

ANÁLISIS DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

S. Atienza

A. Galindo

Universidad de Valladolid

En el presente artículo se realiza un análisis del sector de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva en España, no desde el punto de vista del inversor, sino desde la perspectiva de los propios gestores de las instituciones. Se lleva a cabo un análisis sectorial basado en su evolución histórica durante la década de los 90, y se estudian los extraordinarios niveles de rentabilidad que el negocio parece ofrecer, estableciendo matizaciones al respecto. Se realiza también un análisis de las características determinantes de las relaciones entre las sociedades gestoras y sus correspondientes empresas matrices, tanto en lo que se refiere al funcionamiento interno como a los intereses en las empresas participadas por sus fondos.

In this paper an analysis of the Mutual Funds Management sector in Spain is done, not from the point of view of the final investor, but from the managers one. The historical evolution of this sector during the 90's is resumed, and the uncommon rentability rates are analyzed, offering a wide range of refinements about this topic. Also, we analyze the main characteristics of the relationship between the managers and the main companies, according to the rules of the internal performance and the interest of the funds in the companies which are being invested.

PALABRAS CLAVE: Fondos. Inversión. Rentabilidad. Gestoras.

KEYWORDS: Funds. Investment. Rentability. Management.

1. INTRODUCCIÓN

Los fondos de inversión existen en España desde hace treinta años. Su primera regulación legal data de 1964, pero su espectacular desarrollo no ha tenido lugar hasta los primeros años de la presente década. El peso cada vez mayor del sector de la inversión colectiva en la economía es el resultado de un proceso tendente al abandono de los tradicionales depósitos bancarios para recurrir a unos nuevos instrumentos de ahorro a largo plazo, entre los que destacan particularmente los fondos de inversión.

Numerosos y de diversa naturaleza son los factores que inciden en el espectacular desarrollo de este sistema, entre los que puede destacarse la reducción de la tributación en los fondos, la aplicación de tratamientos fiscales especiales y la caída paulatina de los tipos de interés. Si a esto unimos la alta rentabilidad, diversidad, liquidez, transparencia y gestión profesionalizada de este tipo de productos, nos encontramos con que los fondos de inversión son una de las alternativas más eficientes para el pequeño inversor que quiere obtener rentabilidades en principio sólo reservadas a los grandes patrimonios.

No es de extrañar, por tanto, la gran cantidad de trabajos de investigación que se han venido ocupando del análisis de los fondos y de las razones de su éxito. El principal interés del presente trabajo radica en que su objetivo se distancia de la corriente de investigación centrada en el análisis de los fondos bajo el prisma del inversor, para ocuparse de su gestión profesionalizada desde la óptica de la propia sociedad gestora. Consideramos que este enfoque aporta nuevas ideas que puedan ser tenidas en cuenta en el seno del debate asociado a la importancia del sector de la inversión institucional en la economía del país.

En el apartado 2 se realiza un análisis del sector de la inversión colectiva, centrándose en su evolución histórica. Por su parte, el apartado 3 resume las conclusiones que pueden establecerse a partir del análisis del patrimonio y la rentabilidad de las gestoras, anticipando las conclusiones que en torno al tema de las relaciones entre el grupo matriz y la sociedad gestora se desarrollan en el apartado 4. El artículo finaliza con el establecimiento de las conclusiones pertinentes y la bibliografía recomendada.

2 ANÁLISIS SECTORIAL DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

Como primer paso de cara a analizar el grado de competencia y comportamiento del sector puede estudiarse el número y tamaño de los participantes en el mismo, es decir, las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (en lo sucesivo, SGIIC). El Cuadro 1 recoge la evolución de su número desde el año 1990, así como el patrimonio y fondos gestionados por gestora.

