

BIO. T 637

Escuela de Estudios Económicos y Empresariales	
Fecha de Entrada	20-DIC-96
Fecha de Lectura	13 Febrero 1997
Calificación	Apto "cum laude" por unanimidad

**LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA EN ESPAÑA:
ANÁLISIS DE RENTABILIDAD Y PERFORMANCE**

UNIVERSIDAD DE VALENCIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
BIBLIOTECA
Reg. de Entrada n.º 133463
Fecha: 26-XI-97
Signatura E-335463/133463

Tesis Doctoral presentada por:
Carlos LASSALA NAVARRÉ

L 638120
D 638101

133.463

Dirigida por:

Dr. D. Máximo FERRANDO BOLADO

Catedrático de Economía Financiera

V² B²



Departamento de Economía Financiera y Matemática
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Valencia

Valencia, Diciembre de 1996.

UMI Number: U602867

All rights reserved

INFORMATION TO ALL USERS

The quality of this reproduction is dependent upon the quality of the copy submitted.

In the unlikely event that the author did not send a complete manuscript and there are missing pages, these will be noted. Also, if material had to be removed, a note will indicate the deletion.



UMI U602867

Published by ProQuest LLC 2014. Copyright in the Dissertation held by the Author.
Microform Edition © ProQuest LLC.

All rights reserved. This work is protected against
unauthorized copying under Title 17, United States Code.



ProQuest LLC
789 East Eisenhower Parkway
P.O. Box 1346
Ann Arbor, MI 48106-1346

A mis padres y a Carla, sin cuyo estímulo y comprensión no hubiera podido realizar esta Tesis

ÍNDICE

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1.- ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	7
1.1. INTRODUCCIÓN	8
1.2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA HASTA 1990 DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL MARCO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA	9
1.2.1. El origen histórico de la inversión colectiva y su desarrollo en España hasta 1964	9
1.2.2. Nacimiento y desarrollo de los fondos de inversión en España hasta 1990	14
1.3. EL BOOM DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (1991-92)	23
1.4. LA EVOLUCIÓN RECIENTE Y EL FUTURO DEL SECTOR	33
1.4.1. Evolución reciente (1993-1995): tres situaciones diferentes	33
1.4.2. La situación actual y el futuro del sector	37
1.5. ESTUDIO COMPARADO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL	42
1.6. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA AGREGADA DE LOS FONDOS	50
1.6.1. Análisis de la cartera agregada de los FIM	50
1.6.2. Análisis de la cartera agregada de los FIAMM	57
1.7. PARTICIPACIÓN DE LOS DISTINTOS GRUPOS FINANCIEROS EN EL MERCADO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	63
1.8. IMPLICACIONES DEL DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN PARA EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL	70
1.8.1. Los fondos y las entidades de crédito	70
1.8.2. Los fondos y los mercados financieros	76
CAPÍTULO 2.- CARACTERÍSTICAS BÁSICAS Y COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (I)	81
2.1. INTRODUCCIÓN	82
2.2. CLASIFICACIÓN GENÉRICA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA	82
2.3. CLASIFICACIÓN DE LOS FIM SEGÚN DIFERENTES CRITERIOS	89
2.4. LOS FONDOS FIM Y LOS FONDOS FIAMM: CARACTERÍSTICAS DIFERENCIADORAS	94
2.5. REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	101

ÍNDICE

2.6.	ELEMENTOS FUNDAMENTALES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN:	
	CARACTERÍSTICAS Y FUNCIONES	103
2.6.1.	La sociedad gestora	104
2.6.2.	La entidad depositaria	106
2.6.3.	Los partícipes	109
2.6.4.	El comercializador de fondos de inversión	109
2.7.	LA POLÍTICA DE INVERSIONES: LÍMITES Y COEFICIENTES	110
2.7.1.	Régimen general	110
2.7.2.	Coefficientes de inversión y liquidez específicos de los fondos	112
2.7.3.	Operaciones con instrumentos derivados	114
2.8.	OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN	117
2.8.1.	Presentación de documentos ante la CNMV y otros organismos oficiales	117
2.8.2.	Información periódica remitida al partícipe	120
2.8.3.	Participaciones significativas: publicidad y consecuencias de su incumplimiento	123
2.9.	LAS COMISIONES	124
2.10.	LA CALIFICACIÓN (RATING) DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	132
2.10.1.	Las características del rating: su aplicación a los fondos de inversión	132
2.10.2.	El proceso de calificación de los FIM: una posible metodología	137

CAPÍTULO 3.- CARACTERÍSTICAS BÁSICAS Y COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (II)

54

3.1.	INTRODUCCIÓN	142
3.2.	ALGUNAS VENTAJAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	143
3.2.1.	El favorable tratamiento fiscal	143
3.2.2.	Otras ventajas	155
3.3.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO	158
3.3.1.	Los convenios de colaboración entre el Tesoro Público y las sociedades gestoras	160
3.3.2.	Las características diferenciales entre los Fondtesoros FIM y FIAMM	164
3.4.	LOS FONDOS GARANTIZADOS	171
3.5.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA	176
3.6.	LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA	180
3.7.	OTROS TIPOS DE FONDOS	184

ÍNDICE

3.8. OTROS PRODUCTOS ALTERNATIVOS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN	192
3.8.1. Los depósitos bancarios	192
3.8.2. Los planes de pensiones	197
3.8.3. Los planes de jubilación	201
3.8.4. La inversión directa en renta fija	203
CAPÍTULO 4.- LA RENTABILIDAD FINANCIERA DE LOS FONDOS:	
FACTORES DETERMINANTES	209
4.1. INTRODUCCIÓN	210
4.2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA	211
4.3. LAS VARIABLES EN EL ANÁLISIS	218
4.4. MODELOS MULTIVARIANTES UTILIZADOS EN EL ANÁLISIS	225
4.4.1. El análisis discriminante	226
4.4.2. El modelo logit	234
4.5. CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA INVESTIGADA	241
4.6. FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN 1994	243
4.6.1. Estudio de los FIAMM	245
4.6.2. Estudio de los FIM de renta fija	254
4.6.3. Estudio de los FIM de renta fija mixta	263
4.6.4. Estudio de los FIM de renta variable mixta	270
4.6.5. Estudio de los FIM de renta variable	277
4.7. FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN 1995	282
4.7.1. Estudio de los FIAMM	282
4.7.2. Estudio de los FIM de renta fija	291
4.7.3. Estudio de los FIM de renta fija mixta	300
4.7.4. Estudio de los FIM de renta variable mixta	307
4.7.5. Estudio de los FIM de renta variable	312
CAPÍTULO 5.- ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS	320
5.1. INTRODUCCIÓN	321
5.2. APORTACIONES MÁS RELEVANTES AL ESTUDIO DE LA PERFORMANCE ...	323
5.3. LAS MEDIDAS CLÁSICAS DE EVALUACIÓN DE LA PERFORMANCE	330
5.3.1. El índice de Sharpe	330
5.3.2. El índice de Treynor	331
5.3.3. El índice de Jensen	333
5.4. ÍNDICES ALTERNATIVOS DE MEDIDA DE LA PERFORMANCE	335
5.4.1. Medidas de coherencia relativa	336
5.4.2. Medidas de coherencia absoluta	342

ÍNDICE

5.5. LOS DATOS DE PARTIDA EN EL ANÁLISIS	345
5.5.1. El período de estudio y las características de la muestra	346
5.5.2. La rentabilidad de los fondos de inversión y el problema de la medición del riesgo	347
5.5.3. La cartera de referencia apropiada para cada tipología de fondos	351
5.6. APLICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE PERFORMANCE	355
5.6.1. Los fondos de dinero	357
5.6.2. Los FIM de renta fija	371
5.6.3. Los FIM mixtos y de renta variable	387
5.7. LA PERSISTENCIA EN LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS	398
5.7.1. La persistencia de la performance en los FIAMM	400
5.7.2. La persistencia de la performance en los FIM de renta fija	402
5.7.3. La persistencia de la performance en los FIM mixtos y de renta variable	405
 ANEXO CAPÍTULO 5	
ANEXO 5.1. RELACIÓN DE FONDOS ANALIZADOS CLASIFICADOS POR SOCIEDADES GESTORAS Y CATEGORÍAS INVERSORAS	408
 CONCLUSIONES	411
 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	434

INTRODUCCIÓN

INTRODUCCIÓN

Ante la existencia de unos mercados financieros cada vez más complejos y sofisticados y ante la constante aparición de innovaciones financieras, el inversor individual se encuentra con muchas dificultades para adoptar decisiones de inversión y financiación adecuadas. Así, en la actualidad, en todos los sistemas financieros desarrollados existen una serie de instituciones encargadas de canalizar y gestionar la llamada inversión colectiva.

Los fondos de inversión mobiliaria constituyen, por tanto, una pieza clave en la actual estructura de los mercados financieros, ya que posibilitan a los pequeños ahorradores acceder a estos mercados desde pequeñas cantidades de dinero y con un asesoramiento profesional no siempre a su alcance.

El objetivo de estas entidades es agrupar el conjunto de recursos aportado por la masa de partícipes que componen el fondo para constituir una cartera que, gracias a su tamaño, pueda ser gestionada de forma eficaz por un equipo de profesionales. Precisamente, ese mayor volumen de patrimonio permite la diversificación de riesgos en las carteras y el aprovechamiento de las economías de escala que se dan en los mercados financieros, tanto monetarios como de capitales, ya que al tratarse de grandes inversores, acceden siempre de forma más fácil, barata y con mayor liquidez a los valores que se negocian en esos mercados.

Por otra parte, dado que los fondos permiten transformar el ahorro en inversión, introducen un componente de competitividad en el sistema financiero mejorando la eficiencia del mismo. Dotan de mayor liquidez a los mercados y facilitan, en cierta medida, la financiación de las empresas, aunque en España la mayor parte de las inversiones de los fondos se encuentran materializadas en Deuda Pública constituyendo, por tanto, una vía de financiación para el Estado.

El verdadero desarrollo de la inversión colectiva en España es muy reciente y se concreta en la expansión de los fondos de inversión mobiliaria (FIM) a partir de la segunda mitad de 1991. Las causas principales que motivaron el inicio de este espectacular crecimiento fueron, por una parte, la aprobación de la Ley 18/1991, del IRPF, que introdujo normas fiscales claramente atractivas en el tratamiento de los rendimientos obtenidos por los partícipes de los fondos de inversión y, por otra, las fuertes campañas publicitarias que aconsejaban este producto, junto con la falta de alternativas rentables. Así, durante los últimos cinco años, una de las principales ventajas de este producto ha sido su tratamiento fiscal, que ha supuesto que los fondos obtengan una rentabilidad financiero-fiscal muy interesante.

Aunque en estos momentos, en España, la tasa de crecimiento de las principales magnitudes que caracterizan a los fondos de inversión (número de fondos, partícipes y patrimonio gestionado) es notable y existe un proceso continuo de creación de nuevos productos, fruto de la ingeniería financiera, todavía queda mucho margen para seguir avanzando en la contribución al desarrollo de los mercados, en la financiación de las empresas y en proporcionar a los ahorradores un producto de inversión cada vez más perfeccionado y más adecuado a sus perfiles de inversión y riesgo.

Una condición necesaria para el buen funcionamiento y desarrollo de este sector consiste en mejorar la calidad de la gestión de las carteras de los fondos y la información proporcionada a los partícipes, así como en establecer mecanismos que permitan su evaluación y control para rendir cuentas a unos partícipes que, debido a su mayor cultura financiera, exigen mayor información y demandan mejores resultados en la gestión. En definitiva, si los gestores son capaces de ganarse la confianza de los partícipes, ese mayor

INTRODUCCIÓN

optimismo repercutirá favorablemente en el desarrollo futuro del sector.

Tanto el Ministerio de Economía y Hacienda como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) regulan y vigilan la actividad de estas instituciones estableciendo controles sobre la información, liquidez, coeficientes de inversión y riesgos de las entidades, con el objetivo de garantizar una mayor protección a sus partícipes. La normativa está siendo continuamente revisada y puesta al día por la CNMV, dados los cambios derivados del desarrollo de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y la necesidad de adaptar la legislación a las necesidades de los mercados en cada momento.

Sin embargo, aunque la actividad de los FIM debe ajustarse a la reglamentación y normativa oficial y está vigilada por la CNMV, ello no garantiza la gestión correcta y profesional de sus carteras. En ambientes financieros inciertos, la gestión de carteras requiere cierta sofisticación para lograr el rendimiento adecuado al riesgo de la inversión. En este sentido, gracias a la modernización y desarrollo experimentado estos últimos años, se cuenta ya con instrumentos adecuados para la gestión del riesgo de todo tipo de carteras, por lo que debe exigirse una buena *performance* a los fondos de inversión y no conformarse sólo con el cumplimiento estricto de la normativa vigente.

La utilidad de las medidas ex-post de la *performance* para evaluar la gestión de las carteras es evidente. Por una parte, a los partícipes les interesa conocer la calidad de la gestión realizada por los profesionales a los que han encomendado sus recursos financieros, ya que los gestores de fondos gozan de plena libertad para tomar sus decisiones de inversión, siempre y cuando respeten las limitaciones legales de inversión, y no tienen obligación de consultar a los partícipes del fondo gestionado. Por otra parte, a los propios gestores les sirve para comprobar la efectividad de su gestión frente a sus

competidores y frente a una cartera de referencia gestionada de forma pasiva. Finalmente, para las autoridades económicas supone una fuente de conocimiento de los resultados de la gestión del sector.

Por todo lo expuesto, nos parece interesante la realización de esta Tesis Doctoral, cuyo objetivo consiste en analizar en profundidad la evolución reciente y características del sector, estudiar cuáles son los factores que determinan las diferencias en rentabilidad entre fondos que pertenecen a una misma categoría inversora y, por último, evaluar la calidad en la gestión de los diferentes tipos de fondos mediante medidas de *performance* adecuadas.

El trabajo lo hemos estructurado en tres partes: una primera, donde estudiaremos el desarrollo, las características y el comportamiento de esta industria; una segunda, donde determinaremos aquella combinación de variables que mejor explica las diferencias en rentabilidad entre fondos pertenecientes a una misma vocación inversora; y una tercera, donde evaluaremos la gestión de los fondos en España, en los últimos años, mediante medidas de *performance* que respondan a las peculiaridades de nuestros mercados financieros.

La primera parte consta de tres capítulos. En el primero, se aborda el estudio histórico de los fondos de inversión en España, distinguiendo las diferentes etapas por las que ha pasado este producto financiero y profundizando en el análisis de las causas del *boom* de los fondos, iniciado en 1991, y su posterior evolución hasta el momento presente, apuntando, además, el posible desarrollo futuro. En el epígrafe siguiente examinamos detalladamente la composición de la cartera de los fondos de inversión en los últimos años, tanto para los FIM como para los FIAMM. Después, exponemos una comparación por países, en cuanto a la estructura del sector por tipos de fondos, el volumen de recursos gestionados y las previsiones de crecimiento futuro. Por último, cerramos este primer

capítulo estudiando la cuota de participación de los diferentes grupos financieros en el sector y las implicaciones del desarrollo de los fondos en el sistema financiero en general y en las entidades de crédito en particular.

En el capítulo segundo, tras realizar una clasificación genérica de las instituciones de inversión colectiva y exponer diferentes criterios de clasificación de los fondos de inversión mobiliaria, estudiamos las características, elementos fundamentales, política inversora, obligaciones de información y tipos de comisiones que aplican los fondos.

El capítulo tercero lo iniciamos exponiendo las principales ventajas de los fondos, con especial hincapié en su tratamiento fiscal. Después, analizamos la amplia variedad de tipos de fondos a que ha dado lugar la continua expansión del sector. Por último, cerramos el capítulo examinando las características básicas de los principales productos que compiten con los fondos en la captación del ahorro de los inversores.

En el capítulo cuarto analizamos los factores que explican las diferencias en la rentabilidad financiera de los fondos de inversión de una misma vocación inversora mediante técnicas multivariantes que consideran, simultáneamente, todas las variables que pueden tener algún tipo de relación con la rentabilidad que obtiene un fondo de inversión. En concreto, utilizamos la metodología del análisis discriminante y del análisis logit, con fines meramente descriptivos, para explicar qué variables determinan que un fondo sea rentable dentro de la categoría inversora a la que pertenece.

Nuestro objetivo en la última parte del trabajo, el capítulo quinto, consiste en evaluar la gestión de los fondos en España en el trienio 1993-1995. Para efectuar esta valoración de una forma adecuada debemos utilizar las denominadas medidas de *performance*, que consideran

simultáneamente la rentabilidad y el riesgo de las carteras de los fondos.

La evaluación de la gestión de carteras ha sido un tema ampliamente estudiado en otros países, donde una multitud de autores, de acuerdo a modelos y aportaciones propias, ofrecen alternativas diferentes de medición de la *performance*. Sin embargo, la situación de los mercados españoles en los últimos años y, muy especialmente, el comportamiento atípico de la renta fija, presenta unas peculiaridades que dificultan la evaluación de la *performance* de los fondos españoles.

Como demuestran algunos autores, en determinadas situaciones coyunturales de los mercados financieros, las medidas clásicas de evaluación de la *performance* de carteras conducen a clasificaciones financieramente absurdas. Para solventar esta problemática, proponen medidas de *performance* alternativas que intentan llegar a clasificaciones correctas desde un punto de vista financiero, ante estas situaciones anómalas de los mercados.

