarifas sobre los rendimientos del ahorro en el IRPF han sido en las últimas décadas claramente más favorables que la tarifa del Impuesto de Sociedades, lo que da una idea de la relevancia de la carga fiscal del IP y del de sucesiones. Además, el mantenimiento en el balance de inversiones financieras aumenta los problemas de la empresa familiar en lo que se refiere a la distribución de su capital, la búsqueda de socios externos a la familia o la propia sucesión.

La reforma de 2007 arremete contra la exención de este tipo de empresas familiares<sup>8</sup> y contra la deducción por reinversión<sup>9</sup>, dos de las claves más utilizadas para la "huída" del IP. Además de endurecer las condiciones para la exención, la reforma establece que esta solo alcanzará al valor de las participaciones en la parte que corresponda a la proporción existente entre los activos necesarios para el ejercicio de la actividad empresarial o profesional, netos de deudas, y el valor del patrimonio neto total. Esta regla se aplica también a las participadas del *holding*, con el consiguiente efecto en cadena.

La reforma ataca también otro aspecto relevante de las estrategias societarias del ahorro: la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios en el Impuesto de Sociedades que permitía hasta 2006 tributar al 15 por 100, con la condición de reinvertir con determinadas condiciones, se modifica desde 2007 en el sentido de elevar la tributación al 18 por 100 y endurecer los criterios a cumplir para poder acogerse a la deducción.

Se trata de un cambio muy relevante, dado que algunos patrimonios financieros (e inmobiliarios), no afectos a la actividad, podrían con el cambio pasar a tributar tanto en patrimonio como en su momento en Sucesiones y Donaciones. Las grandes fortunas están ya sustituyendo sus carteras de valores en sus SICAV por la compra directa de participaciones accionariales de más de un 5 por 100.

Un caso diferente es el de las **sociedades patrimoniales** que la reforma elimina. Se trataba de las herederas del régimen de transparencia, por lo que, siendo sociedades propiedad de personas físicas, tributaban como en el IRPF –15 por 100 en plusvalías de más de un año–, aplicándose un “marginal” teórico del 40 por 100. La ventaja residía fundamentalmente a efectos de Patrimonio, dado que su valoración era el valor teórico contable y no el de liquidación teórica.

<sup>8</sup> Disposición final cuarta de la Ley del IRPF y de modificación del IS, IP y rentas de no residente, en su apartado 2: modificación de la ley 19/1991, de 6 de junio, de Impuesto de Patrimonio, en su artículo 4. Ocho. Dos.

<sup>9</sup> Artículo 42 de la ley del Impuesto de Sociedades.

### III. Estrategias ante el cambio fiscal

Es frecuente observar la estructura de la riqueza financiera de las familias desde el punto de vista de los diferentes formatos jurídicos (y fiscales) en que es posible la materialización del ahorro, es decir, de lo que comúnmente denominamos “productos” o “activos”. Tras la reforma fiscal de 2007, los distintos productos —cuyo tratamiento fiscal hemos desgranado y ordenado anteriormente— pueden clasificarse de la siguiente forma:

- La inversión colectiva, que incluye **fondos de inversión, fondos libres, SICAV** y otras figuras menores.
- Los seguros de ahorro vida: primas únicas, **unit linked, PIAS, rentas vitalicias, rentas temporales**.
- Los **planes de pensiones**, que a su vez, invierten en **fondos de pensiones**.

Los valores, sean **acciones, bonos o títulos emitidos al descuento** (letras, pagarés) son la base de inversión de los productos citados y también pueden ser adquiridos directamente por las familias, por lo que su **custodia** es también un producto. Los **depósitos bancarios a plazo** (no así los depósitos a la vista o de ahorro, que satisfacen una demanda de liquidez, por motivo transacción), finalmente, también deben ser considerados productos de ahorro a estos efectos. En este caso, son activos para las familias y pasivos para el sistema bancario. Las Cuentas Financieras de la economía española permiten contemplar la riqueza desglosada según productos. Aquí haremos una incursión en la prospectiva bajo esta visión, aunque añadiremos algunas reflexiones sobre los niveles de servicio en la distribución de activos.