El primer dato significativo es que el número de sociedades gestoras ha permanecido relativamente estable a lo largo de todos estos años, que podríamos interpretar como una señal de afianzamiento y consolidación del sector. Prácticamente, todos los grupos financieros en nuestro país ya están presentes en el negocio, por lo que no resulta previsible que se produzcan entradas significativas a corto plazo; más aún, se observa una ligera reducción en el número de gestoras desde el año 1994. Aunque las cifras no son demasiado importantes, sí reflejan la tendencia actual al agrupamiento, incentivada por posibles economías de escala y probablemente enmarcada en las estrategias globales de los grupos financieros matrices. Por otro lado, el cuadro también recoge que el patrimonio gestionado por gestora se ha multiplicado por 22 en estos últimos años. Este incremento, que podemos caracterizar como espectacular, refleja el gran auge de la inversión colectiva, como ya apuntábamos en la introducción. La conclusión lógica de lo anterior es que el mismo número de gestoras está acaparando, cada vez con mayor intensidad, el ahorro del inversor mediante la oferta de un mayor y más diverso número de fondos que es capaz de adaptarse a las necesidades de cada tipo de cliente. También es cierto que la magnitud del incremento del número de fondos gestionados por gestora ha sido menor que el del patrimonio, pero ello resulta lógico en la medida en que las aportaciones de los inversores se inclinan hacia fondos ya existentes y que estén consolidados en el mercado. Además, la penalización fiscal por el cambio de fondos puede desincentivar la creación de otros nuevos. No obstante, puede que estas pautas de crecimiento cambien en un futuro ante la gran innovación financiera a la que está sometida este sector, motivada por el interés de las gestoras por diversificar su oferta.

Año	Nº SGIIC	Patrimonio gestionado por gestora	Fondos gestionados por gestora
1990	124	9.375,3	2.2
1991	134	28.881,0	2.8
1992	143	43.918,6	3.3
1993	144	71.490,1	4.0
1994	136	82.717,4	4.9
1995	136	89.655,3	5.6
1996	136	137.561,6	7.1
1997	133	207.508,2	11,1

Cuadro 1: Evolución de las SGIIC (Datos de la CNMV)

En los Gráficos 1 y 2 hemos recogido la evolución de los fondos y del patrimonio gestionados por bancos, cajas de ahorro y sociedades de valores hasta 1996, que son los principales grupos de SGIIC en España. Así por ejemplo, en este último año las gestoras dependientes de bancos y cajas de ahorro gestionaron más del 70% de los fondos y administraron más del 90% del patrimonio, cifras que se mantienen relativamente estables a lo largo de los años analizados. Este dato pone de manifiesto que el inversor individual se inclina por las entidades de depósito a la hora de colocar sus ahorros, debido a la confianza que la imagen de la matriz ofrece en estos casos, con lo que percibe una mayor seguridad y una gestión más profesionalizada que en el resto de los grupos financieros. Por otro lado, la amplitud de la red comercial es superior para los bancos y cajas de ahorro, por lo que llegan a un mayor número de clientes potenciales y pueden ofrecer una alta variedad de fondos según las necesidades de cada tipo de inversor.

También resulta significativo que la diferencia de cuotas de mercado entre bancos y cajas de ahorro es cada vez mayor, tanto en relación a los fondos como al patrimonio gestionado. En 1990, las gestoras

vinculadas a bancos administraban un 14% más de patrimonio que las vinculadas a cajas de ahorro, mientras que en 1996 se ha incrementado hasta el 25%. En los gráficos se comprueba que las

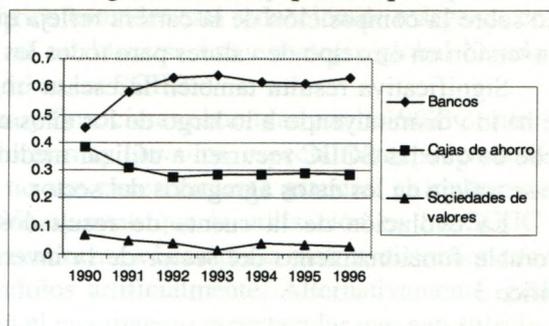
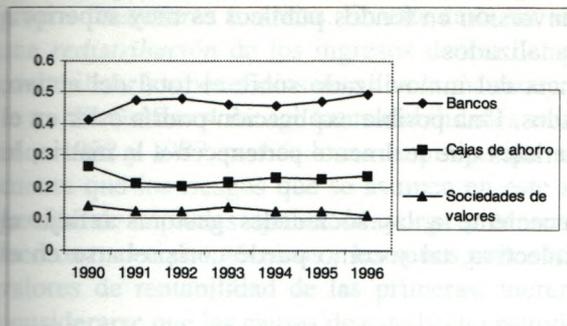