En el capítulo quinto evaluamos la calidad en la gestión de los fondos en función del binomio rentabilidad-riesgo, utilizando las medidas clásicas de evaluación de la *performance*. Además, teniendo en cuenta las matizaciones señaladas anteriormente, también clasificamos los fondos sujetos a esta problemática según una de las medidas propuestas por estos autores. El estudio lo completamos con un análisis de persistencia que nos permita comprobar si la buena o mala gestión de los fondos tiene continuidad en el tiempo o simplemente es una cuestión de azar.

Finalmente, exponemos las conclusiones más relevantes obtenidas en la realización de esta Tesis Doctoral y detallamos la bibliografía utilizada.

CAPÍTULO 1

ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1.1 - INTRODUCCIÓN

En este primer capítulo nos proponemos dar una visión general del origen y evolución de la inversión colectiva y, en concreto, analizar cuál ha sido el desarrollo de los fondos de inversión mobiliaria¹ en España, desde su reconocimiento legal en 1964 hasta el momento presente, describiendo las diferentes etapas por las que han pasado las instituciones de inversión colectiva.

En el estudio nos centramos, sobre todo, en la evolución de las tres magnitudes más significativas de esta fórmula de ahorro-inversión: el número de fondos que se comercializan, diferenciando entre fondos de inversión mobiliaria (en adelante FIM) y fondos de inversión en activos del mercado monetario (en adelante FIAMM), el patrimonio administrado por cada uno de estos dos tipos de fondos y el número de partícipes que componen los mismos.

Tras estudiar el denominado «boom de los fondos», donde exponemos las principales causas que lo determinan, analizamos la evolución reciente y situación actual en esta industria para, después, apuntar las perspectivas futuras que, a nuestro entender, y teniendo en cuenta la regulación comunitaria en esta materia y su previsible modificación, presenta el sector.

Por otro lado, comparamos, a nivel internacional, la situación de los fondos de inversión en los países de la Unión Europea, así como en aquéllos donde este tipo de inversión cuenta con un volumen de recursos importante.

Por último, estudiamos la evolución reciente de la participación de los distintos grupos financieros en el

¹ La expresión «fondos de inversión mobiliaria» corresponde al término genérico de un tipo de instituciones de inversión colectiva, que incluye a los fondos de inversión mobiliaria propiamente dichos y a los fondos de inversión en activos del mercado monetario.

mercado de fondos y, además, analizamos algunas posibles implicaciones del desarrollo de los fondos de inversión en los estados financieros de las entidades de crédito y, en consecuencia, en el sistema financiero en general.

1.2 - EVOLUCIÓN HISTÓRICA HASTA 1990 DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL MARCO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

En este apartado exponemos el origen y evolución de la inversión colectiva en España, diferenciando las distintas etapas por las que ha pasado hasta 1991, año en que se produce el verdadero despegue de los fondos de inversión.

1.2.1 - El origen histórico de la Inversión Colectiva y su desarrollo en España hasta 1964

Aunque existen opiniones diferentes sobre el origen de las instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC), lo que si que parece evidente es que tanto la evolución como la expansión de dichas entidades, desde su origen al momento actual, ha sido creciente a lo largo del tiempo.

Remontándonos al final de la Edad Media, cuando los préstamos con interés estaban prohibidos, algunos banqueros ya organizaron la inversión indirecta de capitales. Después, hace ya más de dos siglos, aparecieron en Inglaterra los «Parish Trusts» en donde los miembros de algunas parroquias escocesas reunían sus recursos para invertirlos adecuadamente.

Anteriormente a 1860 se habían producido algunos intentos de creación de IIC, pero tras su examen detenido se comprueba que, aunque poseen algunas características de las modernas IIC, en realidad, eran esencialmente bancos de negocios. Según la mayoría de los autores, las primeras IIC en sentido moderno aparecieron en Inglaterra en la segunda mitad del siglo XIX.

La caída de Napoleón en 1815 marca el comienzo de un rápido y complejo desarrollo industrial. Inglaterra poseía el comercio y la industria más florecientes del mundo y la abundancia de capitales era tan grande que, una vez satisfecha la demanda nacional, todavía quedaba en el mercado mucho dinero para invertir.

Según SERVIEN (1970), existían muchas posibilidades de invertir capitales en valores garantizados por Estados extranjeros, pero obtener información suficiente y fiable sobre el prestatario y los factores políticos y económicos que podían afectar a las inversiones resultaba complicado. Además, desde mediados del siglo XIX, comenzaron a sucederse las desastrosas experiencias financieras que afectaron al mundo del capital y del ahorro.

A estas dificultades había que sumar las que se derivaban de una prudente elección de valores, que resultaba complicada por la proliferación de nuevos títulos cotizables de los cuales apenas se tenía información. Ante el deseo de los inversores de lograr una mayor seguridad mediante la diversificación de los riesgos y de las inversiones surgieron las IIC.

De este modo, nacieron en Inglaterra las entidades denominadas «Average Investment Trusts», que se dedicaban exclusivamente a adquirir obligaciones extranjeras de rentabilidad elevada. Según CABELLO (1992), otras entidades posteriores fueron incorporando acciones a sus carteras, pero sólo de empresas extranjeras.

Siguiendo a BELTRÁN (1993), en 1868 se creó en Londres el primer fondo, bajo la forma de sociedad de inversión, el «Foreing and Colonial Government Trust», con el objetivo de proporcionar al pequeño ahorrador las ventajas de los grandes inversores mediante la diversificación de la inversión en participaciones de distintas empresas, tanto extranjeras como

ubicadas en las colonias británicas y, en consecuencia, disminuyendo el riesgo.

«La primera entidad americana de inversión colectiva, copia del modelo inglés, apareció en 1893 con la creación del «Boston Personal Property Trust», pero estas organizaciones se desarrollaron en América con mucha lentitud y no alcanzaron importancia hasta después de la primera guerra mundial. En 1924 fue creado en EE.UU. el fondo denominado «Massachusetts Investors Trust» que adoptaba también la forma de sociedad de inversión»².

El desarrollo de los fondos se vio dificultado por la recesión de los años treinta y, en la mayoría de los países, no lograron cierto desarrollo hasta después de la II Guerra Mundial. Además, tuvieron que adaptarse a las diferentes circunstancias económicas de cada país y evolucionar de acuerdo con las distintas legislaciones nacionales. En cualquier caso, el auténtico crecimiento de los fondos se produjo a partir de los años sesenta.

En España, el desarrollo de la inversión colectiva es ciertamente reciente, puesto que ha tenido lugar durante las cuatro últimas décadas. La primera regulación fue la Ley de 15 de julio de 1952, sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria. Se trataba del primer texto legal que establecía los requisitos que debían cumplir las IIC para poder acogerse a los beneficios fiscales que la misma contemplaba.

Aunque la eficacia práctica de esta Ley fue muy limitada, ya exponía con claridad cuál era la finalidad y razón de ser de las IIC, al definir las diciendo que «habían de tener por objeto exclusivo -la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios para compensar, por una adecuada composición de sus activos,

² SERVIEN, L.M., 1970, pág. 24.

los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades-, expresiones éstas que se hayan reproducidas literalmente en la Ley vigente, de 26 de diciembre de 1984»³.

Se pretendía establecer un cauce nuevo para la colocación del ahorro y su canalización hacia la financiación de la inversión productiva, basado en dos ideas: la gestión profesionalizada de las inversiones y la diversificación⁴.

Esta Ley fue derogada por otra de 26 de diciembre de 1958, sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo que, basándose en la experiencia de seis años, creó un sistema más flexible en cuanto a la actuación de las sociedades de cartera.

Posteriormente, el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, modificaba el régimen de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo (en adelante SIMCF) y autorizaba al Gobierno para que regulase las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (en adelante SIMCAV) y los FIM.

Este Decreto-Ley presentaba como características más significativas las siguientes:

- Se podían crear FIM con el objetivo exclusivo de la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios admitidos a cotización oficial.

- Las Sociedades de Inversión Mobiliaria (en adelante SIM) podían funcionar bajo la modalidad de SIMCAV, pudiendo aumentar o disminuir su capital mediante la emisión de nuevas acciones o el reembolso de parte de las existentes.

³ RAMOS GASCÓN, F.J., 1993, págs. 507-508.

⁴ Téngase en cuenta que la diversificación no es fácil de lograr individualmente en el caso de pequeños patrimonios mobiliarios.

- La dirección, administración y representación de los FIM y de sus inversiones recaía, necesariamente, en sociedades gestoras sujetas a unas condiciones reglamentariamente determinadas.

- La custodia de los valores mobiliarios y el efectivo que constituían el fondo debía estar encomendada a una entidad depositaria sujeta a las condiciones que reglamentariamente se estableciesen.

- Un 90%, como mínimo, del patrimonio debía estar invertido en valores mobiliarios de renta fija o variable.

- Exención de la Contribución General sobre la Renta de los ingresos que obtuviesen los partícipes en FIM y que procediesen de la enajenación de los valores de éstos, siempre que se cumpliesen los requisitos fijados por el Ministerio de Hacienda.

Finalmente, cabe mencionar la Orden Ministerial de 5 de junio de 1964, sobre el Reglamento de Gestión de los FIM, que presentaba como características más notables las siguientes:

- Normas de funcionamiento de la sociedad gestora y de la entidad depositaria y obligaciones de información de la sociedad gestora.

- Límites de inversión del patrimonio de los fondos. El patrimonio del fondo no podía ser inferior a 50 millones de pesetas en el momento de su constitución y debía estar constituido, como mínimo, en un 90% por valores mobiliarios de renta fija o variable cotizados en alguna de las Bolsas oficiales. El resto debía mantenerse en efectivo, en cuenta corriente o en imposiciones a la vista para atender las necesidades de tesorería.

- Características de las participaciones y normas para la determinación de su precio. El precio de suscripción de

cada participación, en el momento de constitución del fondo, debía ser de 1.000 pesetas y el precio de la participación debía aumentar (suscripción) o disminuir (reembolso) en el porcentaje que estableciese el Reglamento del fondo. Además, los reembolsos de participaciones debían hacerse efectivos en el plazo de cinco días, desde la solicitud de reembolso.

- Exenciones fiscales otorgadas a los fondos en la tributación de los siguientes impuestos: Impuesto de Sociedades, Impuesto sobre las Rentas del Capital por los beneficios que percibiesen sus partícipes, Impuesto sobre Emisión y Negociación de Valores Mobiliarios, Impuesto de Derechos Reales y Timbre por los actos, contratos y documentos necesarios para la formalización y disolución, así como por la emisión, desembolso, suscripción y rescate de los certificados de participaciones. Además, los resultados procedentes de la enajenación de sus valores que se distribuyesen a los partícipes, no se integrarían en la base imponible de la Contribución General sobre la Renta siempre que los valores enajenados hubiesen formado parte de la cartera del fondo durante más de un año.

1.2.2 - Nacimiento y desarrollo de los fondos de inversión en España hasta 1990

a - Evolución de los fondos en el período 1964-1975

Los fondos de inversión no fueron reconocidos legalmente hasta 1964, como consecuencia de diversas disposiciones que desarrollaron los principios contenidos en la llamada Ley de Bases del Crédito y la Banca, de 14 de abril de 1962, cuyo contenido era el propio de la época, con una regulación e intervención global del sistema financiero español.

Los FIM se crearon en España por Decreto-Ley de 30 de abril de 1964 y el Reglamento que desarrollaba dicha Ley se aprobó por Orden Ministerial de 1 de diciembre de 1970, donde

se configuraba a los FIM como son en la actualidad, aunque su expansión con ciertas garantías no se produjo hasta los años ochenta.

Desde la entrada en vigor del mencionado Decreto, la evolución de los FIM en España ha mostrado una tendencia claramente ascendente en sus tres variables más significativas: número de fondos, número de partícipes y patrimonio gestionado.

La evolución de este producto financiero ha estado estrechamente vinculada a la del mercado de valores en general, siendo objeto de un importante esfuerzo de lanzamiento y comercialización a finales de los años sesenta que se tradujo en un notable grado de consolidación de los fondos.

En 1966 se crearon y comercializaron los tres primeros FIM, con un patrimonio total de 191 millones de pesetas. Según TORRECILLA (1992), el primer fondo español que se creó fue «Nuvofondo», con el Banco Urquijo como banco depositario. La mayor parte de sus inversiones, en los primeros años, fueron en renta variable, debido a la falta de liquidez en aquella época de los títulos de renta fija. Como puede apreciarse en el Cuadro 1.2, en 1968 ya se comercializaban 8 FIM, con un patrimonio total de 7.861 millones de pesetas.

«La desproporción entre el volumen de recursos captados por los fondos y la estrechez del mercado de valores de entonces, unida a un cambio en la coyuntura bursátil, provocaron en 1970 una crisis de cierta importancia, que dio lugar a la primera actuación sistemática del Banco de España en este campo»⁵.

El mercado bursátil español estaba monopolizado por unas pocas grandes empresas. Según SUÁREZ (1977), de las

⁵ RAMOS GASCÓN, F.J., 1993, pág. 510.

aproximadamente 20.000 sociedades anónimas existentes en el país en 1975, sólo el 2,5% de ellas estaban admitidas a cotización en las tres Bolsas españolas. En el Cuadro 1.1, referido a la Bolsa de Madrid, puede observarse como unas pocas empresas acaparan la mayor parte del volumen de contratación efectiva.

Cuadro 1.1

CONTRATACIÓN EFECTIVA EN ACCIONES DE LAS EMPRESAS* MÁS IMPORTANTES EN LA BOLSA DE MADRID EN 1975
(en millones de pesetas y tanto por ciento)

Empresas más importantes	Efectivo acciones	% del total efectivo acciones
1. Banco Central.....	4.805,7	6
2. BANESTO.....	4.645,0	6
3. Telefónica.....	4.191,4	5
4. Banco de Santander.....	3.991,5	5
5. Banco Europeo.....	2.913,9	4
6. Dragados y Construcciones....	2.543,6	3
7. Banco de Vizcaya.....	2.091,0	3
8. Banco Hispano Americano.....	2.067,9	3
9. Hidroeléct. Ibérica Iberduero.	1.988,8	3
10. Banco Urquijo.....	1.950,5	2
11. Unión Explosivos Río Tinto...	1.850,1	2
12. Española de Petróleos.....	1.784,5	2
13. Banco Occidental.....	1.734,5	2
14. Banco de Fomento.....	1.706,3	2
15. Banco de Bilbao.....	1.700,0	2
Subtotal.....	39.964,7	50
Total Bolsa de Madrid.....	79.901,0	100

* En la Bolsa de Madrid se cotizaron acciones de unas 500 empresas en 1975. Fuente: SUÁREZ, A., edición 1977, pág. 343.

En el Cuadro 1.2 observamos que fue en el período transcurrido desde 1968 a 1974 cuando se crearon la mayoría de fondos de esta primera fase, comercializándose en 1975 un total de 25 FIM con un patrimonio total de 36.000 millones de pesetas y 160.000 partícipes. El volumen máximo de patrimonio y de partícipes se alcanzó en el año 1973, con más de 41.400 millones de pesetas de patrimonio y 170.000 partícipes.

Cuadro 1.2
EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DESDE 1966 A 1982

Año	Núm. fondos (unidades)	Patrimonio (millones Pt)	Partícipes (miles)
1966	3	191	ND
1967	4	1.022	ND
1968	8	7.861	ND
1969	14	32.458	ND
1970	ND	ND	ND
1971	ND	ND	ND
1972	17	35.078	ND
1973	23	41.429	170,5
1974	24	35.131	169,9
1975	25	36.000	160,0
1976	25	25.802	156,3
1977	25	19.359	153,6
1978	24	17.303	140,4
1979	23	16.308	138,1
1980	23	18.000	130,0
1981	23	19.316	123,2
1982	23	20.883	120,5

ND: No disponible.

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

«En estos años, este tipo de instituciones contribuyeron notablemente a la potenciación y desarrollo del mercado de valores español»⁶. Existía un régimen fiscal muy atractivo, con exención de impuestos tanto sobre beneficios como sobre los dividendos percibidos por los partícipes. Además, éstos podían desgravar por las inversiones efectuadas en estos activos financieros. Los fondos se distribuían a través de redes de venta, creadas para este fin, que incidieron significativamente en el mercado financiero.

b - Etapa de crisis, (1976-1982)

Esta segunda fase está caracterizada por una notable pérdida del volumen patrimonial de los fondos como

⁶ TORRECILLA FRADEJAS, A., 1992, pág. 306.

consecuencia de la crisis bursátil posterior al primer shock de la subida del precio del petróleo, llegándose a situar en el año 1982 en 20.883 millones de pesetas. En ese año, el patrimonio conjunto de los fondos de inversión representaba menos de la mitad del valor patrimonial en el año 1973.

El número de partícipes, afectado de igual modo por la situación de crisis, también mostró una tendencia descendente desde 1973 hasta 1983, observándose una clara vocación vendedora. Además, como puede comprobarse en el Cuadro 1.2, a partir de 1974, se paraliza la creación de fondos debido, lógicamente, a la atonía del mercado bursátil. En el año 1982 se comercializaban 23 FIM frente a los 25 que se comercializaban en 1975.

Según TORRECILLA (1992), en los años setenta los FIM se encontraron en España con ciertas adversidades. La crisis económica mundial repercutió muy negativamente en la evolución de los mercados de valores. Además, la reforma fiscal iniciada en 1977 planteaba la necesidad de modificar las condiciones fiscales de las IIC, aunque éstas gozaron de un período transitorio hasta diciembre de 1984.