¿Cabe anticipar importantes desplazamientos entre los diferentes productos de ahorro como consecuencia de los cambios fiscales? Los cambios en las preferencias respecto a los productos dependen fundamentalmente de su fiscalidad, inducidos por la demanda, y de su regulación y flexibilidad, lo que afecta a la oferta: la estructura de la riqueza financiera de las familias es el resultado de la interacción de la oferta y la demanda en el mercado de distribución de activos financieros, que discurre fundamentalmente a través de las redes bancarias, por lo que son la regulación y la fiscalidad los factores que cuando cambian más pueden alterar la estructura del ahorro. En la primera parte de este trabajo hemos descrito las claves competitivas de este mercado. En la segunda, nos hemos detenido en el mapa fiscal del ahorro desde un punto de vista de demanda de activos. Ahora nos ocuparemos de destacar los aspectos relacionados con la selección de los

activos a distribuir, es decir, nos detendremos en la oferta de las entidades financieras.

Hemos señalado ya que el mercado de distribución de activos está configurado por tres segmentos: la banca privada, la banca personal y la distribución universal de productos. La oferta, lógicamente, se estructura también de esta forma. Sin embargo, con algunas matizaciones, los productos o activos son comunes a los tres segmentos. De hecho, las carteras de los clientes mezclan productos de acuerdo con consideraciones fundamentalmente fiscales.

Cuando la aproximación al cliente es personalizada y es posible determinar su horizonte temporal y su aversión al riesgo, el cliente constituye una cartera, asesorado o delegando la gestión, que mezcla los diferentes mercados –monetario, renta fija o variable– de acuerdo al par volatilidad/rentabilidad que mejor se adapta a sus características personales, a través de una mezcla de productos. Por ejemplo, una persona de 45 años de nivel de renta alto que ahorra para jubilarse, tendrá una cartera materializada fundamentalmente en acciones (diversificadas), pongamos un 75 por 100, con un peso menor de renta fija (25 por 100), pero la cartera estará formada por planes de pensiones, resultado de sus aportaciones anuales por el máximo desgravable, y por fondos de inversión que complementan su ahorro hasta su objetivo marcado para completar en el futuro su limitada pensión pública. Con la reforma, este ahorrador añadirá los PIAS. Su cartera pues adopta, por una parte, una estructura según su perfil personal (acciones, renta fija...) y por otra, según formatos jurídicos (fondos, planes...), optimizando ambas, respectivamente, su rentabilidad esperada y su fiscalidad y flexibilidad.

En la venta no personalizada de productos de carácter universal y de tipo conservador –depósitos, productos garantizados, etc.–, en contraste, dominan las preferencias de la oferta, ya que la discrecionalidad del distribuidor es mayor. Como hemos visto ya, en general ambos mercados se entremezclan en diferentes proporciones en la estrategia de las entidades distribuidoras. Repasemos ahora las cuestiones que tras la reforma fiscal condicionan el mercado, adoptando ahora la perspectiva de la oferta.

### III.1. Dilemas y estrategias

Una primera cuestión en la determinación de la oferta, que suele discutirse, es la del aparente dilema a que se enfrentan las entidades de depósito: captar pasivos (depósitos) frente a distribuir productos que, para ellas, están “fuera de balance”. La cuestión se ha agudizado recientemente en la medida en que el peso de la financia-

Cuadro 9

#### SALDOS VIVOS DE VALORES A CORTO Y LARGO PLAZO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS Y FONDOS DE TITULIZACIÓN (Mill. euros)

	2002	2004	2006
A corto plazo	14.791	33.364	61.736
A largo plazo	63.211	146.810	293.036
Fondos de Titulización	42.469	115.276	237.884