Gráfico 1: Cuota de mercado de los fondos gestionados por cada grupo financiero. (A partir de datos de la CNMV)

Gráfico 2: Cuota de mercado del patrimonio gestionado por cada grupo financiero. (A partir de datos de la CNMV)

series de datos correspondientes a ambos grupos financieros se comportan de forma inversa, lo que nos permitiría formular una hipótesis acerca de las diferencias en sus políticas comerciales en relación a la comercialización de fondos. Mientras que los bancos han seguido una pauta más activa, tratando de explotar todas las oportunidades de negocio, parece que las cajas han sido más conservadoras, comercializando fondos con el fin de satisfacer a sus clientes más exigentes. Implícitamente se estaría suponiendo que éstas se han visto forzadas a ofrecer fondos de inversión para evitar una posible pérdida de clientes, mientras que los bancos ven en ellos una oportunidad real de negocio.

3 ANÁLISIS PATRIMONIAL Y RENTABILIDAD DEL SECTOR

A la luz de la información disponible a través de la CNMV, puede realizarse el análisis del balance consolidado de las SGIIC, con lo que se comprueba, por un lado, que la situación económico-financiera de las sociedades gestoras está totalmente saneada dadas las exigencias legales de inversión y financiación, y, por otro lado, que las diferentes partidas se han ido incrementando de un modo gradual y equilibrado a lo largo del tiempo, lo que indica el crecimiento general del sector. Nos limitaremos, por tanto, a analizar aquellos datos que resultan especialmente significativos, reflejados en el Cuadro 2.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Inmov. / Act. Total	0.084	0.052	0.036	0.030	0.035	0.029	0.023
Act. Fijo / Act. Total	0.782	0.793	0.743	0.791	0.778	0.926	0.723
Fond. Publ. / Cart. Val.	0.888	0.561	0.743	0.747	0.830	0.870	0.882
Com. Satisf. /Ingr. Com.	-	0.484	0.520	0.567	0.569	0.611	0.624
Rdo. Neto / Ingr. Com.	-	0.333	0.338	0.277	0.284	0.239	0.229
Marg. Gest. / Ingr. Com.	-	0.516	0.480	0.439	0.431	0.389	0.376
Ingr. Com. / Ingr. Total	-	0.942	0.934	0.969	0.949	0.960	0.968
Com. Satisf. / Gasto Total	-	0.666	0.709	0.753	0.743	0.762	0.777

Cuadro 2: Ratios patrimoniales (A partir de datos de la CNMV)

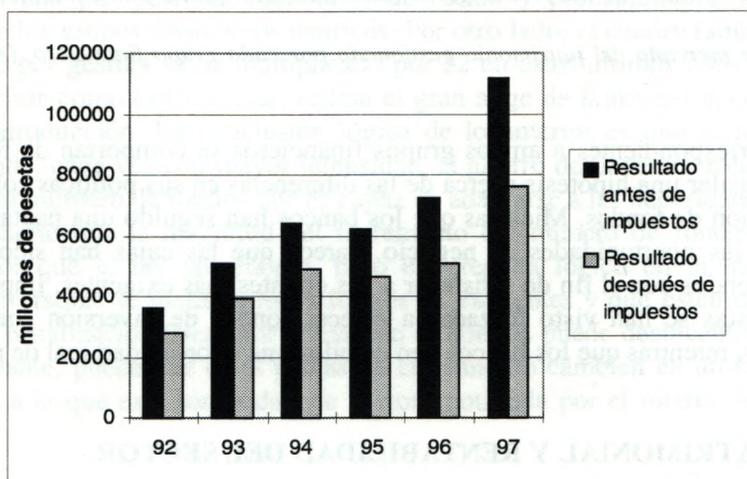
En la composición del activo destaca el gran peso del activo fijo, no siendo ningún año inferior al 70% del activo total. Siguiendo a Mayorga y Marcos (1996), es necesario aclarar que la normativa reguladora de las IIC establece que, al menos, un porcentaje equivalente al 60% de los recursos propios exigibles a cada gestora debe encontrarse materializado en deuda pública o en otros activos admitidos a negociación, por ello, se incluye la cartera de valores dentro del activo fijo, a pesar de tener una elevada liquidez. Como se observa en el Cuadro 2, la evolución histórica del activo fijo ha seguido un incremento sostenido, distorsionado por el crecimiento excepcional del año 1996 debido a las inversiones en fondos públicos, que supera ampliamente el requisito legal, lo que puede indicar que