El año 1978 vino marcado por modificaciones importantes en el marco legal. Las Leyes 50/1977, de 14 de noviembre, de Medidas Urgentes de Reforma Fiscal, y, 44/1978, de 8 de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, modificaron el régimen fiscal eliminando la exención impositiva para aquellas sociedades que no cotizaran efectivamente en Bolsa o que no tuvieran cotización calificada. También se introdujo el concepto de «transparencia fiscal».

Posteriormente, la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, reguló el régimen tributario de las SIM y FIM y estableció que el Gobierno remitiría a las Cortes, antes del 31 de diciembre de 1978, un nuevo Proyecto de Ley de IIC. Este plazo no se cumplió y hasta abril de 1982 no se

publicó en el Boletín del Congreso de los Diputados un Proyecto de Ley de IIC.

Como consecuencia del final de la legislatura, el proyecto no llegó a convertirse en Ley. Por otra parte, para que las SIM y FIM no estuvieran sujetos a las normas previstas por la Ley del Impuesto de Sociedades y tuvieran que tributar al tipo impositivo general, se produjo una prórroga de sus condiciones⁷.

c - El resurgir de los fondos a partir de 1983

La fuerte consistencia adquirida por la Bolsa en este período desencadena una indudable consolidación y expansión en la industria de los fondos de inversión, cuya popularización vuelve a ser creciente, si bien todavía no puede hablarse de cifras muy elevadas.

Como puede observarse en el Cuadro 1.3, a partir de 1983 se produce un importante crecimiento en el número de fondos existentes en el mercado y en el volumen administrado por éstos.

El 26 de diciembre de 1984, el Boletín Oficial del Estado publicó la Ley 46/1984, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva⁸ (en adelante LIIC). Pese a la nueva regulación, la atracción que ejerció la inversión directa en acciones, durante la etapa de crecimiento fulgurante de la Bolsa de la segunda mitad de los años ochenta, dejó en un segundo plano a aquellas fórmulas que, como la inversión colectiva, se caracterizan por un cierto conservadurismo.

⁷ Recogida en la disposición adicional novena de la Ley de Presupuestos para 1984.

⁸ El Reglamento correspondiente se publicó en el BOE del 3 de agosto de 1985.



Cuadro 1.3
EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN A PARTIR DE 1983

Año	Núm. fondos (unidades)				Patrimonio (millones P)					Participes (miles)				
	FIM	Δ(%)	FIAMM	Δ(%)	FIM	Δ(%)	FIAMM	Δ(%)	ΔTOTAL	FIM	Δ(%)	FIAMM	Δ(%)	ΔTOTAL
1983	23		NE		33.193		NE			117,6		NE		
1984	26	13,0	NE		83.069	150,3	NE		150,3	172,6	46,8	NE		46,8
1985	30	15,4	NE		142.803	71,9	NE		71,9	286,2	65,8	NE		65,8
1986	49	63,3	10		369.510	158,8	47.868		192,3	466,1	62,9	21,3		70,3
1987	89	81,6	16	60,0	365.970	-1,0	117.169	144,8	15,8	514,6	10,4	26,8	25,8	11,1
1988	146	64,0	31	93,8	547.355	49,6	221.136	88,7	59,1	518,5	0,8	42,7	59,3	3,7
1989	171	17,1	41	32,3	540.557	-1,2	329.219	48,9	13,2	446,7	-13,8	104,2	144,0	-1,8
1990	206	20,5	62	51,2	542.812	0,4	619.722	88,2	33,7	376,2	-15,8	193,8	86,0	3,5
1991	285	38,4	88	41,9	1.905.972	251,1	1.964.087	216,9	232,9	663,1	76,3	482,0	148,7	100,9
1992	371	30,2	106	20,5	2.992.555	57,0	3.287.810	67,4	62,3	900,4	35,8	776,8	61,2	46,5
1993	441	18,9	130	22,6	5.557.837	85,7	4.736.734	44,0	63,9	1.446,9	60,7	1.101,4	41,8	51,9
1994	528	19,7	138	6,2	5.287.287	-4,9	5.962.282	25,8	9,3	1.440,6	-0,4	1.356,0	23,1	9,7
1995	602	14,0	154	11,6	5.199.893	-1,7	6.993.227	17,3	8,4	1.334,3	-7,3	1.611,2	18,8	5,3

NE: No existía en esa fecha; Δ(%): Variación anual en porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

Tal y como refleja el Cuadro 1.3, en 1986 se produjo un gran crecimiento, tanto en volumen gestionado como en número de partícipes. Fue precisamente en ese año cuando fueron creados los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)⁹. A 31 de diciembre de 1986, se comercializaban 59 fondos de inversión: 49 FIM y 10 FIAMM.

En el año 1987, mientras el patrimonio administrado por los FIM sufre un proceso de estancamiento, los FIAMM continúan su auge, multiplicando casi por 2,5 su patrimonio. Sin embargo, curiosamente, el número de fondos FIM crece, en ese año, más de un 80%, creándose 40 nuevos fondos de esta categoría. Hasta esa fecha, era el año de mayor crecimiento en toda la historia de los fondos de inversión en España.

Tanto los FIM como los FIAMM muestran un fuerte crecimiento patrimonial en 1988, que continúa en los FIAMM durante 1989 y 1990. Por contra, el patrimonio de los FIM desciende durante 1989 para mantenerse después, en 1990, a un nivel ligeramente superior al del año anterior, pero todavía por debajo del patrimonio alcanzado a finales de 1988.

El patrimonio total de los fondos de inversión en 1990 era de 1.162.534 millones de pesetas frente a los 20.883 millones de pesetas de 1982. Además, como podemos ver en el Cuadro 1.3, por primera vez desde la creación de los FIAMM, el patrimonio de éstos superaba al patrimonio de los FIM.

Por otro lado, en cuanto a la evolución del número de partícipes en esta etapa, a partir de 1984 se observa una tendencia alcista hasta 1988, que pone de manifiesto un claro interés de los inversores por este producto financiero. Sin embargo, en 1989, y por primera vez desde 1984, el número de partícipes disminuye ligeramente a nivel agregado aunque, en

⁹ A estos fondos se les conoce también con el nombre de «fondos de dinero» o «fondos monetarios».

1990, vuelve a observarse un crecimiento que, además, es superior a la pérdida de partícipes del año anterior.

Si analizamos de forma comparada la evolución del número de partícipes en FIM y en FIAMM, en el bienio 1989-90, apreciamos una fuerte disparidad: por una parte, los FIM pierden más de 140.000 partícipes (una pérdida del 27,45%), y, por otra, los FIAMM captan más de 150.000 partícipes (un crecimiento del 353,86%). Parece evidente la existencia de un trasvase de inversores de los FIM a los FIAMM.

Según se expone en el informe anual de la CNMV correspondiente a 1990, la posible causa de ese trasvase pudo perfectamente ser la menor dispersión de las rentabilidades de los FIAMM respecto a las de los FIM. No obstante, el citado trasvase no pudo ser la única explicación del incremento de partícipes observado en los FIAMM, ya que el inversor típico en FIAMM tiene características distintas al inversor en FIM.

Con la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se produjeron una serie de modificaciones en la LIIC que hicieron necesario un nuevo desarrollo reglamentario¹⁰.

El entorno jurídico de las IIC, en 1990, lo completan el Decreto-Ley de 2 de noviembre, en el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la LIIC y el Decreto-Ley de 27 de diciembre, sobre el régimen fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión, por el que se reduce, del 13% al 1%, el tipo impositivo en el Impuesto de Sociedades.

Por último, dentro de la normativa que afecta a los fondos de inversión, destacamos también la Orden de 7 de junio de 1990, que regula la colaboración entre el Tesoro Público

¹⁰ Con esta Ley se modificaron 16 artículos, dos disposiciones transitorias y una disposición final de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 1984. Además, añadía a ésta una disposición transitoria más.

y determinadas sociedades gestoras para el desarrollo y difusión de los Fondtesoros¹¹, fondos éstos con los que se pretendía incrementar la colocación de la Deuda del Estado y mejorar la rentabilidad del partícipe mediante unas comisiones menores.

A finales de 1990 estaban registrados un total de 16 Fondtesoros, 9 FIM y 7 FIAMM, computando un patrimonio de 25.923 millones de pesetas, con un número de partícipes de 3.054 en el caso de los FIM y de 1.923 en el caso de los FIAMM. En esta fecha, los Fondtesoros representaban el 2,23% del patrimonio global de los fondos de inversión.

1.3 - EL BOOM DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (1991-92)

En 1990, según el informe anual de la CNMV correspondiente a 1991, el patrimonio de las IIC en España suponía solamente el 3% del PIB, mientras que en Francia representaba el 22%, en Estados Unidos el 19%, en Japón el 13% y en el Reino Unido el 8,4%. La conclusión que podía extraerse de estas cifras era la existencia de un fuerte potencial de crecimiento para esta industria en España.

Desde hacía unos años venía augurándose un fuerte crecimiento en el peso de la inversión colectiva en los mercados de valores y en el sistema financiero en su conjunto. En este sentido, los fondos de inversión tuvieron un protagonismo muy destacado durante el bienio 1991-92 dentro del sistema financiero español y puede decirse que su expansión ha tenido un impacto considerable en el mismo¹².

¹¹ La situación y características de este tipo de fondos, que invierten exclusivamente en Deuda del Estado, puede verse con detalle en el capítulo segundo.

¹² En el epígrafe 8 de este capítulo exponemos algunas implicaciones del desarrollo reciente de los fondos de inversión en el sistema financiero español.

La inversión colectiva, en 1991, como consecuencia de la denominada «Guerra de los Fondos de Inversión»¹³, nombre con el que se conoce al proceso de expansión de las IIC en España, experimentó un avance excepcional, iniciándose una fase expansiva que continuó durante el primer semestre de 1992.

Aunque parte de la inversión procedía del mercado bursátil, la mayoría de los recursos captados por los fondos tenía su origen, básicamente, en el ahorro preexistente en depósitos bancarios de alta remuneración, las supercuentas. Este trasvase de dinero desde las supercuentas a los fondos de inversión provocó una reducción de los balances de los bancos y cajas de ahorros y una tendencia al estrechamiento de sus beneficios¹⁴.

A partir de la segunda mitad de 1991, las grandes redes bancarias, con una agresividad tanto publicitaria como comercial, comenzaron a ofrecer masivamente los fondos de inversión a sus clientes consiguiendo, así, un incremento en la popularidad e implantación de este producto financiero.

Entre los factores que determinan el *boom* de los fondos de inversión destacamos los siguientes:

a) El ventajoso tratamiento fiscal dado a los fondos a partir de 1992 con la nueva Ley del IRPF que favorecía a los partícipes, especialmente en el supuesto de mantener la inversión un número suficientemente prolongado de años.

El nuevo tratamiento fiscal de los incrementos de patrimonio¹⁵ supuso la sustitución de los coeficientes de

¹³ La sociedad gestora «Gesbansander», a través de su fondo de dinero «Superfondo Santander» (fecha de registro: sep-91), desencadenó la llamada «Guerra de los Fondos de Inversión», que disparó la inversión en estos productos.

¹⁴ Ver el epígrafe 8 de este capítulo.

¹⁵ Introducido por la reforma del IRPF. Ver la Ley 18/1991, de 6 de junio.

actualización por porcentajes reductores del gravamen de las plusvalías generadas en un período superior a dos años, así como el no sometimiento al impuesto de aquellos incrementos de patrimonio que se pusiesen de manifiesto como consecuencia de transmisiones onerosas, cuando el importe global de éstas durante el año natural no superase las 500.000 pesetas¹⁶.

b) La reducción del 13% al 1%, para los FIM, del tipo impositivo en el Impuesto de Sociedades, que mejoraba ligeramente la rentabilidad de los partícipes.

c) La campaña publicitaria del Tesoro Público en apoyo de los Fondos de Inversión. Según LÁRRAGA (1992), la aparición de los fondos especializados en Deuda del Estado presentaba como atractivos una mayor seguridad e inferiores comisiones de gestión y de depositario. Al mismo tiempo, sirvió de reclamo para que muchas entidades comercializaran otro tipo de fondos de inversión.

d) La fuerte caída de los tipos de interés generó una revalorización considerable de las carteras de los fondos FIM y supuso un atractivo para los nuevos partícipes.

e) La falta de atractivo que, en general, ofrecían las inversiones financieras alternativas, sobre todo, la inversión en acciones, afectada negativamente en su situación y perspectivas a corto y medio plazo, tanto por los niveles alcanzados por los tipos de interés como por la coyuntura económica general.

f) «La reducción de los márgenes de comercialización de determinados productos financieros (Letras del Tesoro y Bonos del Estado), debido a la fuerte competencia existente entre las entidades financieras, hacía que resultase atractivo ofrecer fondos de inversión a los clientes. Con este producto

¹⁶ El tratamiento fiscal de los fondos de inversión se analiza con detalle en el capítulo tercero.

las entidades financieras perciben comisiones de gestión y depositario»¹⁷.

g) Las fuertes campañas publicitarias realizadas por muchas instituciones bancarias y diversas sociedades y agencias de valores que, según LÁRRAGA (1992), se centraron básicamente en el atractivo fiscal que presentaba la nueva normativa del IRPF, resaltando muy poco las características diferenciales que podían ofrecer unos fondos respecto a otros en cuanto a su rentabilidad esperada y riesgo. Los efectos de la publicidad se fueron diluyendo con el tiempo y apenas se notaron en el segundo semestre de 1992.

h) La favorable evolución de la rentabilidad financiera de los fondos durante el cuarto trimestre de 1990 y los tres primeros de 1991. En este período, los principales fondos ofrecieron una rentabilidad media trimestral superior al 3%, circunstancia que contribuyó al éxito de las campañas de publicidad ya que, tradicionalmente, la información comercial sobre fondos de inversión se refería a las rentabilidades históricas cuando éstas eran elevadas.

i) Alteraciones en los hábitos y en la cultura financiera de los inversores, así como una evidente mejora en la actividad de supervisión del sector¹⁸.

j) Mayores exigencias en el nivel y en la calidad de la información disponible sobre la evolución de estas instituciones.

¹⁷ LÁRRAGA, P., 1992, pág. 303.

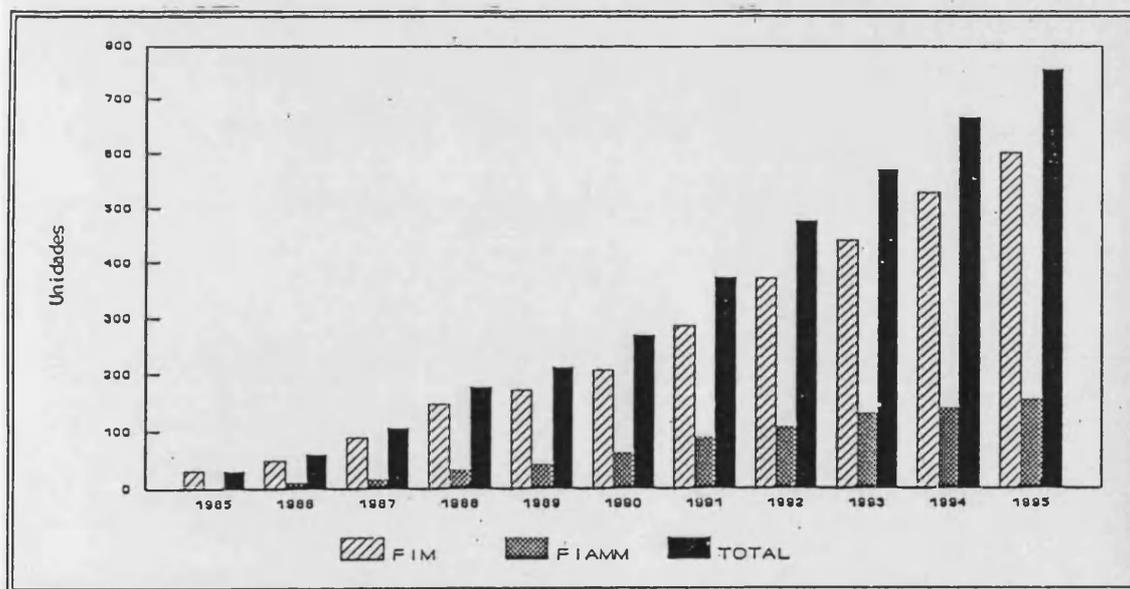
¹⁸ A este aspecto contribuye muy favorablemente la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), organismo que, entre otras funciones, se encarga de la supervisión y control de las IIC, de velar por una mayor protección del partícipe y de vigilar el correcto funcionamiento de los mercados financieros.

k) El cambio de estrategia por parte de las instituciones financieras respecto al proceso de desintermediación, como consecuencia del incremento de competencia en el sistema.

En definitiva, todas estas circunstancias hicieron que se produjese un verdadero crecimiento en la industria de fondos de inversión. Así pues, a 31 de diciembre de 1991, existían ya un total de 373 fondos: 285 FIM, con un patrimonio total de 1.905.972 millones de pesetas y 663.152 partícipes, y, 88 FIAMM, con un patrimonio total de 1.964.087 millones de pesetas y 482.017 partícipes.