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

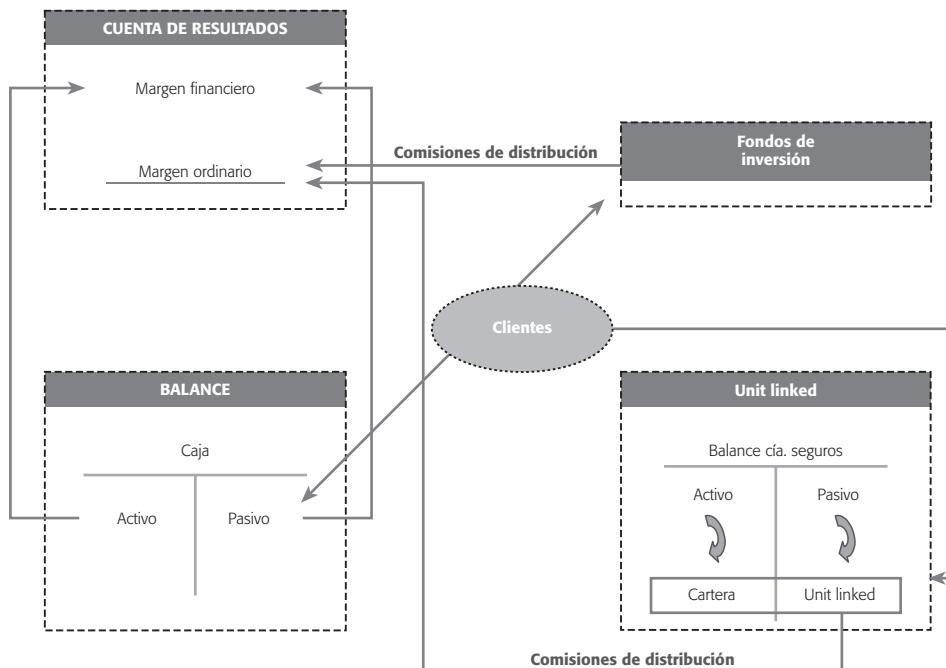
ción mayorista<sup>10</sup> de las entidades de depósito ha aumentado (cuadro 9). Este ascenso había tenido lugar ya en los bancos pero ahora son las cajas de ahorro las que ven cómo sus depósitos crecen a menor ritmo que los préstamos que conceden –al menos, en el actual ciclo expansivo, por el boom inmobiliario–, lo que aumenta la dependencia de la financiación institucional, fuera de su clientela minorista.

Mientras los depósitos de los clientes forman parte del balance bancario, engrosando el pasivo, los demás productos se encuentran “fuera de balance”, es decir, no financian el crédito. La diferencia de intereses devengados en créditos y depósitos es la base del **margen financiero** de las entidades, mientras las comisiones de distribución de los productos fuera de balance forman parte de la cascada de sus cuentas de resultados a través del **margen ordinario**. En el mercado de depósitos a plazo, las condiciones no son homogéneas. En general, puede decirse que la retribución es muy próxima al euríbor o incluso está por encima de este cuando el depósito es de un importe alto. En el mercado de productos fuera de balance, las comisiones son mayores cuando más sofisticado es el producto o sus rentabilidades potenciales sean altas: los vinculados al mercado monetario generan comisiones más bajas que los fondos de renta variable o algunos fondos libres.

Si fuera posible para una entidad elegir, ofrecería al cliente la opción más ventajosa para ella. En el caso de existir una necesidad neta de financiación minorista del crédito, la entidad tendría que comparar el coste del depósito con el efecto neto del coste de su financiación mayorista menos

<sup>10</sup> Emisiones orientadas a la colocación internacional en los mercados de *covered bonds* (cédulas hipotecarias y titulizaciones) o de deuda señor (pagarés y bonos).

Esquema 5

EFFECTOS EN RESULTADOS DE LOS FONDOS Y *UNIT LINKED*

la comisión de distribución del producto fuera de balance. Esta cuenta es favorable a los productos fuera de balance cuando se trata de clientes de rentas altas y, por tanto, de importes relevantes. También es claramente favorable cuando a la entidad le es posible ofrecer, a lo largo de su red comercial, un servicio cualificado y personalizado (banca personal y banca privada) que permita ofrecer una variedad de mercados que diversifique adecuadamente la cartera del cliente (lo que suele verse retribuido con una mejor comisión media). En el caso de los productos con clara ventaja fiscal, como los planes de pensiones o los PIAS, o las rentas vitalicias, las comisiones también permiten una cuenta a su favor desde el lado de la oferta.