los gestores han sido influidos por las preferencias del inversor individual. En este sentido, podría deducirse que los fondos públicos son utilizados por las gestoras para tratar de controlar riesgos. El ratio sobre la composición de la cartera refleja que la inversión en fondos públicos es muy superior a la inversión en otro tipo de valores para todos los años analizados.

Significativa resulta también la escasa importancia del inmovilizado sobre el total del activo, que ha ido disminuyendo a lo largo de los años analizados. Una posible explicación podría estar en el hecho de que las SGIIC recurren a utilizar medios materiales que realmente pertenecen a la matriz, lo que se refleja en los datos agregados del sector.

La evolución de la cuenta de resultados perteneciente a las sociedades gestoras refleja el favorable funcionamiento del sector de la inversión colectiva, tal y como puede comprobarse en el Gráfico 3

Gráfico 3: Resultado agregado de las SGIIC (Datos de la CNMV)



En el Cuadro 2 se aprecia que la principal fuente de ingresos para las SGIIC son las comisiones cobradas, al representar alrededor del 95% de los ingresos totales durante los años analizados, aunque debemos destacar que durante el año 97 los ingresos por comisiones fueron especialmente elevados, ascendiendo a más de 335.000 millones de pesetas frente a las 214.000 pesetas ingresadas por este concepto el año anterior. Esto fue debido no sólo al crecimiento de los fondos, sino al hecho de que éste se produjo principalmente a través de los FIM, cuyas comisiones son más altas que las aplicadas a los FIAMM (Cuadro 3).

	1993	1994	1995	1996	1997
FIAMM	1.30	1.24	1.23	1.24	1.22
FIM	1.65	1.63	1.60	1.48	1.46
Renta fija	1.65	1.58	1.39	1.41	1.35
Renta fija mixta	1.71	1.63	1.50	1.52	1.36
Renta variable mixta	2.02	1.89	1.97	1.90	1.89
Renta variable	2.10	2.13	2.12	1.96	1.98

Cuadro 3: Evolución de las comisiones de gestión (Datos de la CNMV)

A su vez, el principal destino de estas comisiones es la remuneración de los distribuidores, de forma que más de la mitad van a parar a éstos cedidas como pago de los gastos de distribución. Resulta importante destacar a este respecto que esta cifra tiende a incrementarse con los años, tal y como recoge el ratio de comisiones satisfechas respecto a ingresos por comisiones. Es lógico, por tanto, que la proporción de ingresos por comisiones que permanecen en las SGIIC como resultados netos de las mismas haya ido disminuyendo con el transcurso de los años. Este dato podría interpretarse como una consecuencia del mayor grado de competencia en el sector, más aún si consideramos que las comisiones soportadas por los partícipes se han ido reduciendo durante estos

últimos años. Sería posible realizar otra interpretación de estos datos si se tiene en cuenta que los destinatarios de dichas comisiones satisfechas por la comercialización de fondos son los propios grupos financieros matrices. En este caso, no sería ilógico entender esta reducción de márgenes como una *redistribución* de los ingresos dentro del grupo, al establecerse una estrategia global basada en contabilizar los beneficios netos en la matriz en lugar de en las SGIIC.

El Gráfico 4 recoge las rentabilidades económica y financieras obtenidas por las SGIIC entre los años 1992 y 1997, pudiéndose comprobar que son valores muy elevados, especialmente si tenemos en cuenta que los riesgos que se asumen en este sector no son excesivamente grandes, al tratarse de la gestión de capitales ajenos. Mayorga y Marcos (1996) apuntan que la utilización en las SGIIC de medios materiales, técnicos y humanos pertenecientes realmente a la empresa matriz, distorsionaría los valores de rentabilidad de las primeras, incrementandolos artificialmente. Alternativamente, podría considerarse que las causas de este hecho estuvieran en el crecimiento espectacular que han sufrido las ventas en este sector, induciendo a la consecución de economías de escala por parte de las gestoras. Como puede observarse a la luz del gráfico 5, se pone de manifiesto una reducción generalizada de comisiones de gestión a la vez que se incrementa de forma sostenida el patrimonio.