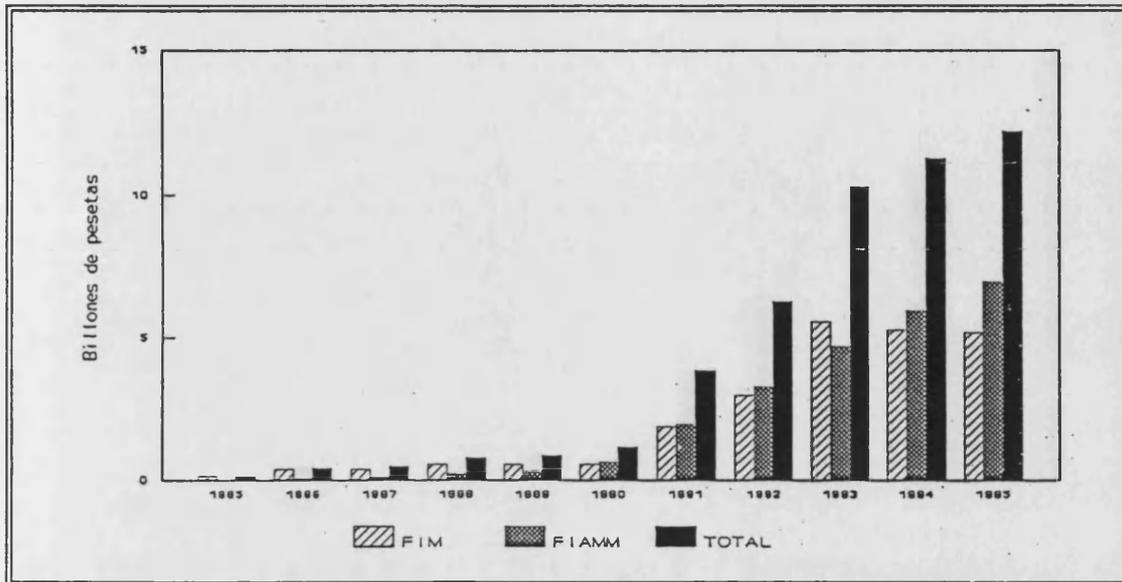
En 1991, a nivel agregado, se observa que tanto el número de fondos de inversión como el volumen patrimonial y el número de partícipes de los mismos experimentan un fuerte crecimiento respecto a las cifras de 1990 (Figuras 1.1, 1.2 y 1.3).

Figura 1.1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE FONDOS DE INVERSIÓN



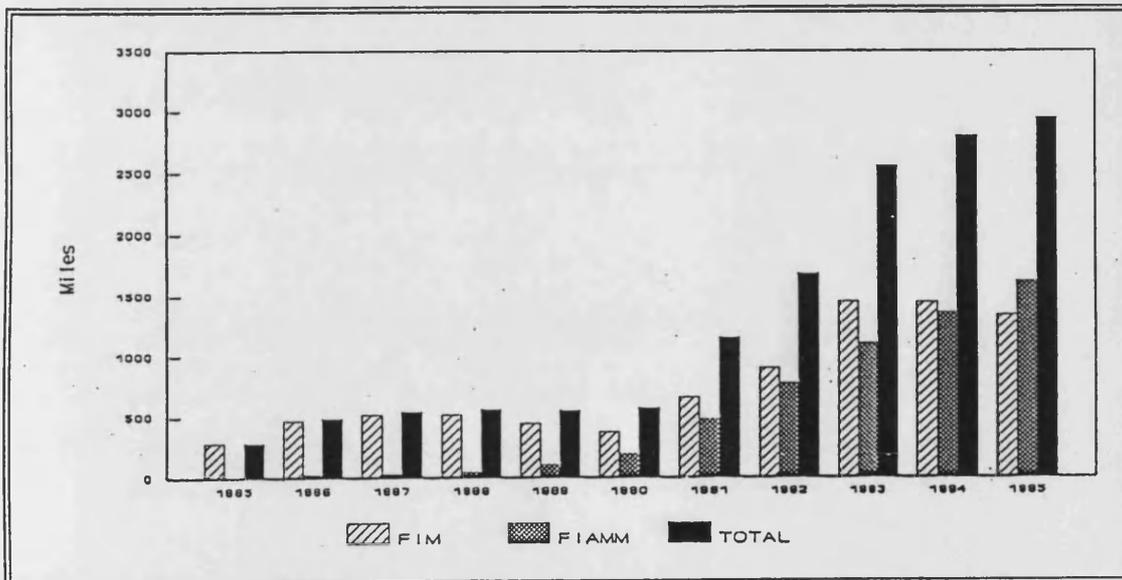
Fuente: CNMV y elaboración propia.

Figura 1.2
EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Figura 1.3
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE PARTICIPES
DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN



Fuente: CNMV y elaboración propia.

El crecimiento en el número de fondos es ciertamente similar para los FIM y los FIAMM, ya que los primeros crecieron un 38,4% y los segundos un 41,9%. Por otro lado, el crecimiento en el patrimonio administrado es espectacular tanto en los FIM (251%) como en los FIAMM (217%). Por último, observamos también como ambos tipos de fondos saldaron el año con un crecimiento notable en el número de partícipes, si bien el crecimiento porcentual en los FIAMM (148,7%) casi duplica al de los FIM (76,3%). En definitiva, el número de partícipes de los fondos de inversión se duplicó respecto al año anterior, triplicándose prácticamente su patrimonio.

Según CONTRERAS (1993), la participación del Sector Público en el mercado de la inversión colectiva fue uno de los principales factores determinantes del crecimiento de los fondos de inversión.

A finales de 1991, los Fondtesoros representaban el 3,6% del patrimonio total de los fondos de inversión, frente al 2,23% del año anterior, lo que indicaba que estos fondos estaban ganando cuota dentro del sector. Como puede verse en los Cuadros 1.4 y 1.5, se comercializaban 21 Fondtesoros: 12 FIM, con un patrimonio total de 50.274 millones de pesetas (casi un 390% más que el año anterior) y 9 FIAMM, con un patrimonio de 89.453 millones de pesetas (crecimiento del 471%). El número de partícipes era de 42.632 para los FIM y de 22.258 para los FIAMM, superando las cifras del año anterior en un 1.296% y 1.057% respectivamente, aunque, claro está, sobre unas bases de partida pequeñas.

«El repentino interés por los fondos de inversión, por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, para incentivar la colocación de Deuda Pública exigía un replanteamiento de bancos y cajas de ahorros respecto del nivel de competencia de estos instrumentos de desintermediación»¹⁹.

¹⁹ CONTRERAS, C., 1993, pág. 248.

Cuadro 1.4
EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS
(en términos absolutos)

Año	Núm. fondos (unidades)		Patrimonio (millones Pt)		Partícipes (miles)	
	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM	FIM	FIAMM
1990	9	7	10.270	15.653	3.054	1.923
1991	12	9	50.274	89.453	42.632	22.258
1992	20	12	223.924	269.126	60.896	83.165
1993	25	12	496.315	459.009	130.145	143.654
1994	24	12	446.282	656.928	123.023	205.718
1995	28	12	454.840	812.857	111.751	254.127

Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF).

Cuadro 1.5
EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS
(en términos relativos)

Año	Núm. fondos			Patrimonio			Partícipes		
	FIM Δ(%)	FIAMM Δ(%)	TOTAL Δ(%)	FIM Δ(%)	FIAMM Δ(%)	TOTAL Δ(%)	FIM Δ(%)	FIAMM Δ(%)	TOTAL Δ(%)
1991	33,3	28,6	31,3	389,5	471,0	439,0	1.296	1.057	1.203
1992	66,6	33,3	52,4	345,4	200,0	252,9	42,8	273,6	122,0
1993	25,0	0,0	15,6	121,6	70,5	93,8	113,7	72,7	90,1
1994	-4,0	0,0	-2,7	-10,0	43,1	15,5	-5,5	43,2	20,1
1995	16,7	0,0	11,1	1,9	23,7	14,9	-9,2	23,5	11,3

Fuente: DGTPF y elaboración propia.

Aunque las expectativas del sector para 1992 eran buenas²⁰, durante el segundo semestre de ese año, se produjo una ralentización en el crecimiento de los fondos debido a la «tormenta monetaria» que agitó los mercados monetarios a partir de junio, provocando una elevada volatilidad, tanto de los tipos de interés como de las cotizaciones en los mercados de renta fija.

Se sucedieron una serie de acontecimientos²¹ que generaron una caída en los valores liquidativos de las participaciones de los fondos, especialmente en el caso de los FIM, provocando un relativo desplazamiento del dinero de los partícipes hacia los FIAMM que, al invertir exclusivamente a corto plazo, eran mucho menos sensibles a la volatilidad de los tipos de interés, o hacia otros activos financieros más seguros.

Por tanto, en 1992, podemos hablar de dos etapas claramente diferenciadas: por un lado, el primer semestre, donde los activos crecieron un 54%, consolidando su posición como productos financieros y, por otro, el segundo semestre, donde los activos tan sólo crecieron un 5%. A finales de 1992, por volumen de activo gestionado, España ocupaba ya el quinto²² lugar en Europa.

Siguiendo a RAMOS (1993), el comportamiento de los valores liquidativos de los FIM de renta fija, en ocasiones negativo, y la rigidez que, por razones fiscales, tiene la

²⁰ Se hablaba de un patrimonio, a finales de 1992, en torno a los siete billones de pesetas, lo que suponía prácticamente doblar la cifra de 1991.

²¹ El «no» danés al Tratado de Maastricht, la subida de tipos de interés en Alemania, el referéndum en Francia sobre Maastricht, la crisis generalizada del Sistema Monetario Europeo y las dos devaluaciones de la peseta.

²² Si tenemos en cuenta que, a principios de 1991, España ocupaba el décimo lugar en Europa, este dato corrobora el fuerte crecimiento experimentado.

inversión en fondos para el partícipe, explican la evolución marcadamente desigual de los diferentes tipos de fondos.

En 1992, en líneas generales, los FIAMM obtuvieron mayores rentabilidades que los FIM, aunque los fondos más rentables fueron los de renta fija en divisas, ya que se beneficiaron de las dos devaluaciones de la peseta.

Como puede observarse en las Figuras 1.1, 1.2 y 1.3, las tres variables más significativas de los fondos experimentan considerables incrementos respecto a 1991. Si comparamos la evolución de los FIM y FIAMM (Cuadro 1.3), vemos que el crecimiento en el número de FIM es superior en casi 10 puntos al crecimiento de los FIAMM. Sin embargo, tanto el patrimonio de los FIAMM como su número de partícipes, muestran crecimientos superiores a los producidos en los FIM, poniendo de manifiesto el mejor comportamiento de los FIAMM frente a los FIM.

Los Fondtesoros, siguen ganando cuota dentro de la industria de fondos de inversión y, a finales de 1992, ya representan el 7,8% del patrimonio frente al 3,6% en 1991. En ambos tipos de Fondtesoros, el patrimonio y el número de partícipes experimentan importantes crecimientos, aunque inferiores a los del año anterior (ver Cuadro 1.5).

Algunas instituciones aplicaron una estrategia que consistía en frenar el ritmo de crecimiento en la comercialización de los fondos ya que, al temor de que sus clientes traspasasen los ahorros de los depósitos a los fondos, situados fuera del balance, se unía la necesidad de recursos para conceder créditos²³. Sin embargo, esta estrategia fue aprovechada por otras entidades para realizar una campaña activa de colocación de fondos e impulsar más aún la comercialización de sus productos de inversión.

²³ Un balance reducido supone menor capacidad para conceder créditos. En algunos casos, esta situación obliga a una mayor dependencia del mercado interbancario, evidentemente más caro que los depósitos de los clientes.

Por otro lado, la propia situación iba dando lugar, durante 1992, a una mayor utilización de los nuevos instrumentos financieros con la finalidad de intentar cubrir la gestión de sus carteras.

1.4 - LA EVOLUCIÓN RECIENTE Y EL FUTURO DEL SECTOR

En el trienio 1993-1995, la industria de fondos de inversión atraviesa tres situaciones claramente diferenciadas. A continuación, analizaremos la evolución de los fondos en los últimos tres años y expondremos algunas ideas sobre las perspectivas de su desarrollo en el futuro.

1.4.1 - Evolución reciente (1993-1995): tres situaciones diferentes

En los últimos tres años, los fondos de inversión han pasado por situaciones muy distintas, aunque el balance global siempre es positivo en todas las variables que estamos analizando. Al espectacular año 1993, le siguió, en 1994, un período de auténtica crisis en lo que a rentabilidad se refiere, sobre todo para los FIM, y, posteriormente, a lo largo de 1995, el sector recuperó la estabilidad que mantiene actualmente.

Pese a las negativas expectativas económicas para 1993, se preveía una expansión relativamente moderada de los fondos de inversión, aunque menor que la experimentada en los dos años anteriores. Superada la incertidumbre, los fondos fueron recuperándose, alcanzando los niveles previos a la situación generada por la crisis derivada del «no» danés a Maastricht. A finales de 1993, el patrimonio total gestionado por los fondos se situaba en 10,3 billones de pesetas, casi un 17% del PIB.

Las expectativas bajistas de los tipos de interés en 1993, sobre todo a partir de agosto, con la ampliación de las bandas de fluctuación del Sistema Monetario Europeo, hicieron que el patrimonio de los FIM comenzara a crecer a un mayor ritmo que el de los FIAMM, ya que los partícipes veían en los fondos con mayor duración²⁴ mejores perspectivas.

Así, el incremento en el patrimonio de los FIM (85,7%) casi duplica al de los FIAMM (44%), con lo que, a final de año, los FIM absorbían el 54% del patrimonio total, por un 46% los FIAMM. Por otra parte, en 1993, el crecimiento en el número de FIAMM (22,6%) fue algo superior al de los FIM (18,9%).

Los Fondtesoros, a finales de 1993, ya representaban el 9,3% del patrimonio global de los fondos, frente al 7,8% en 1992, y administraban más de 955.000 millones de pesetas y 273.800 partícipes, lo que suponía un incremento, respecto a 1992, superior al 90% en ambos casos (ver Cuadro 1.5). Sin embargo, se observa un estancamiento en el número de Fondtesoros FIAMM, creándose, en ese año, únicamente 5 Fondtesoros FIM.

Si consideramos simultáneamente el patrimonio y el número de fondos, tenemos que el tamaño medio de los Fondtesoros FIAMM (38.250 millones) es prácticamente el doble que el de los FIM (19.852 millones), diferencia que se acentúa todavía mucho más en los años siguientes.

A mediados de febrero de 1994, se produce una fuerte caída de los precios en los mercados de deuda y en el mercado bursátil que repercute en el desarrollo de los fondos cambiando la tendencia en el crecimiento del patrimonio de éstos, especialmente en los de renta variable y aquéllos con

²⁴ Hemos traducido el término duration, referente a la sensibilidad que muestra el valor liquidativo de un fondo de renta fija ante variaciones en los tipos de interés, por duración.

gran parte de su cartera invertida en renta fija a largo plazo.

La evolución del patrimonio de los fondos de inversión no ha sido homogénea a lo largo del tiempo, ni idéntica para cada tipo de fondo (ver Cuadro 1.3). Los FIAMM, año tras año, han ido incrementando su patrimonio, aunque a unas tasas cada vez menores desde 1991. Sin embargo, los FIM presentan una evolución más errática, sucediéndose etapas de fuerte crecimiento con épocas de crecimiento negativo²⁵. Por otro lado, el número de partícipes de los FIM, hasta 1994, siempre ha superado al de los FIAMM, aunque la participación media de estos últimos ha sido mayor.

En 1994, concluye por tanto el período de fuerte crecimiento iniciado en la primera parte de 1993 y comienza una etapa de retroceso. No obstante, tanto el patrimonio como el número de partícipes de los fondos, crece más de un 9% con respecto a las cifras de principios de año. En tan sólo cuatro años, 1990-94, el patrimonio de los fondos había pasado de suponer el 2,4% del PIB a representar el 17,4% del mismo.

Durante el año 1994, la evolución del patrimonio de los FIAMM, con un crecimiento cercano al 26%, contrasta con la evolución de los FIM, cuyo patrimonio decrece casi un 5%. Aunque el fuerte incremento en el patrimonio de los FIM en la última parte de 1993, apoyado por una fuerte política de comercialización, les había situado transitoriamente bastante por encima de los FIAMM, en la segunda mitad de 1994, la fuerte caída²⁶ de los FIM, junto con el crecimiento de los FIAMM, que captan una buena parte de las desinversiones de los

²⁵ Los períodos de mayor crecimiento se ven precedidos por períodos de alta rentabilidad y viceversa. Así, la fuerte caída de la rentabilidad de los FIM desde principios de 1994 explica la caída de su patrimonio a partir del segundo trimestre.

²⁶ Muchos partícipes de los FIM ignoraban, porque aún no lo habían experimentado, que, a corto plazo y de forma temporal, los fondos de renta fija podían incurrir en pérdidas. Ello provocó fuertes reembolsos en favor de los FIAMM y otros instrumentos de ahorro tradicional.

FIM, hizo que, a finales de 1994, el patrimonio de los FIAMM (casi 6 billones de pesetas) superase claramente al de los FIM (en torno a 5,3 billones de pesetas).

En 1994, gracias a los Fondtesoros FIAMM, cuyo patrimonio y número de partícipes crece en torno a un 43%, incremento que contrasta con la pérdida de los FIM del 10% del patrimonio y del 5,5% de los partícipes, una vez más, los Fondtesoros ganan peso en la industria de fondos, con el 9,8% del patrimonio total, y con un crecimiento patrimonial superior al 15% respecto al año anterior.

En 1995, podemos diferenciar también dos períodos. En los primeros meses, hasta abril, desciende el patrimonio, pero, a partir de entonces, con una relativa estabilidad en los mercados, vuelven a despegar las inversiones incrementándose el ritmo de captación según avanzaba el año, apoyándose en las buenas rentabilidades que se estaban dando y, sobre todo, en la aparición de los fondos garantizados que aseguran al partícipe una rentabilidad previamente establecida en un plazo determinado²⁷.