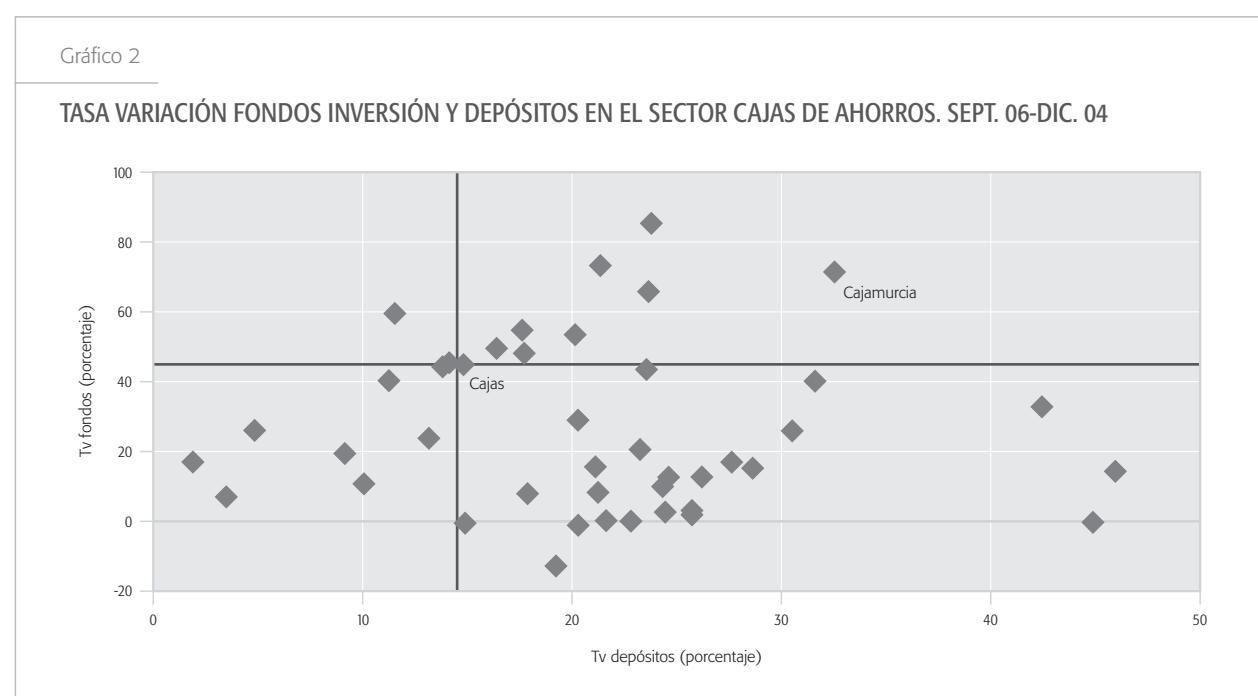
Otro factor clave reside en los costes de comercialización. Los diferentes productos están sujetos a tres bloques de regulación diferentes: el Banco de España (depósitos), la CNMV (inversión colectiva y tenencia directa de valores) y la Dirección General de Seguros (planes de pensiones, seguros de vida-ahorro). La orientación de las regulaciones de una y otras instituciones afecta directamente al proceso de oferta —gestión y distribución— de instrumentos de ahorro, al marcar los plazos de constitución de los productos o controlar su publicidad y, por tanto, sus costes de comercialización. En este sentido, son las instituciones de inversión colectiva, reguladas por la CNMV con la aproba-

ción de los folletos respectivos y de su publicidad, los que se ven sometidos en la actualidad a unos plazos menos competitivos.

### III.2. El cliente elige

Sin embargo, la entidad no siempre puede elegir. De hecho, la realidad es que los clientes que perciben las diferencias fiscales, en tratamiento y en flexibilidad, son quienes eligen. Por otra parte, el grado de cultura financiera es determinante en la actitud de muchos clientes: desde quienes subastan sus posiciones hasta los que se resisten a cambiar sus tradiciones por mucho que sus asesores les demuestran las ventajas fiscales o financieras de hacerlo. La realidad ha demostrado que las entidades que han optado estratégicamente por un producto frente a los demás —el caso más significativo lo constituyó el sector de cajas de ahorro en los ochenta y noventa prefiriendo los depósitos a los fondos o la custodia de valores— han perdido las posiciones de sus clientes en los productos rechazados, a favor de sus competidores.