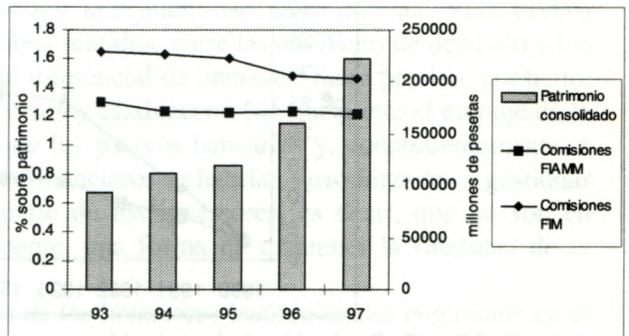
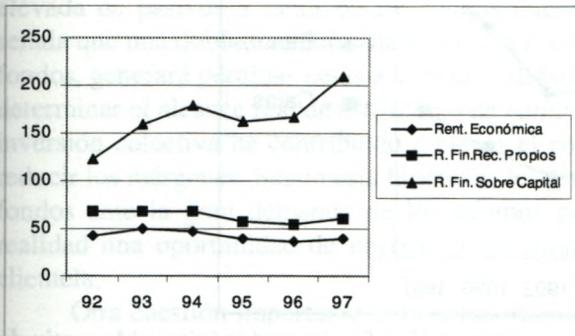


Gráfico 4: Evolución de las rentabilidades de las SGIIC (A partir de datos de la CNMV)

Gráfico 5: Comisiones de gestión vs Patrimonio (A partir de datos de la CNMV)

Podemos concluir, por tanto, que la fijación de comisiones y su forma de reparto entre la SGIIC y su distribidora serán los elementos clave para determinar la rentabilidad de la gestora, siendo posible afirmar que a mayores comisiones se conseguirá ineludiblemente un incremento en la rentabilidad, tal y como se observa en el Gráfico 6.

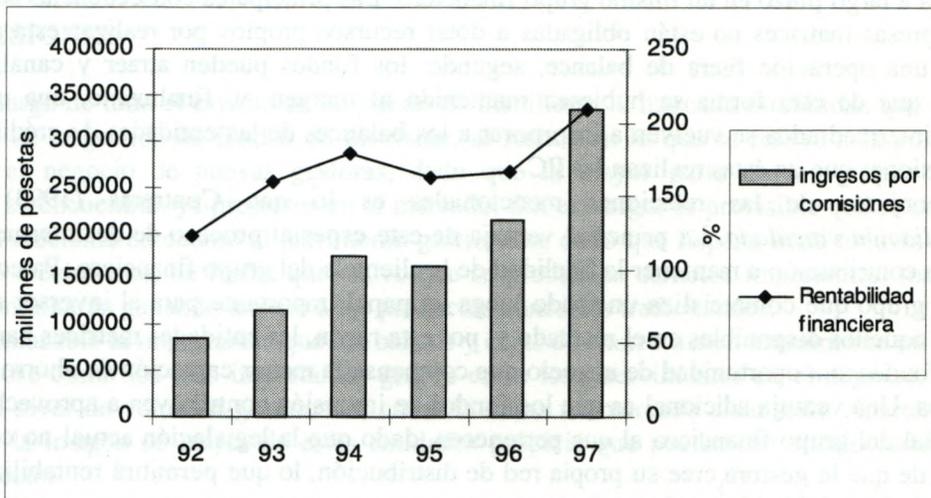


Gráfico 6: Ingresos por comisiones vs Rentabilidad financiera (A partir de datos de la CNMV)

4 RELACIÓN DE LA SOCIEDAD GESTORA CON LAS EMPRESAS DEL GRUPO

Analizaremos en este punto cuál es la relación que las SGIIC dependientes de un grupo financiero mantienen con la empresa matriz, centrándonos en aspectos tales como qué tipo de vínculo se establece, qué repercusiones tiene éste sobre la gestión de los fondos y qué intereses tiene el grupo en la gestora.