En concreto, en 1995, el patrimonio de los FIM se redujo un 1,7% en relación a 1994, mientras que en el caso de los FIAMM se incrementó en un 17,3%. En cuanto al número de partícipes, en los FIAMM mostró un crecimiento similar al experimentado por el patrimonio, pero en los FIM decreció un 7,3% respecto a 1994. En resumen, aunque tanto el patrimonio como el número de partícipes crece para el conjunto de los fondos de inversión, el crecimiento es algo más moderado que el experimentado en 1994.

En 1995, y por tercer año consecutivo, el número de Fondtesoros FIAMM sigue siendo el mismo, mientras que en el caso de los FIM, a diferencia del año anterior, el número de

²⁷ El análisis de este tipo de fondos que surgen como respuesta a la crisis de 1994 se aborda en el capítulo tercero.

fondos vuelve a crecer situándose ya en 28. El crecimiento en el patrimonio de los Fondtesoros FIM, respecto al año anterior, aunque es positivo, no llega al 2%, mientras que en los Fondtesoros FIAMM es casi del 24%. A finales de 1995, los Fondtesoros absorben el 10,4% del patrimonio total de los fondos frente al 9,8% en 1994. Por otro lado, mientras que en los Fondtesoros FIM el número de partícipes se reduce algo más de un 9% respecto a 1994, en los Fondtesoros FIAMM el crecimiento del número de partícipes (23,5%) es similar al experimentado por el patrimonio.

1.4.2 - La situación actual y el futuro del sector

Durante los últimos tres años, en los que la industria de fondos ha adquirido cierto grado de madurez, los partícipes han acumulado una experiencia que les permitirá tomar de forma más adecuada sus decisiones de inversión.

Como reacción a la situación negativa de 1994, en 1995, los gestores optaron por estrategias inversoras excesivamente conservadoras perdiendo las buenas oportunidades que ofrecían los mercados. En este sentido, sería deseable que asumiesen un mayor nivel de riesgo cuando las condiciones de los mercados así lo aconsejen.

A partir de enero de 1996 se inicia un nuevo boom de los fondos, apoyado en la buena evolución de los mercados y en las expectativas bajistas de los tipos de interés. A finales del primer semestre de 1996, los fondos de inversión ya gestionaban más de 15 billones de pesetas, siendo su principal causa la entrada de nuevos partícipes y la nueva fiscalidad de las plusvalías, previéndose que finalicen el año con un activo en torno a los 18 billones de pesetas.

Dada la evidente consolidación de los fondos de inversión, éstos presentan amplias posibilidades de desarrollo, con una creciente profesionalidad en la gestión

y sofisticación de los mercados. Pese a la dificultad que supone pronosticar su evolución, parece razonable pensar que tanto su patrimonio como su número de partícipes continúe creciendo en el futuro, aunque de manera más moderada, sobre todo, en el caso de que repunte el consumo y baje la tasa de ahorro si la confianza del consumidor sube y desciende la incertidumbre.

Por otra parte, el nuevo tratamiento fiscal de las plusvalías aprobado por el RDL 7/1996, dará lugar a la creación de nuevos fondos²⁸ para que los partícipes puedan seguir invirtiendo en otros fondos distintos y no pierdan así la antigüedad fiscal consolidada. Por tanto, muchos de los nuevos fondos serán una réplica de los ya existentes.

No obstante, como veremos en el epígrafe siguiente, todavía queda mucho margen de crecimiento hasta situarnos en niveles semejantes a los alcanzados por países tales como Estados Unidos, Francia o Japón. Además, la aparición de un producto financiero que presente unas condiciones fiscales más favorables es poco probable.

Por otra parte, resulta interesante analizar las características del crecimiento futuro de los fondos de inversión. Así, cabe destacar que:

- Las entidades bancarias, adaptadas a las nuevas preferencias de los inversores, continuarán siendo las promotoras principales de los fondos gracias a sus importantes ventajas competitivas, fundamentalmente, sus amplias redes de comercialización. Por tanto, el crecimiento de esta fórmula de ahorro afectará al volumen del balance de los bancos y cajas de ahorros, aunque dicha incidencia será limitada²⁹.

²⁸ Ya se han creado más de 80 nuevos fondos desde finales de 1995.

²⁹ Ver el epígrafe 7 de este capítulo.

- La competencia en el sector será mayor y estará basada, entre otros, en los siguientes aspectos:

a - Mejorar la gestión de las carteras de los fondos, prestando mayor atención a la rentabilidad financiero-fiscal a medio y largo plazo.

b - Ofrecer a los partícipes mayores servicios. Existen fondos que ofrecen créditos automáticos ligados a las participaciones, con tipos de interés preferentes, para garantizar a los partícipes liquidez en momentos puntuales sin perder por ello las ventajas fiscales que supondría la venta de participaciones. También hay talonarios de cheques, tarjetas de crédito para el partícipe, planes sistemáticos de ahorro con aportaciones o reembolsos periódicos, etc.

c - La atención y la información dada a los partícipes constituye un factor importante que dará lugar a la aparición de personal especializado y con un mayor nivel de cualificación³⁰.

d - Las comisiones cobradas tanto al partícipe como las cargadas directamente al fondo. Existe un campo importante para competir en este aspecto a partir de los porcentajes máximos establecidos de forma reglamentaria.

e - Se tiende hacia una especialización mayor del sector, como ocurre en otros países con mayor cultura financiera. Las sociedades gestoras tendrán que ofrecer fondos especializados en mercados y plazos de inversión. Por otra parte, progresivamente irán dotando a sus inversiones de una mayor sofisticación, diversificando cada vez más las carteras.

Los importantes volúmenes de ahorro captados por los fondos y, en consecuencia, las necesidades de inversión de

³⁰ Muchos gestores de fondos, hasta no hace mucho tiempo, estaban en proceso de formación.

éstos, previsiblemente, darán lugar a un mayor desarrollo de los mercados de renta fija y de renta variable, y a un mayor volumen de inversión dirigido a los mercados internacionales aunque, de momento, el interés de los fondos por los valores extranjeros ha disminuido en los dos últimos años. Según la CNMV, a finales de junio de 1996, el peso relativo de la cartera exterior en el patrimonio de los fondos suponía sólo el 3,31%.

- Los productos derivados serán cada vez más utilizados, sobre todo en lo que se refiere a operaciones de cobertura. Se requiere un mayor flexibilidad en las técnicas de gestión, eliminando las limitaciones que conlleva la rigidez de la normativa española actual en materia de cobertura de riesgos.

- La inversión colectiva en instituciones extranjeras comercializadas en España, aunque representa cantidades muy pequeñas³¹ en relación a la realizada en entidades de carácter nacional, mostrará importantes crecimientos. En este sentido, cabe destacar la presencia mayoritaria de instituciones luxemburguesas que contrasta con la escasa presencia de entidades francesas.

Por lo que respecta a la regulación comunitaria en materia de fondos de inversión, actualmente está vigente la Directiva 85/611/CEE, referente a la inversión colectiva.

Con esta Directiva, se pretendía establecer unas normas comunes para los organismos de inversión colectiva (en adelante OIC) situados en los Estados miembros para evitar que las diferentes legislaciones, en materia de obligaciones y controles, afectaran a la competencia de los OIC y garantizar una protección efectiva a los partícipes, eliminando, además, las restricciones a la libre circulación de las participaciones de los OIC en el plano comunitario.

³¹ «Uno de los frenos a la expansión de esa clase de instituciones en España es la ausencia de una red comercial por parte de las entidades promotoras», Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 215.

Actualmente se está discutiendo en la CEE la modificación de la Directiva 85/611/CEE para flexibilizar el funcionamiento de los OIC. Así, se pretende incorporar nuevas modalidades de fondos y permitir una mayor capacidad operativa en los mercados de productos derivados. Su aprobación exigirá la adaptación de la legislación española, lo que unido a la necesidad de actualizar dicha legislación de acuerdo a los nuevos productos y tendencias de los mercados, dará lugar a una nueva regulación de la inversión colectiva en España.

La revisión de la Directiva se encuentra en la actualidad en un «impasse». La propuesta revisada de junio de 1994 preveía la autorización de los fondos monetarios, los cash funds o fondos de depósitos bancarios y los master-feeder funds³². Además, planteaba la posibilidad de que los bancos depositarios ofreciesen sus servicios en otros países comunitarios. Sin embargo, en abril de 1995, se estaba considerando excluir de la Directiva a los cash funds, dejando que fuesen los gobiernos nacionales quienes autorizasen los depositarios extranjeros³³.

Con las reflexiones anteriores, se está estudiando llegar a una versión modificada. Según la Federación Europea de Sociedades y Fondos de Inversión, las cuestiones que la nueva legislación debería aclarar serían las siguientes:

- La correcta supervisión de los master-feeder (varios fondos colocan todo su dinero en otro) permitiría economías de escala al comercializar pequeños fondos en otros mercados nacionales.
- La armonización de los fondos inmobiliarios, donde las legislaciones difieren notablemente de unos países a otros.

³² En el capítulo tercero se analizarán todo este tipo de fondos.

³³ El problema lo provocaba Luxemburgo, que sólo permite esta actividad a los bancos allí instalados.

- Los gestores de fondos de inversión no deberían tener cerrado el acceso a fondos de pensiones.
- Simplificar y unificar los folletos informativos.
- Introducir un sistema de calificación que tendría ventajas de carácter comercial, pero que supondría un coste importante en tiempo y dinero.

Al margen de las modificaciones previstas por la nueva Directiva Comunitaria, en España, el Ministerio de Economía y Hacienda está estudiando posibles cambios en la Ley de IIC para adaptar la normativa de los fondos a la situación de los mercados. Entre otros, se están analizando los siguientes aspectos: los coeficientes de inversión, para dotar de mayor flexibilidad a las inversiones que realicen los fondos; la periodicidad de la información facilitada a los partícipes sobre los valores liquidativos; la creación de fondos y constitución de nuevas sociedades gestoras y la introducción de nuevas modalidades de fondos.

1.5 - ESTUDIO COMPARADO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

En este apartado analizaremos la evolución reciente de los fondos de inversión en el ámbito internacional centrándonos, por un lado, en el volumen de activos gestionado por cada uno de los países considerados y, por otro, en la distribución del patrimonio administrado atendiendo a la diferente tipología de fondos existente, tanto en los países de la Unión Europea como en aquellos otros donde este producto financiero constituye una forma de inversión con cierta relevancia.

En España, a partir del *boom* de los fondos, iniciado en la segunda mitad de 1991, hemos asistido a un espectacular crecimiento de la inversión colectiva a través de los fondos de inversión. No obstante, pese al fuerte crecimiento de los

últimos cinco años, el futuro para esta industria a medio plazo es prometedor.

Este fenómeno no ha sido exclusivo de España ya que, en otros países de nuestro entorno, así como en Japón y Estados Unidos, la inversión colectiva también ha experimentado un importante avance, aunque el ritmo de crecimiento en cada mercado ha sido distinto según las circunstancias económicas y fiscales propias de cada Estado.

En 1991, la favorable evolución de los mercados financieros, con subidas generalizadas en las Bolsas y reducciones en los tipos de interés en todos los países, hizo que muchos inversores concibiesen la inversión en fondos como una alternativa segura y rentable para colocar sus ahorros.

Según ZAMORA y LEDESMA (1995), atendiendo al volumen total de fondos, en el trienio 1990-1993, España es el país en el que se produce un mayor crecimiento en el patrimonio administrado, sobre todo por el fuerte crecimiento experimentado en 1991, año en que se modifica el régimen fiscal aplicable a las IIC. Además, las entidades bancarias comienzan a comercializar de forma masiva estos instrumentos, apoyándose en las fuertes campañas publicitarias de los Fondos de Inversión. Así, para el conjunto de Europa, en 1991, el volumen gestionado crece un 38%, mientras que en España se produce un incremento del 230%.

Como puede apreciarse en el Cuadro 1.6, para el período analizado, la tasa de crecimiento del patrimonio gestionado en España supera tanto a la tasa media en Europa como a las de Estados Unidos y Japón, país este último con un crecimiento más moderado. Por tipos de fondos, destaca el fuerte crecimiento del patrimonio gestionado en fondos de renta variable, a excepción de Japón, donde la inversión en este producto se dirige claramente hacia la renta fija y, más concretamente, hacia los fondos monetarios.

Cuadro 1.6

VARIACIÓN DEL ACTIVO TOTAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
(30-junio-1993 a 30-junio-1995)

	Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos monetarios	Total
	Δ(%)	Δ(%)	Δ(%)	Δ(%)	Δ(%)
España	415,96	47,35	2,05	68,94	56,68
Europa	70,84	44,97	31,35	10,06	35,47
EE.UU.	83,51	6,27	65,12	24,89	38,22
Japón	-15,31	29,45	1,01	84,33	19,62

Porcentajes de variación del activo en dólares.

Fuente: Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (FEFSI) y elaboración propia.

A mediados de 1995, según la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (en adelante FEFSI), Estados Unidos gestionaba algo más del 52% del patrimonio total de los fondos de inversión a nivel mundial, frente al 30% de la CE y el 11% de Japón. Salvo Canadá (1,8%) y Corea (1,7%), el resto de países son muy poco representativos en cuanto a volumen patrimonial de fondos administrado, con porcentajes inferiores al 1% todos ellos.

En el Cuadro 1.7, exponemos el volumen total de activos en fondos de inversión en los principales países europeos considerando la distribución del patrimonio según la diferente tipología de fondos existente. Además, reflejamos los datos de Estados Unidos, Japón, Canadá y Corea. Como puede comprobarse, fuera de Europa, tanto en Estados Unidos como en Japón, el patrimonio está muy distribuido entre los diferentes tipos de fondos, a excepción de los mixtos que, prácticamente, carecen de importancia en ambos mercados³⁴.

No obstante, en Japón se aprecia una presencia mayoritaria de los fondos de renta fija que, junto con los

³⁴ En RODRÍGUEZ TAMAYO, P., 1995, págs. 83-85, se expone la evolución reciente de los fondos de inversión en el mundo.

fondos de dinero, representan casi un 70% del activo total invertido en fondos. Sin embargo, en Estados Unidos, tienen un mayor peso los fondos de renta variable (43%), representando porcentajes similares los fondos de renta fija y de dinero, 27% y 28% respectivamente.

Cuadro 1.7
ACTIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR PAÍSES

País	Distribución por tipo de fondo					
	Activo Total	renta variable	renta fija	mixtos	monetario	otros
Austria.....	31.342	5,3	72,0	19,2	-	3,5
Bélgica.....	22.758	24,6	27,4	32,8	10,9	4,2
Dinamarca....	5.895	56,9	40,2	2,9	-	-
Finlandia....	1.223	58,9	21,5	19,6	-	-
Francia.....	539.146	9,2	28,3	11,7	50,8	-
Alemania.....	125.181	24,6	57,4	1,9	16,1	-
Grecia.....	7.779	6,3	46,7	3,1	43,9	-
Irlanda.....	7.735	37,2	7,7	52,9	2,3	-
Italia.....	77.936	28,2	38,6	12,6	18,9	1,8
Luxemburgo...	314.633	15,2	53,7	3,9	27,1	-
Holanda.....	52.746	39,5	46,5	4,7	9,3	-
Noruega.....	6.590	36,2	22,6	2,0	39,2	-
Portugal.....	15.118	3,0	48,4	0,1	47,4	1,0
España.....	91.716	1,5	35,0	5,6	57,8	-
Suecia.....	25.913	76,8	14,7	9,0	-	-
Suiza.....	43.375	59,6	40,4	-	-	-
R.Unido.....	158.712	91,4	2,8	5,5	0,4	-
TOTAL UE.....	1.477.823	23,9	35,9	8,2	31,5	0,2
USA.....	2.495.206	43,0	27,0	3,0	28,0	0,0
Japón.....	520.868	30,0	41,0	1,0	27,0	0,0
Canadá.....	85.574	56,0	15,0	16,0	13,0	0,0
Corea.....	81.304	25,0	75,0	0,0	0,0	0,0

Activo total, en millones de dólares, a 30 de septiembre de 1995.
Excepciones: Corea (31-12-94); USA (31-03-95); Japón y Canadá (30-06-95).
Distribución por tipos de fondos expresada en (%) sobre el activo total.
Fuentes: FEFSI, INVERCO y elaboración propia.

En Corea, el 75% del activo corresponde a fondos de renta fija y el 25% a fondos de renta variable. En Canadá, más de la mitad del activo (56%) está en fondos de renta variable y el resto se encuentra muy distribuido entre los restantes tipos de fondos.

En Europa, el país que administra un mayor patrimonio en fondos de inversión es Francia, con un volumen similar al gestionado por Japón, pero casi cinco veces inferior al de Estados Unidos. A una considerable distancia le sigue Luxemburgo, que gestiona, prácticamente, el doble de patrimonio que Reino Unido, país éste que administra un activo algo superior al de Alemania. En quinta posición se sitúa España, a la que le siguen Italia y Holanda, aunque ésta última con un patrimonio gestionado muy inferior al de España.

El rápido desarrollo de los fondos de inversión en nuestro país ha hecho que España ocupe ya el quinto lugar en Europa por volumen absoluto de activos, situándose entre los países donde este producto financiero tiene una mayor importancia. Destaca el incremento de patrimonio destinado a fondos de renta variable, si bien el porcentaje del activo colocado en estos fondos todavía es muy bajo en relación a la gran mayoría de países analizados.