Asimismo, no hay que olvidar que los propios fondos de inversión, los planes o los seguros de horro son ya los principales demandantes —en España y fuera— de activos



emitidos por las entidades (sobre todo, gracias a las titulizaciones) e incluso desde la reforma del reglamento de inversión colectiva, también de depósitos bancarios. Además, las comisiones de distribución de los fondos estabilizan la cuenta de resultados, reduciendo el riesgo de interés, y permiten huir de la competencia vía solo precio de los depósitos a plazo, compitiendo a través de un mejor servicio de distribución de activos —personalización en el tratamiento del cliente, consideración de su ahorro como una cartera, no limitándose a vender productos al calor de campañas más o menos agresivas, elementos que la nueva regulación MiFID reforzará—. Las comisiones de distribución implican además, en general, una relevante fuente de resultados que más que compensa el coste de la financiación mayorista por los pasivos minoristas que de este modo “no se captan”. Por otra parte, gracias a la experiencia de estas décadas, las entidades presumiblemente acogerán gustosas en sus ofertas, junto a los fondos de inversión o los planes de pensiones, los vehículos que preservan o mejoran sus ventajas fiscales con la reforma: las rentas vitalicias o los nuevos planes de ahorro sistemático.

Un punto crítico en el que la oferta de las entidades podría ser más indiferente a la materialización en un formato jurídico u otro es el de los instrumentos garantizados o estructurados, que pueden instrumentarse mediante depósitos, fondos de inversión o *unit linked*, alternativamente. El grado de flexibilidad e inmediatez en su generación, clave en un mercado competitivo como es el del segmento de oferta universal de productos, para adaptarse a las di-

ferentes necesidades de los clientes, exige en la práctica que toda entidad distribuidora haya de combinar estos vehículos en su oferta, completando, como vienen haciendo, su distribución de fondos, los más regulados al ofrecer más garantías al inversor, con otros vehículos que están sujetos a calendarios más cortos de autorización/registro o, simplemente, son discrecionales. Dependerá de la eficacia de la CNMV en la reducción de plazos de aprobación el que las estructuras garantizadas sigan materializándose en fondos de inversión.

Finalmente, es posible que los fondos monetarios o de renta fija vinculados al euríbor sean percibidos por muchos clientes, tras la reforma fiscal, como equivalentes de los depósitos, si su perspectiva es la del producto individual. Sin embargo, si la comercialización se contempla desde un punto de vista más amplio, de cartera, la capacidad de diferimiento fiscal —a través de los fondos el cliente puede invertir ahora en el mercado monetario, para pasar después a otro mercado mediante el traspaso sin pagar impuestos todavía—, el ahorro en términos del IP (si se alcanza el límite a la tributación conjunta) y la gestión profesionalizada de la curva de tipos de interés que permite un fondo frente a una inversión individual en un depósito, son características de los fondos que los pueden hacer más atractivos que los depósitos. Si la consideración de las ventajas diferenciales de los fondos por el cliente permite al comercializador bancario obtener una comisión de distribución tal que, neta del coste de la financiación mayorista, genere un margen superior al de la alternativa del depósito, su preferencia será favorable al fondo monetario.

#### IV. Conclusiones

La distribución de los productos financieros en que se materializa el ahorro financiero de las familias tiene lugar en España, fundamentalmente, a través de las redes bancarias. El año 2007 es de especial relevancia para la reflexión sobre la situación y perspectivas del mercado del ahorro, ya que, de una parte, ha entrado en vigor una amplia reforma del tratamiento fiscal de los instrumentos financieros, y de otra, está próxima la implantación de las directivas MiFID. El mercado de distribución de activos se estructura en tres grandes segmentos: la banca privada, que generalmente acompaña la distribución con asesoramiento e, incluso, con gestión delegada de carteras y se destina a patrimonios elevados; la banca personal, que trata de llevar a cabo la comercialización con una tratamiento personalizado del cliente; y finalmente, la distribución universal de productos en las redes bancarias. Para analizar los impactos de los cambios institucionales citados es necesario partir de la existencia de esta estructura.