En el Gráfico 7 se recoge la evolución histórica de los datos correspondientes a la relación entre el patrimonio de los fondos pertenecientes a bancos y cajas de ahorro y la suma de éstos más los depósitos. Como se puede apreciar, se ha ido incrementando la importancia del negocio de la gestión de fondos de inversión dentro del sector bancario, en detrimento de los productos financieros tradicionalmente ofrecidos por estas entidades a sus clientes.

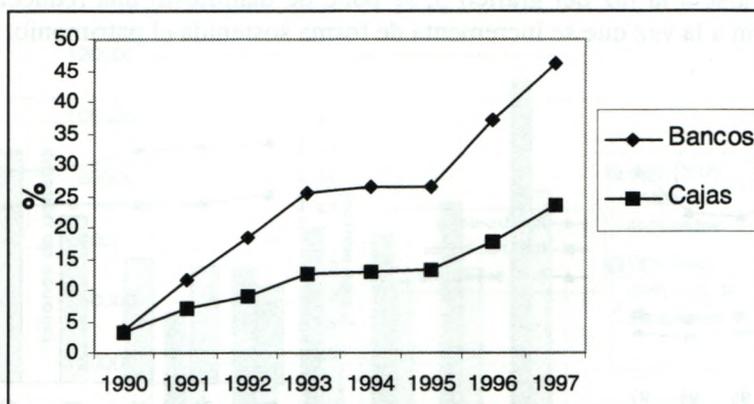


Gráfico 7: Evolución de la relación entre el patrimonio de los fondos y depósitos. (A partir de datos de la CNMV).

La integración de las SGIIC dentro de la estrategia global de los grupos financieros resulta evidente a la vista del interés mostrado por aprovechar esta oportunidad de negocio para ampliar sus cuotas de mercado. Mayorga y Marcos (1996) afirman que el principal interés del grupo financiero en la gestora radica en que los fondos de inversión suponen una vía adecuada para sacar riesgos fuera de balance sin romper los vínculos que unen al grupo con el ahorrador. Estos lazos están derivados, por un lado, de la atractiva imagen de marca que las entidades matrices aportan a sus fondos, y, por otro, de la *cautividad fiscal* a que están sometidos los partícipes, debido a una legislación que les aboca a la permanencia a largo plazo en un mismo grupo financiero. Las principales consecuencias son, primero, que las empresas matrices no están obligadas a dotar recursos propios por realizar esta actividad al tratarse de una operación fuera de balance, segundo, los fondos pueden atraer y canalizar nuevas inversiones que de otra forma se hubiesen mantenido al margen, y, finalmente, una parte de los pasivos desintermediados se vuelven a incorporar a los balances de las entidades de crédito por parte de las inversiones que en éstas realizan las IIC.

El conjunto de las relaciones mencionadas es lo que Contreras (1993) denominó *desintermediación vinculada*. La principal ventaja de este especial proceso de desintermediación se deriva de su contribución a mantener la fidelidad de la clientela del grupo financiero. Parece ser que la imagen del grupo que comercializa un fondo juega un papel importante para el inversor a la hora de elegir entre aquellos disponibles en el mercado, y, por esta razón, las entidades matrices han visto en la gestión de fondos una oportunidad de negocio que compensa la menor captación de ahorro vía pasivos tradicionales. Una ventaja adicional es que los fondos de inversión contribuyen a aprovechar mejor la red comercial del grupo financiero al que pertenecen, dado que la legislación actual no contempla la posibilidad de que la gestora cree su propia red de distribución, lo que permitirá rentabilizar aún más el conjunto de la actividad bancaria.

Contreras (1993) señala que el primer efecto de esta estrategia desintermediadora para el conjunto del sistema se materializa en una reducción del tamaño del balance bancario respecto de su balance potencial, ya que los flujos de ahorros se dirigen a fondos de inversión en vez de hacia pasivos

de la entidad. En cualquier caso, la magnitud de este efecto dependerá, por un lado, de la rentabilidad financiero-fiscal que el ahorrador perciba en los fondos, por encima de otros productos más tradicionales y que determine un cambio en la colocación del ahorro, y, por otro lado, del grado en que la demanda de participaciones proceda de un incremento en el nivel de ahorro. Tampoco hay que olvidar el efecto positivo de la comercialización de fondos sobre el balance de la matriz derivado de la materialización de una parte de los activos de la cartera de los fondos de inversión en pasivos bancarios.