Centrándonos en el análisis de los tipos de fondos que predominan más en cada país, en Europa, observamos diferencias significativas entre los países, pudiendo establecer tres subconjuntos bastante diferenciados:

a - un primer grupo integrado por aquellos países con una clara vocación hacia la renta fija y los mercados monetarios. En este bloque se encuentran Francia y España, con predominio de los fondos de dinero, Portugal y Grecia, donde los fondos de renta fija y los fondos monetarios representan proporciones similares del activo total, y Alemania, Austria y Luxemburgo, países con una clara preferencia por los fondos de renta fija. En el caso de Austria destaca, además, la ausencia total de fondos de dinero.

En muchos de estos países, la mayor concentración en renta fija está ligada al mayor desarrollo de los mercados de bonos, tanto públicos como privados, frente al mercado de acciones.

b - un segundo bloque compuesto por países que muestran una estructura bastante equilibrada del patrimonio distribuido entre los diferentes tipos de fondos, aunque si comparamos conjuntamente los fondos de renta fija y los monetarios contra los de renta variable apreciamos un claro sesgo hacia aquéllos.

Nos referimos a países como Holanda, Italia, Noruega, Bélgica e Irlanda, si bien este último país es un caso atípico, ya que la mitad del activo total está colocado en fondos mixtos y, además, el porcentaje en fondos de renta variable también es bastante elevado, por lo que es muy posible que su estructura se asemeje más a los países con mayor peso en fondos de renta variable. Del mismo modo, también destacamos el predominio de los fondos mixtos en Bélgica.

c - un tercer grupo en el que se sitúan países donde el patrimonio se dirige mayoritariamente a los fondos de renta variable y, además, los fondos de dinero, o no existen o prácticamente representan un porcentaje insignificante sobre el total invertido en fondos. Se trata, generalmente, de países con mayor tradición bursátil.

En esta categoría están Reino Unido, Finlandia, Dinamarca, Suecia y Suiza. También destaca la estructura muy similar que se produce en Suiza y Dinamarca, donde la renta fija también representa porcentajes importantes de inversión, en torno al 40% del activo total. Por contra, en el Reino Unido, más del 90% del activo está en fondos de renta variable, porcentaje que se reduce al 76% en el caso de Suecia, donde la inversión en fondos de renta fija supone un 15% del total. Por último, en Finlandia, además de la preferencia por la renta variable, destaca el peso de los fondos mixtos con casi un 20% del patrimonio total.

Como puede apreciarse en el Cuadro 1.7, de todos los países analizados, España es el que tiene un menor porcentaje

de patrimonio invertido en fondos de renta variable, tan sólo el 1,5% del activo total. Sin embargo, es el país con una mayor proporción de activo colocado en fondos de dinero, el 57,8% del patrimonio total. Por tanto, un aspecto que destacamos es el escaso desarrollo de los fondos especializados en renta variable en España y, en consecuencia, su poca participación en el mercado bursátil y en la financiación de las empresas.

A diferencia de lo que ocurre en otros países, esta distribución del patrimonio invertido en los distintos tipos de fondos, nos lleva a calificar al inversor español como altamente conservador, averso al riesgo y con una clara preferencia por los valores del Estado y por los instrumentos del mercado monetario. El inversor español coloca su dinero en los fondos de inversión como alternativa a los tradicionales depósitos bancarios, buscando la seguridad y las ventajas fiscales.

Una situación totalmente contraria a la española es la que presentan países como Reino Unido, Suecia, Suiza, Finlandia o Dinamarca, con porcentajes superiores todos ellos al 50% del total del activo en fondos de renta variable y un porcentaje prácticamente nulo en fondos de dinero. Quizá este último aspecto esté relacionado con la propia regulación financiera de esos países.

Como se observa en el Cuadro 1.8, según las previsiones de la FEFISI, el patrimonio de los fondos en la Unión Europea seguirá creciendo de forma significativa durante los próximos años hasta superar los 316 billones de pesetas a finales del año 2000, con un incremento estimado, respecto a los volúmenes actuales, del 77,93%.

En España, con la recuperación experimentada a partir de la segunda mitad de 1995, una vez superada a nivel mundial la crisis de 1994 en la industria de fondos de inversión, las perspectivas futuras de crecimiento son más optimistas. Así,

según la FEFSI, España es uno de los países cuyo crecimiento estimado supera el 100% y se prevé que el patrimonio de sus fondos alcance los 24,5 billones para el año 2000. Como ya está ocurriendo en otros países europeos, el crecimiento de los fondos en España deberá ir acompañado de una mayor especialización, tanto en activos como en plazos de inversión, teniendo en cuenta las cada vez mayores exigencias de los partícipes.

Cuadro 1.8

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
EN LA UNIÓN EUROPEA HASTA EL AÑO 2000

	30-06-1995		31-12-2000		CRECIMIENTO
	ACTIVO	(%)	ACTIVO	(%)	
Austria.....	3.539,0	2,0	6.098,0	1,9	72,31
Bélgica.....	2.607,0	1,5	5.308,0	1,7	103,61
Dinamarca.....	679,4	0,4	1.406,0	0,4	106,95
Finlandia.....	142,2	0,1	363,4	0,1	155,56
Francia.....	63.595,0	35,8	95.021,0	30,0	49,42
Alemania.....	14.741,0	8,3	35.818,0	11,3	142,98
Grecia.....	916,4	0,5	2.638,0	0,8	187,87
Irlanda.....	916,4	0,5	7.268,0	2,3	693,10
Italia.....	9.037,0	5,1	13.414,0	4,2	48,43
Luxemburgo.....	36.403,0	20,5	62.615,0	19,8	72,01
Holanda.....	6.794,0	3,8	13.714,0	4,3	101,85
Noruega.....	742,6	0,4	1.927,0	0,6	159,49
Portugal.....	1.801,0	1,0	3.254,0	1,0	80,68
España.....	10.823,0	6,1	24.505,0	7,7	126,42
Suecia.....	2.686,0	1,5	4.187,0	1,3	55,88
Suiza.....	5.071,0	2,9	12.608,0	4,0	148,63
Reino Unido....	17.285,0	9,7	26.149,0	8,3	51,28
TOTAL UE.....	177.783,2	100,0	316.330,2	100,0	77,93

Volumen de activos en miles de millones de pesetas.

(%) Porcentaje respecto al total en la UE.

Creimiento: Incremento porcentual.

Fuente: Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión.

Aunque las expectativas de crecimiento en el patrimonio de los fondos son generalizadas en todos los países, en el Cuadro 1.8 observamos que los principales incrementos en

términos relativos se producen, como es normal, en aquellos países donde este producto ha tenido poco desarrollo y parten por consiguiente de una base baja: Grecia, Noruega, Finlandia, Suiza o Dinamarca.

Por otro lado, destacan los pronósticos de crecimiento superiores al 100% para Alemania y España, a pesar de ocupar en Europa, por volumen de patrimonio administrado, el cuarto y quinto lugar, respectivamente. Según la FEFISI, en el año 2000, Alemania ocupará el tercer lugar de Europa por delante de Reino Unido, mientras que España mantendrá el quinto lugar, aunque muy próximo al Reino Unido. Por último, destacamos la favorable previsión para Irlanda, con una subida estimada de casi el 700%.

1.6 - ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA AGREGADA DE LOS FONDOS

Tal y como hemos expuesto anteriormente, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria, en lo que llevamos transcurrido de los años noventa, ha experimentado un notable incremento y, por ello, creemos que resulta interesante estudiar cuál ha sido la evolución de las principales partidas que componen la cartera de los fondos. En el presente apartado, primero estudiaremos la cartera de los FIM para, después, trasladar nuestro análisis al conjunto de los FIAMM.

1.6.1 - Análisis de la cartera agregada de los FIM.

El patrimonio de los FIM, en lo que llevamos transcurrido de los años noventa, ha experimentado un notable incremento. Así, observando las cifras de patrimonio reflejadas en el Cuadro 1.9, se puede comprobar que en el período comprendido entre diciembre de 1991 y diciembre de 1995, el patrimonio de los FIM se ha multiplicado por 2,73, pasando de 1.905.972

millones de pesetas, a finales de 1991, a 5.199.893 millones de pesetas, a finales de 1995.

En cuanto a la liquidez, que representa la parte del patrimonio materializada básicamente en depósitos a la vista, destacamos su escasa importancia en relación al patrimonio total de los FIM, como era previsible, además de la escasa variación que experimenta en el período analizado.

Por otro lado, la inversión en cartera, que representa la parte del patrimonio de los fondos invertida en acciones, valores de renta fija y activos monetarios, tanto de carácter público como privado, supone entre un 95% y un 97% del patrimonio total para todo el período de estudio y se concentra prácticamente en el mercado español. No obstante, en el Cuadro 1.9, se aprecia un crecimiento de la inversión en cartera exterior en los años 1992 y 1993, desde un porcentaje mínimo del 1% hasta niveles próximos al 6%, para más recientemente consolidarse en torno al 5% del patrimonio gestionado.

A priori, la distinción entre los FIM de renta variable y los FIM de renta fija resulta difícil, porque son muy pocos los fondos que tienen su actividad limitada estatutariamente a un solo tipo de activos. Además, en la práctica, tampoco se distinguen por la composición real de sus carteras.

Centrándonos, más detalladamente, en la composición de la cartera agregada de los FIM, la situación previa a los años noventa ponía de manifiesto un peso mayoritario de los fondos públicos, con el 54,8% del total del patrimonio en 1989. Le seguía en importancia la renta variable que, aproximadamente, suponía el 12% del total del patrimonio³⁵.

³⁵ Informe anual de la CNMV, 1989, pág. 100.

Cuadro 1.9
DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FIM, A VALOR EFECTIVO

	31-12-91		31-12-92		31-12-93		31-12-94		31-12-95	
	Importe	(%)								
PATRIMONIO.....	1905972	100,00	2992555	100,00	5557837	100,00	5287287	100,00	5199893	100,00
LIQUIDEZ.....	72242	3,79	68963	2,30	192559	3,46	164343	3,11	281971	5,42
INVERSIÓN EN CARTERA.....	1816599	95,31	2891699	96,63	5342249	96,12	5074394	95,97	4869466	93,65
CARTERA INTERIOR.....	1798245	94,35	2825989	94,43	5023104	90,38	4815976	91,09	4664317	89,70
Acciones y participaciones...	47526	2,49	51909	1,73	182108	3,28	295911	5,60	282104	5,43
Obligaciones Privadas.....	294435	15,45	444995	14,87	669575	12,05	540070	10,21	375236	7,22
Fondos públicos.....	1414701	74,22	2265595	75,71	4079327	73,40	3902929	73,82	3980315	76,55
Bonos y Obligaciones Estado	424272	22,26	491388	16,42	1294502	23,29	1278472	24,18	1186668	22,82
Letras del Tesoro.....	459315	24,10	499921	16,71	659819	11,87	620650	11,74	475676	9,15
Otros valores públicos.....	33373	1,75	72510	2,42	134626	2,42	81389	1,54	70836	1,36
Adquisic.temporales activos	497741	26,11	1201776	40,16	1990380	35,81	1922418	36,36	2247135	43,22
Otros activos ^(*)	41583	2,18	63490	2,12	92094	1,66	77066	1,46	26662	0,51
CARTERA EXTERIOR.....	18354	0,96	65710	2,20	319145	5,74	258418	4,89	205149	3,95
SALDO NETO (Deudores-Acreedores).	17131	0,90	31893	1,07	23029	0,41	48550	0,92	48456	0,93

Importes en millones de pesetas y (%) porcentaje sobre patrimonio.

(*) Incluye activos monetarios privados y opciones.

Fuente: Informes anuales CNMV, años 1991 a 1995 y elaboración propia.

En 1990, aumentó el peso relativo de los fondos públicos en la cartera de inversión hasta el 61,3% del patrimonio. Cabe destacar también la disminución de las inversiones en todos los demás activos de la cartera nacional, especialmente en renta variable, partida ésta que, debido a la venta de títulos, quedó reducida en casi una tercera parte, situándose en el 8,02% del total del patrimonio³⁶.

Como puede apreciarse en el Cuadro 1.9, en 1991 se acentuó la preferencia por los fondos públicos, llegando a representar esta partida el 74,2% del total del patrimonio. Destaca, dentro de ella, las adquisiciones temporales de activos, con el 26,11% del total del patrimonio.

La inversión en acciones presentó una evolución totalmente opuesta a la de los fondos públicos alcanzando solamente un 2,5% del patrimonio total a finales de 1991. La evolución de las rentabilidades bursátiles a lo largo del año y la ausencia de instrumentos de cobertura pudieron tener bastante que ver con ello³⁷.

En 1992, la distribución del patrimonio de los FIM estuvo condicionada por el comportamiento de los mercados monetarios y bursátiles. Sigue destacando notablemente la partida de fondos públicos, que supera a final de año en 1,5 puntos (75,71%) al porcentaje de 1991, si bien la composición de la misma fue variando de acuerdo a los acontecimientos de los mercados de Deuda Pública.

A principios de 1992, la partida de fondos públicos estaba compuesta prácticamente a partes iguales por adquisiciones temporales de activos, Letras del Tesoro y Bonos y Obligaciones del Estado. En el primer semestre, las

³⁶ Informe anual de la CNMV, 1990, pág. 108.

³⁷ Téngase en cuenta que en España los fondos de inversión distaban mucho de jugar el papel fundamental que desempeñaban en otros países en la provisión de liquidez a los mercados de renta variable.

expectativas bajistas de tipos de interés hicieron que los gestores de los FIM se centraran en la compra de Bonos y Obligaciones del Estado, aunque sin olvidarse de las adquisiciones temporales de activos.

Sin embargo, la caída de los precios de la Deuda Pública en la segunda mitad de 1992 indujo a los gestores de los FIM a tomar posiciones en instrumentos a muy corto plazo, en detrimento de otros tipos de activos. En este sentido, se produjo una reducción en 400.000 millones de pesetas nominales en el importe que la partida de Bonos y Obligaciones del Estado representaba a mediados de año. El resultado final, como puede apreciarse en el Cuadro 1.9, fue la preponderancia de las adquisiciones temporales de activos en la cartera de los FIM (40% del patrimonio total). Por contra, los Bonos y Obligaciones del Estado representaban solamente el 16,4% y las Letras del Tesoro el 16,7%.

Dentro del patrimonio total administrado, la inversión en acciones mantuvo en 1992 una tendencia descendente en importancia. No obstante, aprovechando la coyuntura bajista de la Bolsa en el tercer trimestre de 1992, los gestores de los FIM adquirieron acciones por un importe nominal de 30.282 millones de pesetas (132% de aumento respecto a junio) aunque, en el trimestre siguiente, se vendieron acciones por un valor nominal semejante al adquirido en el trimestre anterior (31.843 millones de pesetas), seguramente para realizar las plusvalías que permitía el carácter alcista de la Bolsa.

Pese a la publicación de la Orden de 6 de julio de 1992, sobre operaciones de las IIC en futuros y opciones financieros, la utilización de estos productos derivados por parte de los fondos de inversión siguió siendo escasa. A finales de 1992 se había contratado sólo 32.869 millones de pesetas en operaciones de futuros y 3.823 millones de pesetas en opciones.

En 1993, según el informe anual de la CNMV de 1993, se detectó un incremento significativo en las posiciones de riesgo, principalmente por la evolución de los mercados monetarios y de valores. Las expectativas bajistas en los tipos de interés motivaron el aumento en la duración de las carteras de renta fija por parte de los gestores de FIM. Además, la bajada de los tipos de interés pudo incentivar la demanda de fondos con un mayor nivel de riesgo, ya que éstos ofrecieron mejores rentabilidades durante el año 1993.

En el Cuadro 1.9 apreciamos una pérdida de peso de la cartera de Deuda Pública a corto plazo (Letras y adquisiciones temporales) en beneficio, sobre todo, de la Deuda Pública a largo plazo (Bonos y Obligaciones). Asimismo, la cartera extranjera experimenta un considerable aumento, pasando del 2,2% al 5,7% del patrimonio. En cuanto a los valores de renta variable, «aunque siguen representando una proporción muy pequeña del patrimonio, experimentan un aumento significativo en las carteras durante el último trimestre del año, período en que se dobla su valor efectivo»³⁸. En definitiva, se produce un cambio de orientación en la política de inversiones de este tipo de fondos.

La reducción del patrimonio de los FIM a lo largo de 1994 provocó ajustes en las carteras de los mismos. Los FIM comenzaron 1994 reduciendo el porcentaje de adquisiciones temporales de activos en sus carteras e incrementando el peso de la Deuda Pública a largo plazo. Aunque en un primer momento el ajuste afectó, en general, a los fondos públicos, posteriormente, se centró casi exclusivamente en la partida de Bonos y Obligaciones del Estado. Sin embargo, a finales de 1994, la parte del patrimonio invertida en fondos públicos presentaba una distribución por partidas muy similar a la de comienzos de año.

³⁸ Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 187.

En lo que se refiere a la partida de obligaciones privadas, según los datos de la CNMV referentes a 1994, creció, en términos nominales, hasta mediados del ejercicio, un 17,4% en relación a 1993, para posteriormente decrecer un 27,6% en el segundo semestre y quedarse en un 10,21% del patrimonio. Por otro lado, en 1994, la inversión de los fondos en títulos de renta variable experimentó un crecimiento del 63% respecto a 1993, hasta llegar a un 5,60% del total del patrimonio.