Los cambios fiscales, que implica el conjunto de reformas en el IRPF, el IP y el Impuesto de Sociedades, pueden resumirse del siguiente modo: (1) homogeneización del tratamiento de los rendimientos y plusvalías de la mayor parte de los instrumentos, con una tarifa plana del 18 por 100; (2) otorgamiento de ventajas fiscales al ahorro solo cuando se instrumenta como seguro que genera rentas vitalicias o temporales; (3) los fondos de inversión mantienen la figura del traspaso, es decir, su capacidad de dilución fiscal, y sus plusvalías siguen ahorrando en la factura del IP cuando se supera el límite de la tributación conjunta IRPF-Patrimonio; (4) se limita la exención en el IP de las empresas familiares; y (5) se endurecen las condiciones para la deducción por la reinversión de plusvalías en el Impuesto de Sociedades.

Los nuevos "paraísos fiscales" del ahorro están limitados en sus aportaciones —casos de los planes de pensiones o de los nuevos PIAS— y/o generan rentas vitalicias o temporales. Además, al limitar las exenciones de las sociedades familiares —que contienen con frecuencia una gran parte del ahorro de los empresarios—, la reforma abre la necesidad de reorientar el IP, en el sentido de eliminar su gravamen y limitarlo a una figura tributaria de puro control y contraste para las haciendas. La reforma ha tratado de incentivar la previsión social privada, lo que sin duda es

positivo, pero al tiempo, ha aumentado la tarifa que grava las plusvalías y ha sometido a los patrimonios familiares que se encuentran en los balances de las empresas familiares al IP y ello no es positivo para el ahorro.

Es dudoso que la reforma fiscal genere un cambio sustancial en la estructura del ahorro. Los desplazamientos de unos instrumentos a otros se limitarán probablemente a los fondos monetarios y garantizados, de una parte, y a los depósitos bancarios, de otra. Sin embargo, la sustitución de aquellos por estos como vehículo fiscal, sólo tendrá lugar si por parte de las entidades de crédito, como distribuidoras de fondos o captadoras de depósito, se implementan estrategias en este sentido, ya que para una gran parte de los clientes la elección puede resultar indiferente.

Respecto a estas estrategias, los factores en juego son diversos: la captación directa de recursos entre clientes, frente a la de tipo mayorista, la estabilidad de la cuenta de resultados que ofrecen las comisiones de los fondos o de los seguros, la posibilidad de que los fondos inviertan en depósitos bancarios, los plazos de aprobación de los productos de inversión colectiva en su registro en la CNMV, la inserción del proceso de venta en el asesoramiento de cartera o, simplemente, la comprensión por el cliente de que su ahorro es una cartera... En definitiva, el escenario más probable es que las entidades sigan ofreciendo una mezcla de todos los productos como hasta ahora, incorporando, sin duda en mayor medida que en el pasado, los seguros de ahorro que privilegia la nueva ley.

Además, la búsqueda de ventajas competitivas se centrará en la banca personal y privada, para las que la MiFID, que refuerza la protección del inversor, es más una oportunidad que una amenaza. Este planteamiento implica la organización y refuerzo de servicios proactivos, orientados a la captación del ahorro de los clientes, sobre la base de un tratamiento personalizado y un enfoque más de cartera que de producto. Todo servicio comercializado tiene como misión dar satisfacción a una necesidad de un grupo de clientes. No es diferente en los servicios financieros ni tampoco, en la distribución de activos. La clave competitiva en el mercado del ahorro reside en la percepción correcta de las necesidades del cliente —su horizonte temporal, su grado de aversión al riesgo y su optimización fiscal—, el diseño del servicio que ha de atenderlas y la organización que lo respalda, con el consiguiente refuerzo de la formación en todos los niveles de las redes comerciales.