El efecto del proceso de desintermediación sobre la cuenta de resultados resulta menos claro, ya que, derivado de los vínculos que unen a la gestora con su matriz, puede esperarse que las relaciones económicas entre éstas sean difusas, es decir, que los cobros y pagos no respondan en todos los casos al coste efectivo del servicio prestado o recibido. En cualquier caso, no debemos olvidar que, según el análisis de rentabilidad de las sociedades gestoras, éstas constituyen una fuente de ingresos por comisiones importante para el grupo financiero.

Según todo lo argumentado hasta el momento, la gestión de fondos de inversión constituye una rentable oportunidad de negocio, especialmente para bancos y cajas de ahorro. Sin embargo, no todas las opiniones convergen en este sentido. Existe una corriente de opinión que afirma que una pérdida elevada de pasivos a favor de los fondos puede reducir la rentabilidad de la entidad. Vera (1996) señala que una doble transferencia de liquidez, en ambos sentidos, entre las entidades de depósito y los fondos, generará pérdidas netas a la matriz, debidas al diferencial de intereses. Sería preciso, por tanto, determinar el alcance real de este efecto de *canibalización* y establecer hasta qué punto el empuje de la inversión colectiva ha contribuido a elevar el coste de los pasivos bancarios y, consecuentemente, a reducir los márgenes. Según esta hipótesis, los grupos financieros se habrían visto forzados a gestionar fondos ante la gran demanda de los mismos por parte de los inversores, es decir, que no son en realidad una oportunidad de negocio, sino simplemente, una forma de mantener la fidelidad de la clientela.

Otra cuestión importante es el comportamiento de los inversores institucionales englobado en el contexto del control corporativo de las empresas en las que han invertido. En países como Estados Unidos, por ejemplo, las SGIIC son el mayor accionista en gran parte de las empresas, lo que ha reabierto en España el debate sobre la separación de propiedad y control, así como la necesidad de vigilar el comportamiento directivo, pero esta polémica estaría fuera de lugar si consideramos que en nuestro país la legislación establece unos límites para la participación de los fondos de inversión en cada sociedad, que reducen en gran medida la capacidad de influencia sobre los directivos de dichas empresas. Por tanto, podríamos concluir que, en España, la cartera de fondos de las gestoras se configura con un objetivo lucrativo y no de control real de las empresas en las que se invierte, al menos en tanto no varíe la legislación aplicable en este aspecto.

5 CONCLUSIONES

A lo largo de todo el estudio se ha puesto de manifiesto la marcada estabilidad que se presenta en el sector de la gestión de fondos de inversión, al menos en lo que se refiere a la posibilidad de entrada en el negocio de nuevas gestoras, dado que la mayor parte de los grupos financieros importantes se encuentran ya presentes en el mercado. Sin embargo, es previsible que se continúe con la tendencia creciente en cuanto al patrimonio gestionado, dado que España tiene todavía un elevado potencial de crecimiento, de forma que, salvo que se produzcan cambios importantes, los fondos de inversión continuarán ganando terreno a los productos bancarios tradicionales.

Es destacable la importancia que los bancos y cajas de ahorro tienen actualmente en este sector, configurándose como los más importantes grupos entre los intervinientes en el negocio, tanto si se considera el nivel de volumen gestionado, como la cuota de mercado alcanzada. Aparentemente, el prestigio de la imagen de marca de estas entidades propicia que puedan ser consideradas como los líderes del sector.