En 1995, el porcentaje del patrimonio de los FIM en situación de liquidez aumenta considerablemente respecto al año anterior (5,42% frente al 3,11% de 1994). Además, como se puede comprobar en el Cuadro 1.9, la inversión en cartera exterior vuelve a perder peso por segundo año consecutivo y el saldo neto es similar al de 1994.

Durante la primera parte de 1995, debido a la inestabilidad de la Deuda Pública, las gestoras continuaron reduciendo el riesgo de las carteras de los FIM. Esta política, junto con la subida de tipos de interés en los mercados, provocó, por un lado, una reducción (en torno al 3%) en el peso de la partida de Bonos y Obligaciones del Estado en la cartera agregada de los FIM, y por otro lado, una mayor participación en dicha cartera de las Letras del Tesoro y de las adquisiciones temporales de activos (en torno al 2%)³⁹. Posteriormente, en la segunda parte del año, las gestoras se centraron en las adquisiciones temporales de activos, en la compra de Bonos y Obligaciones del Estado y en la desinversión en Letras del Tesoro.

El resultado final fue un incremento de la partida de fondos públicos en la cartera de los FIM respecto a 1994 (cerca de 3 puntos) procedente básicamente de las adquisiciones temporales de activos, ya que el resto de títulos públicos perdieron peso respecto a 1994.

³⁹ Informe anual de la CNMV, 1995, pág. 194.

De acuerdo con la evolución de los mercados, el Estado fue trasladando su financiación desde el corto al largo plazo. Por otro lado, la subida en la rentabilidad de los repos durante el primer semestre y su consolidación posterior atrajo la inversión en dichos instrumentos⁴⁰. Sin embargo, el proceso de caída de tipos de interés a largo plazo, iniciado en abril, propició la inversión en Bonos y Obligaciones del Estado.

Por último, la corriente vendedora de obligaciones privadas iniciada a mediados de 1994 continuó durante 1995, con lo que su participación en el patrimonio de los FIM se redujo a un 7,22% del mismo. Por otra parte, la inversión en acciones, pese a la reducción de la primera parte del año, luego fue recuperándose y terminó con un peso en la cartera de los FIM muy similar al del año anterior.

1.6.2 - Análisis de la cartera agregada de los FIAMM

Del mismo modo que ha ocurrido en los FIM, el patrimonio de los FIAMM, en lo que llevamos transcurrido de los años noventa, ha experimentado un considerable incremento. Tal afirmación queda corroborada si observamos los datos de patrimonio del Cuadro 1.10, en el cual puede apreciarse que en el período comprendido entre el 31 de diciembre de 1991 y el 31 de diciembre de 1995, el patrimonio de los FIAMM se ha multiplicado por 3,56, pasando de 1.964.087 millones de pesetas a finales de 1991 a 6.993.227 millones de pesetas a finales de 1995.

⁴⁰ Según las normas de contabilización de los fondos de inversión, los activos con plazo remanente de amortización igual o inferior a seis meses se consideran a precio de adquisición y, por tanto, el valor liquidativo del fondo no se ve afectado negativamente por las subidas de tipos de interés de estos activos.

Cuadro 1.10
DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FIAMM, A VALOR EFECTIVO

	31-12-91		31-12-92		31-12-93		31-12-94		31-12-95	
	Importe	(%)								
PATRIMONIO.....	1964087	100,00	3287810	100,00	4736734	100,00	5962282	100,00	6993227	100,00
LIQUIDEZ.....	83395	4,25	82273	2,50	157693	3,33	239025	4,01	329249	4,71
INVERSIÓN EN CARTERA.....	1873829	95,40	3185528	96,89	4545598	95,96	5715087	95,85	6660396	95,24
CARTERA INTERIOR.....	1873829	95,40	3178536	96,68	4480658	94,59	5701134	95,62	6609303	94,51
Acciones.....	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Obligaciones Privadas.....	34971	1,78	31964	0,97	85489	1,80	119062	2,00	33673	0,48
Fondos públicos.....	1636596	83,33	2886827	87,80	4215177	88,99	5458951	91,56	6502030	92,98
Bonos y Obligaciones Estado	142437	7,25	87290	2,65	81073	1,71	90594	1,52	16385	0,23
Letras del Tesoro.....	690606	35,16	1425926	43,37	2334187	49,28	3141807	52,69	2167730	31,00
Otros valores públicos.....	59560	3,03	68130	2,07	54338	1,15	20658	0,35	34432	0,49
Adquisic.temporales activos	743993	37,88	1305481	39,71	1745579	36,85	2205892	37,00	4283483	61,25
Otros activos(*).....	202262	10,30	259745	7,90	179992	3,80	123121	2,06	73600	1,05
CARTERA EXTERIOR.....	0	0,00	6992	0,21	64940	1,37	13953	0,23	51093	0,73
SALDO NETO (Deudores-Acreedores).	6863	0,35	20009	0,61	33443	0,71	8170	0,14	3582	0,05

Importes en millones de pesetas y (%) porcentaje sobre patrimonio.

(*) Incluye activos monetarios privados y opciones.

Fuente: Informes anuales CNMV, años 1991 a 1995 y elaboración propia.

El porcentaje que la inversión en cartera representa sobre el patrimonio de los fondos es muy similar para los FIM y los FIAMM en el período analizado. Sin embargo, si nos fijamos en la cartera exterior de los FIAMM, vemos que ésta tiene todavía una menor relevancia que en el caso de los FIM.

Si observamos conjuntamente los Cuadros 1.9 y 1.10, apreciamos que la liquidez, para todo el período estudiado y en relación al patrimonio de cada tipo de fondos, es superior en el caso de los FIAMM. En 1992, la liquidez sufre una pérdida porcentual sobre el patrimonio, tanto en los FIM como en los FIAMM, aunque más acusada en el caso de los FIAMM.

El peso relativo de los fondos públicos en los FIAMM presentó una tendencia creciente en 1991, a excepción del primer trimestre del año, en el que alcanzó el 57% frente al 61,28% de diciembre de 1990. A finales de 1991, los fondos públicos representaban el 83,3% del patrimonio de los FIAMM, a costa de los activos monetarios privados (pagarés), que alcanzaron sólo el 10,3% frente al 33% de 1990.

Como característica que los diferencia de los FIM, hay que destacar el mayor peso de las adquisiciones temporales de activos, un 37,88% del patrimonio total, y la prácticamente nula operativa con opciones y futuros a lo largo de todo 1991.

En 1992, como en los FIM, la estrategia de los gestores de FIAMM consistió en disminuir la duración de las carteras de dichos fondos. Según el informe anual de la CNMV de 1992, a finales del primer trimestre se apreció una corriente vendedora de Bonos y Obligaciones del Estado que perduró hasta finales de año. Sin embargo, la magnitud de esa corriente fue mucho menor que en el caso de los FIM debido sobre todo al escaso protagonismo de la partida de Bonos y Obligaciones del Estado en el total del patrimonio de los FIAMM.

Como puede observarse en el Cuadro 1.10, la disminución en la duración de las carteras de los FIAMM se materializó

básicamente en un mayor peso de las Letras del Tesoro dentro del total de la cartera, en concreto, el 43,3% frente al 35,16% que suponía en 1991, en términos efectivos. Por otra parte, las adquisiciones temporales de activos incrementaron su cuota dentro de la cartera en casi dos puntos, llegando a suponer a finales de 1992 un 39,7% de la cartera total.

En cualquier caso, en términos generales predominan los fondos públicos en la cartera de los FIAMM ya que, a finales de 1992, representaban un 87,80% del patrimonio total de este tipo de fondos.

En el año 1993, la política inversora de los FIAMM también experimentó modificaciones importantes. «Durante el primer semestre del año se observó una recomposición de la cartera de valores públicos en favor de la adquisición temporal de valores, frente a una desinversión en Letras del Tesoro. Dicha evolución podría explicarse, en parte, por la emisión neta negativa de esa clase de valores por parte del Tesoro. Sin embargo, en el segundo semestre se observó la tendencia contraria. En este caso, el fuerte aumento de las posiciones en Letras vino acompañada de desinversiones no sólo de adquisiciones temporales, sino sobre todo, de pagarés de empresa»⁴¹.

En 1993, se aprecia un incremento en el peso de los valores extranjeros en las carteras de los FIAMM. Según el informe anual de 1993 de la CNMV, en los primeros nueve meses del año, la cartera exterior pasó del 0,2% al 3,4% del patrimonio. Sin embargo, durante el último trimestre de 1993, el valor efectivo de tales inversiones se redujo a menos de la mitad, posiblemente por las menores expectativas de nuevas depreciaciones de la peseta.

En definitiva, aumenta la proporción invertida en Letras del Tesoro y activos extranjeros y disminuyen relativamente

⁴¹ Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 205.

las posiciones en adquisiciones temporales de deuda. Además, se produce una caída en términos absolutos del valor efectivo de los activos monetarios privados.

Durante 1994, la política inversora de los FIAMM fue mucho más estable que la de los FIM. En la primera mitad del año se intensificó la compra de adquisiciones temporales de activos, deshaciéndose al mismo tiempo posiciones en Bonos y Obligaciones del Estado. Por contra, en el segundo semestre, la actividad compradora se centró en Letras del Tesoro pero, además, la partida de Bonos y Obligaciones del Estado se incrementó un 86%, en tanto que la de adquisiciones temporales de activos se reducía un 19% en términos nominales.

Según el informe anual de la CNMV de 1994, este tipo de política inversora se podía justificar en base a dos factores: por una parte, la decisión del Tesoro, en el mes de julio, de elevar las rentabilidades de las Letras del Tesoro, que permitió incrementar el diferencial de tipos entre este activo y los repos de Deuda Pública, cuyo tipo de interés, incluso disminuyó a lo largo del año, en los plazos muy cortos y, por otro lado, la reanudación, también en julio, de las emisiones de Letras del Tesoro a 6 meses.

«Según las normas contables de los fondos de inversión, los activos con plazo remanente de amortización inferior a 6 meses no se valoran a precios de mercado. Así, además, en épocas de convulsiones en los mercados, el precio de estos últimos activos no se ve afectado a efectos contables y tampoco, por tanto, por esta vía el valor liquidativo de los fondos de inversión»⁴².

La partida de obligaciones privadas presenta un comportamiento totalmente distinto a lo largo del ejercicio 1994. En la primera mitad del año, gana peso en la cartera de los FIAMM, mientras que en la segunda, es objeto de

⁴² Informe anual de la CNMV, 1994, pág. 202.

desinversiones, aunque de una cuantía inferior a las adquisiciones del primer semestre. En cualquier caso, al final del año, el porcentaje invertido en esta partida era muy similar al del año anterior.

Los pagarés de empresa, si bien comienzan el año 1994 ganando cuota, lo cierto es que, a partir del segundo trimestre y hasta finales de año, presentan un tono descendente perdiendo casi dos puntos en relación a 1993. La menor actividad de los emisores en este tipo de activos puede haber sido una de las claves de la menor importancia relativa de los pagarés de empresa en el patrimonio de los FIAMM.

En cualquier caso, las Letras del Tesoro y repos de Deuda Pública en particular y los fondos públicos en general, concentran la mayor parte (cerca del 92%) del patrimonio de los FIAMM a finales de 1994.

En 1995, al igual que ocurre con los FIM, en los FIAMM también se aprecia un mayor porcentaje del patrimonio en posición de liquidez (un 4,71% frente al 4,01% de 1994), pero, a diferencia de aquéllos, en éstos se observa un mayor peso de la inversión en cartera exterior respecto al año anterior (0,73% frente al 0,23% de 1994).

Durante 1995 se acentuó la concentración del patrimonio de los FIAMM en fondos públicos (92,98% frente al 91,56% de 1994), centrándose la gestión, sobre todo, en la compra de adquisiciones temporales de activos y en la desinversión en Letras, Bonos y Obligaciones del Estado. A finales de 1995, el 61,25% del patrimonio de los FIAMM estaba materializado en adquisiciones temporales de activos (un 37% en 1994), el 31% en Letras del Tesoro (un 52,69% en 1994) y el 0,23% en Bonos y Obligaciones del Estado (un 1,52% en 1994).

Por último, el comportamiento de la partida de obligaciones privadas y el de la de pagarés de empresa fue muy parecido. A finales de 1995, el peso de estas partidas en el

patrimonio de los FIAMM se había reducido al 0,48% y 1,05% respectivamente, frente al 2% y 2,06% del año anterior.

1.7 - PARTICIPACIÓN DE LOS DISTINTOS GRUPOS FINANCIEROS EN EL MERCADO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El desarrollo de los fondos de inversión ha modificado la posición competitiva relativa de las distintas entidades financieras. El análisis de las cuotas de mercado por grupos financieros, tanto en FIM como en FIAMM, pone de manifiesto una fuerte competencia en la fase de crecimiento del mercado.

Las entidades bancarias han sido las principales promotoras de los fondos de inversión durante los últimos años, utilizando estrategias de comercialización agresivas y difíciles de seguir por sus inmediatos competidores: las cajas de ahorros y las sociedades independientes.

La industria de fondos de inversión se caracteriza por una elevada concentración desde la expansión del sector, tanto en ciertos grupos financieros como en determinadas entidades. A finales de 1995, los diez grupos con mayor patrimonio administrado representaban el 68% del negocio, con aproximadamente 8 de los 12 billones de pesetas de patrimonio total. En este sentido, los bancos y las cajas de ahorros absorben un volumen muy importante del activo gestionado. Por otra parte, si juntamos los patrimonios gestionados por el Banco de Santander y el Banco Bilbao Vizcaya tenemos una cuota del 30% sobre el total. En definitiva, la concentración en el sector es muy grande.

Las entidades bancarias y las cajas de ahorros presentan ciertas ventajas respecto al resto de entidades que comercializan fondos de inversión. A la amplia red de sucursales de la que disponen, a través de las cuales canalizan fácilmente y sin excesivos costes los fondos de

ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

inversión, hay que añadir que el partícipe, habitualmente, es cliente de un banco o caja de ahorros y es con esa entidad con la que realiza sus diferentes operaciones. Además, los fondos carecen de imagen de marca propia, con lo cual se les suele asociar a un determinado banco o caja de ahorros.

Cuadro 1.11

EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO SEGÚN GRUPO FINANCIERO

	1991		1992		1993		1994		1995	
	FIM (%)	FIAMM (%)								
Núm. Fondos										
Cajas...	18,3	31,8	18,1	29,2	19,3	30,8	20,8	31,9	20,4	30,5
Bancos..	47,0	50,0	46,6	53,8	45,1	50,8	44,9	49,3	46,0	50,6
SV.....	13,3	9,1	13,7	8,5	15,0	10,0	13,1	9,4	13,6	7,8
AV.....	2,5	2,3	1,6	1,9	4,5	3,1	4,7	2,2	5,5	2,0
C.Segur.	4,6	2,3	4,0	2,8	4,8	3,1	4,7	2,9	4,3	3,3
Otros...	14,4	4,6	15,9	3,8	11,3	2,3	11,8	4,4	10,2	5,8
Patrimonio										
Cajas...	27,4	34,9	27,8	27,3	27,0	28,8	28,8	28,8	29,7	28,6
Bancos..	56,2	59,9	57,5	68,3	59,1	66,3	56,5	66,0	54,5	66,0
SV.....	6,0	3,5	5,6	2,9	5,5	2,4	5,6	2,2	5,7	2,1
AV.....	1,0	0,6	0,7	0,5	1,4	0,6	1,1	0,5	1,5	0,5
C.Segur.	4,9	0,5	4,6	0,6	4,2	0,6	5,0	0,5	5,8	0,8
Otros...	4,6	0,6	3,8	0,4	2,8	1,2	3,0	1,9	2,8	2,0
Partícipes										
Cajas...	38,6	52,1	26,8	38,7	27,0	38,2	26,8	37,0	27,6	35,5
Bancos..	54,6	43,1	65,9	56,9	64,8	56,3	64,2	56,8	62,6	57,2
SV.....	3,0	3,2	3,3	2,7	3,7	2,3	3,7	2,2	3,5	2,1
AV.....	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,7	0,4
C.Segur.	1,8	1,0	2,1	1,1	2,1	1,1	2,7	1,0	3,1	0,9
Otros...	1,4	0,2	1,4	0,2	1,9	1,5	2,1	2,6	2,5	4,0
Participación media* (en millones de pesetas)										
	FIM	FIAMM								
Cajas...	2,0	2,7	3,5	3,0	3,9	3,3	3,9	3,4	4,2	3,5
Bancos..	3,0	5,7	2,9	5,1	3,5	5,1	3,2	5,1	3,4	5,0
SV.....	5,7	4,5	5,6	4,6	5,7	4,4	5,5	4,4	6,4	4,5
AV.....	4,8	6,6	5,5	5,0	9,4	5,1	7,5	5,0	8,5	5,5
C.Segur.	7,7	2,0	7,2	2,2	7,6	2,3	6,8	2,4	7,2	4,2
Total...	2,9	4,1	3,3	4,2	3,8	4,3	3,7	4,4	3,9	4,3

* Patrimonio del fondo/Número de partícipes.

SV: Sociedades de Valores; AV: Agencias de Valores;

C.Segur: Compañías de Seguros.

Fuente: Informes anuales de la CNMV, 1991 a 1995, y elaboración propia.

En el Cuadro 1.11 exponemos la evolución, en el quinquenio 1991-1995, de la cuota de mercado que ostenta cada uno de los principales grupos financieros que comercializan fondos de inversión, tanto en lo relativo a número de instituciones como a patrimonio gestionado y partícipes. También reflejamos la evolución de la participación media para cada uno de los grupos analizados.