El análisis económico-financiero pone de manifiesto unas extraordinarias rentabilidades en el sector, caracterizado además por el bajo nivel de riesgo asumido por las gestoras, lo que le hace especialmente atractivo. Las causas radican tanto en el elevado nivel de ventas, que propicia la aparición de economías de escala muy acusadas, como en el hecho de que en ocasiones no se tiene en

cuenta el volumen de medios técnicos y humanos que son empleados en las SGIIC, y que realmente forman parte de los recursos de la empresa matriz. Estas altas rentabilidades marcan las prioridades que los grupos de inversión tienen en la gestión de fondos, al centrarse en objetivos lucrativos más que en la posibilidad de ejercer un control corporativo, dificultado éste además por las limitaciones de la legislación.

Otro aspecto importante se refiere al hecho de que los principales ingresos obtenidos por las SGIIC se consiguen mediante las comisiones de gestión que cargan a sus fondos, hasta tal punto que existe una marcada relación positiva entre el nivel de comisiones y la rentabilidad obtenida por la gestión de fondos. El destino más importante de estas comisiones está en la retribución de los distribuidores, lo que explica el interés que los principales grupos financieros tienen en comercializar fondos, generando una desintermediación vinculada en el sector.

Coincidimos con Vera (1996) en señalar que esta tendencia puede provocar que las gestoras se especialicen en aquellos tipos de fondos para los que presentan algún tipo de ventaja competitiva, estableciendo políticas de actuación tendentes a evitar la competencia interna entre los diferentes productos ofertados dentro del mismo grupo. Igualmente, sustituir pasivos tradicionales por fondos de inversión puede ser una buena estrategia si se considera que los primeros no son lo suficientemente retributivos.

Por último, teniendo en cuenta el proceso de integración europea y el establecimiento de directivas que propician la globalización del mercado de fondos, es previsible que se produzca una captación de ahorro nacional por parte de instituciones extranjeras. Sería deseable, por tanto, que las sociedades gestoras de fondos españolas se especializasen en ofertar fondos atractivos para los inversores, evitando así una transferencia de fondos al exterior.

BIBLIOGRAFÍA

- Barrasate, B. Y Rubio, G. (1994): “*El efecto maquillaje de las Instituciones de Inversión Colectiva*”. *Ekonomiaz*, Revista de economía vasca, Nº 29, pp. 36 - 51
- Brown, S.J. y Goetzmann, W.N. (1997): “*Mutual Fund Styles*”. *Journal of Financial Economics*, Nº 43, pp. 373 - 399.
- Byrd, J. (1993): “*Finance Theory and the New Investor Relations*”. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, Nº 2, pp. 48 - 53.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (1990 a 1997): “*Informe anual sobre los mercados de valores*”.
- Contreras, C. (1993): “*Un balance de la guerra de los fondos de inversión*”. *Papeles de Economía Española*, Nº 54, págs.246 - 264.
- Fernández De Larrinoa Lubiano, J.R. (1996): “*Consideraciones sobre el presente y futuro de los fondos de inversión en España*”. *Perspectivas del sistema financiero*, Nº 55, pp.101 - 114.
- Freixas, J. (1997): “*Rentabilidad y riesgo en la gestión de carteras. La evaluación de los fondos de inversión*”. Ed. Civitas.
- González Mosquera (1995): “*Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito*”. *Boletín Económico*. Banco de España. Julio - Agosto 1995.
- Kothary, S.P. y Warner, J.B. (1997): “*Evaluating Mutual Fund Performance*”, FR 97-11 de la Financial Research and Policy Working Paper Series, University of Rochester.
- Mayorga Sánchez, J.A y Marcos Bermejo, J.M. (1996): “*Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva*”. *Perspectivas del sistema financiero*, Nº 55, pp. 7 - 28.
- Mazo, L.A. (1994): “*Evolución y perspectivas de los fondos de inversión 1991 - 1993*”. *Boletín Económico*. Banco de España. Mayo 1994.
- Mínguez Prieto, R. y Hernández García, G. (1991): “*Características y evolución reciente de las instituciones de inversión colectiva*”. *Boletín económico del ICE*, Nº 2266, pp. 309 - 314.
- Nanda, V., Narayanan, M.P. y Warther, V.A. (1997): “*Liquidity, Investment Ability and Mutual Fund Performance*”. Working Paper de University of Michigan Business School.
- Vera Santana, F.L. (1996): “*Mercado competitivo y fondos de inversión*”. *Perspectivas del sistema financiero*, Nº 55, pp.29 - 49.