El grupo bancario ocupa la primera posición en número de fondos FIM y FIAMM durante todo el período objeto de estudio. Por volúmenes gestionados, también ostenta una clara posición de liderazgo en el sector y, actualmente, tiene una cuota de mercado aproximada del 61%. La estrategia utilizada para captar negocio se ha centrado, básicamente, en importantes campañas publicitarias y una política de ventas muy activa.

El segundo grupo por patrimonio administrado es el de las cajas de ahorros, que mantiene una cuota estable, entre el 27% y el 29%, aunque en 1991, y en el caso de los FIAMM, ésta era del 35%. Si nos fijamos en la cuota de partícipes de cada grupo, también se observa un liderazgo de los bancos, tanto en los FIM como en los FIAMM, salvo en 1991, año en que las cajas de ahorros tenían una cuota de partícipes de FIAMM superior a la de los bancos.

Por último, antes de entrar en el análisis más detallado de la evolución de estas magnitudes, destacamos, en los FIM, la menor participación media que mantienen los partícipes en el grupo bancario y en el grupo de cajas respecto al resto de grupos; mientras que en el caso de los FIAMM, la menor participación media se da en las cajas de ahorros y en las compañías de seguros.

En 1991, los bancos y cajas de ahorros iniciaron una masiva comercialización de fondos de inversión. El patrimonio de los FIM comercializados por las cajas creció un 281% y su número de partícipes un 73% y, en el caso de los bancos, un

308% y un 78% respectivamente⁴³. Uno de los motivos básicos de este espectacular crecimiento fue la campaña publicitaria de los Fondos de Inversión y la campaña de comercialización de los fondos comenzada, fundamentalmente, por los bancos y cajas.

En los FIAMM, el crecimiento lo protagonizaron, sobre todo, los bancos. Así, el patrimonio y número de partícipes de los FIAMM bancarios creció más que en el caso de las cajas de ahorros⁴⁴. Además, la mayor parte de los fondos nuevos fueron promovidos por las entidades bancarias, de manera que, de los 26 nuevos fondos, 17 estaban ligados a bancos y sólo 4 a cajas de ahorros.

A finales de 1991, más de la mitad del patrimonio total de los fondos de inversión era comercializado por los bancos, en concreto, el 56,2% en los FIM, y casi un 60% en los FIAMM. Le seguían, con el 35% del patrimonio de los FIAMM y el 27,4% del de los FIM, las cajas de ahorros. El resto de grupos, como puede apreciarse en el Cuadro 1.11, tenían una cuota de mercado muy pequeña para los FIM y prácticamente despreciable para los FIAMM, salvo las Sociedades de Valores (en adelante SV) que gestionaban el 3,5% del patrimonio de este tipo de fondos.

La agresiva política de comercialización llevada a cabo por los bancos hace que éstos controlen prácticamente la mitad de los fondos existentes (el 47% de los FIM y el 50% de los FIAMM). Por otro lado, se aprecia una preferencia clara de los partícipes por los fondos vinculados a bancos y cajas. Además, por cuota de partícipes, las cajas ocupan el primer lugar en los FIAMM (52,1%) y los bancos en los FIM (54,6%). Dentro de la escasa representación del resto de grupos, destacan las SV con un 3% de los partícipes en ambos tipos de fondos.

⁴³ Ver el informe anual de la CNMV, 1991, págs. 141-142.

⁴⁴ Ver el informe anual de la CNMV, 1991, págs. 157-158.

En 1992, el hecho de que el patrimonio de los FIM ligados a bancos y cajas presente un mayor crecimiento que el de los vinculados al resto de grupos, les permite a estas entidades incrementar su cuota dentro del patrimonio total a costa, sobre todo, de las agencias de valores (en adelante AV).

Por cuota de partícipes en FIM, el comportamiento más dinámico corresponde al grupo bancario, ganando más de 10 puntos a costa, sobre todo, de las cajas de ahorros, que pierden casi 12 puntos. Las AV también pierden partícipes, a diferencia de lo que ocurre en las compañías de seguros y las SV. En cuanto al número de FIM creados en ese año, destacan las SV debido, en buena parte, a la búsqueda de negocios alternativos por algunos de estos intermediarios.

Debido a la pérdida de partícipes y al crecimiento en el patrimonio gestionado, en el grupo de cajas de ahorros se aprecia un aumento significativo de la participación media en los FIM, pasando de 2 a 3,5 millones de pesetas. Los otros dos grupos que destacan por su variación en la participación media son las AV, donde ésta se sitúa en 5,5 millones de pesetas (4,8 millones en 1991), y las compañías de seguros, donde la participación media en los FIM disminuye 0,5 millones de pesetas respecto a 1991.

En los FIAMM destaca el incremento en la cuota de negocio de los fondos bancarios, además, de forma mucho más acusada que en los FIM. Este grupo financiero marcó la evolución global⁴⁵ de los FIAMM en 1992. En el Cuadro 1.11 observamos que, en 1992, el grupo bancario ganó cuota en todos los ámbitos, en detrimento del resto de grupos. Los FIAMM vinculados a cajas de ahorros pierden cuota, tanto en número de partícipes como en patrimonio administrado, debido al menor dinamismo en relación al año 1991. Las cuotas de negocio del

⁴⁵ Según el informe anual de la CNMV, 1992, pág. 182, el 81% del patrimonio total captado, el 80% de los nuevos partícipes y el 72% de las instituciones creadas correspondió al grupo bancario.

resto de grupos que gestionan fondos de inversión prácticamente son irrelevantes.

En 1993 se observan pocas diferencias respecto a 1992. Los FIM promovidos por bancos y cajas siguen siendo los más dinámicos en la captación de ahorro y la cuota de estos grupos, en cuanto a patrimonio gestionado y número de partícipes, se mantienen en niveles similares a los del año anterior. Entre ambos, controlan el 86,1% del patrimonio y el 91,8% de los partícipes del sector. Las AV, pese a su escasa importancia relativa, duplican la cuota de patrimonio gestionada y, además, la participación media en los FIM de este grupo, debido al menor crecimiento del número de partícipes en relación al incremento del patrimonio gestionado, aumenta de forma importante.

La pauta similar en la evolución de los partícipes y del patrimonio hace pensar que las aportaciones nuevas correspondieron básicamente a nuevos ahorradores. Por otro lado, dada la mayor consolidación del sector, la creación de nuevos FIM fue más moderada que en años anteriores⁴⁶.

En los FIAMM, en 1993, la tasa de crecimiento del patrimonio es más moderada que en los FIM. El número de partícipes crece a una tasa superior a las suscripciones netas provocando un crecimiento moderado de la participación media.

El negocio sigue concentrado en entidades pertenecientes a bancos y cajas (95,1% del patrimonio global de los FIAMM). Por otra parte, el mayor dinamismo de las cajas en la captación de ahorro hace que éstas ganen cuota de negocio en detrimento de los bancos.

En 1994, las gestoras vinculadas a bancos y cajas de ahorros continúan administrando la mayor parte del patrimonio de los fondos de inversión (90,4%) y a la mayoría de

⁴⁶ Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 187.

partícipes del sector (92%). No obstante, la hegemonía de bancos y cajas disminuye ligeramente, en concreto, 0,8 puntos en lo que se refiere a patrimonio y 0,7 puntos en lo que respecta a partícipes.

Los fondos comercializados por los bancos fueron los más afectados por los recortes producidos en el patrimonio de los FIM, perdiendo 2,5 puntos en su cuota de negocio dentro de la industria. Por contra, las cajas de ahorros incrementan su cuota de negocio en casi dos puntos.

Además, en 1994, aunque partían de cifras muy reducidas, destacan los FIM comercializados por compañías de seguros, por el crecimiento de su patrimonio (un 14%) y por el aumento en el número de partícipes (un 28%), con la consiguiente reducción de la participación media en FIM en este grupo.

En 1995, se observa una cierta estabilización, en relación al año anterior, en la cuota de patrimonio administrado por las gestoras vinculadas a bancos y cajas. Los bancos siguen ostentando la primera posición en el sector, administrando en torno al 60% del patrimonio total (el 54,5% del patrimonio de los FIM y el 66% del de los FIAMM), mientras que el patrimonio gestionado por las cajas de ahorros representa en torno al 30% del sector (29,7% de los FIM y 28,6% de los FIAMM). Por otro lado, destaca el avance experimentado por las compañías de seguros en el caso de los FIM, superando ligeramente al grupo de SV que mantiene una cuota de patrimonio muy similar a la del año anterior para ambos tipos de fondos.

En cuanto a cuota de partícipes, la estabilidad también se pone de manifiesto para bancos y cajas, con porcentajes muy cercanos a los del año anterior. En los FIM, las SV pierden partícipes, mientras que las AV y las compañías de seguros incrementan su cuota en el sector. Sin embargo, en el caso de los FIAMM, la participación porcentual de estos grupos apenas varía respecto a 1994.

Por último, se aprecia un crecimiento en la participación media en los FIM para todos los grupos analizados, siendo éste mayor en el caso de las SV y AV. Sin embargo, en los FIAMM, mientras que en las AV y compañías de seguros la participación media crece notablemente, en los bancos y cajas muestra un cierto estancamiento.

1.8 - IMPLICACIONES DEL DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN PARA EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

En este epígrafe analizaremos, por un lado, la evolución de la relación entre el patrimonio de los fondos de inversión y los depósitos de los bancos y cajas de ahorros, exponiendo las principales repercusiones del crecimiento de los fondos sobre los estados financieros de las entidades de depósito, y, por otro lado, estudiaremos las implicaciones del desarrollo de los fondos sobre el sistema financiero en general.

1.8.1 - Los fondos y las entidades de crédito

Desde finales de 1989, la fuerte competencia por la captación de recursos en el sector bancario había ocasionado una reducción sustancial del margen de intermediación, favoreciendo la búsqueda de nuevas vías de negocio. En este sentido, el potencial de crecimiento de los fondos de inversión ofrecía importantes oportunidades en términos de generación de negocio a través de comisiones, a la vez que posibilitaba ampliar la base de clientes.

Según CONTRERAS (1993), uno de los principales motivos del crecimiento de los fondos de inversión fue la

desintermediación vinculada⁴⁷. A diferencia de los instrumentos de desintermediación no vinculada, en el caso de las sociedades gestoras vinculadas a grupos bancarios, los fondos ofrecen como imagen de marca la de la entidad de depósito. Además, los fondos no requieren una decisión activa de renovación.

GONZÁLEZ MOSQUERA (1995) señala que la desintermediación vinculada conlleva ventajas y riesgos, tanto para los partícipes como para las entidades. Por un lado, al partícipe se le ofrece un producto seguro, líquido, con una buena rentabilidad financiero-fiscal a largo plazo y que puede adquirir en su entidad de crédito habitual. Sin embargo, la normativa fiscal vigente, puede inducir a los gestores a actuar en beneficio de las entidades del grupo económico y no desarrollar una gestión óptima para el partícipe. Por otra parte, para la entidad es un producto fácil de gestionar y la vinculación del cliente con la entidad le permite a ésta ofrecerle otros productos bancarios.

Además, la gestión de fondos constituye un fuente estable de resultados para la entidad a través de las comisiones cobradas, que dependen del patrimonio gestionado, con independencia de los riesgos típicos de la actividad bancaria y, en particular, el de tipos de interés, que lo asume el partícipe directamente. Esta característica es especialmente relevante en épocas caracterizadas por la elevada morosidad y el bajo nivel de peticiones de créditos.

Al ser una actividad fuera de balance, las entidades promotoras no tienen que dotar recursos propios. En este sentido, entidades con un bajo nivel de recursos propios

⁴⁷ La mayoría de fondos de inversión están vinculados a entidades de crédito, por lo que no existe una desintermediación pura, entendida ésta como el acceso directo, sin la intervención de una entidad crediticia, del demandante de fondos al oferente de los mismos. Ver GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M., 1995, págs. 76-77.

podrían expandir considerablemente su actividad sin necesidad de proceder a ampliaciones de capital.

No obstante, una pérdida elevada de pasivos en favor de los fondos puede reducir la rentabilidad de la entidad. «Una transferencia de liquidez de doble sentido desde las entidades de depósito a los fondos, y de nuevo a aquellas entidades, generará forzosamente pérdidas netas a éstas en términos medios, debidas al diferencial de intereses derivado de la recaptación de pasivos para prestar, que tendrá que hacerse a tipos de interés de mercado monetario siempre más altos que los pagaderos directamente a los depositantes»⁴⁸.

Por último, otra desventaja de los fondos para las entidades de depósito es que éstos suponen un claro incentivo para que las grandes empresas coloquen emisiones de renta fija en ellos, en lugar de acudir a la financiación bancaria.

CONTRERAS (1993), entre otros⁴⁹, analiza la combinación de los factores que determinan la magnitud del efecto del proceso de desintermediación a través de fondos de inversión sobre los estados financieros de las entidades de depósito.

Concluye que «el impacto negativo de la comercialización de fondos de inversión sobre el pasivo de bancos y cajas de ahorros, en términos del volumen de suscripciones netas de fondos, será menor cuando: 1) mayor sea el porcentaje procedente de ahorro adicional incentivado por la propia existencia de fondos; 2) menor sea el porcentaje que, en ausencia de fondos, se hubiera materializado en pasivos bancarios; 3) mayor sea el porcentaje procedente de trasvases de otros valores mantenidos a vencimiento y, en consecuencia,

⁴⁸ ARASA, C., 1993, pág. 2.614.

⁴⁹ Ver también GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M., 1995.

4) menor sea el porcentaje de trasvase desde pasivos bancarios»⁵⁰.

GUAL (1994) crítica el modelo de simulación planteado por CONTRERAS (1993) para cuantificar este impacto⁵¹ al no considerar la posible expansión de los mercados de capitales como respuesta a la mayor canalización de recursos hacia los mismos. El peso de los fondos de inversión en los mercados de valores tenderá a crecer en el futuro.

El impacto global de los fondos sobre la cuentas de resultados de las entidades de crédito es más difícil de cuantificar y requiere un concepto amplio de cuenta de resultados del grupo financiero, donde estén incluidos los resultados de las entidades de crédito, las sociedades gestoras y las sociedades y agencias de valores del grupo a través de las cuales opera la gestora.

El efecto neto dependerá de la combinación de los siguientes factores: 1) la pérdida de ingresos financieros derivada del trasvase de pasivos bancarios a fondos de inversión, que será menor cuanto menor sea el porcentaje del pasivo de la entidad afectado y mayor sea el coste que tuviera ese pasivo para la entidad; 2) la pérdida de ingresos financieros por la reducción de la actividad de desintermediación pura; 3) la ganancia de ingresos financieros netos ofrecida por los fondos de inversión, básicamente a través de las comisiones; 4) la ganancia de ingresos financieros de la actividad de intermediación correspondiente a los pasivos generados por las inversiones de los propios fondos de inversión, principalmente en forma de depósitos y cesiones temporales de activos.

⁵⁰ CONTRERAS, C., 1993, pág. 254.

⁵¹ Este modelo puede verse en CONTRERAS, C., 1993, págs. 255-256.

En el Cuadro 1.12, tomando como referencia la suma de los depósitos bancarios y el patrimonio de los fondos promovidos por grupos financieros de bancos y cajas de ahorros, vemos que el peso de este último en el total se triplicó en 1991, tanto para bancos como para cajas.

Cuadro 1.12
RELACIÓN (%) (*) ENTRE PATRIMONIO DE LOS
FONDOS (*) Y DEPÓSITOS DE BANCOS Y CAJAS**

	BANCOS	CAJAS	TOTAL
1990 DIC.....	3,40	3,16	3,29
1991 MAR.....	4,25	3,72	4,00
JUN.....	6,24	4,80	5,56
SEP.....	7,96	5,87	6,99
DIC.....	11,68	7,18	9,58
1992 MAR.....	16,20	8,04	12,44
JUN.....	17,88	8,81	13,68
SEP.....	18,26	9,00	13,95
DIC.....	18,36	9,00	13,95
1993 MAR.....	19,29	9,92	14,89
JUN.....	20,07	10,57	15,63
SEP.....	22,55	11,42	17,32
DIC.....	25,62	12,65	19,46
1994 MAR.....	29,75	14,11	22,16
JUN.....	28,32	13,59	21,15
SEP.....	27,91	13,45	20,83
DIC.....	26,49	12,92	19,84
1995 MAR.....	25,62	12,67	19,33
JUN.....	25,27	12,42	19,02
SEP.....	25,56	12,91	19,41
DIC.....	26,56	13,24	20,05

(*) Los porcentajes representan la proporción del patrimonio de los fondos sobre la suma de éste y los depósitos.

(**) Administrados por gestoras pertenecientes a los grupos financieros de bancos y cajas de ahorros, respectivamente.

Fuente: Informe anual CNMV, 1994, pág. 174, y 1995, pág. 187.

La evolución de los porcentajes reflejados en el Cuadro 1.12 pone de manifiesto la recomposición de las carteras del público como consecuencia del crecimiento de los fondos de inversión. No obstante, el incremento en el patrimonio de los fondos no obedece sólo al trasvase de ahorro desde los depósitos y a un menor crecimiento de éstos, sino también a la captación de nuevo ahorro.

El desplazamiento de recursos desde los depósitos a los fondos reduce el tamaño de los balances de bancos y cajas, aunque el impacto depende de la estrategia de la gestora vinculada al banco o caja en relación a los fondos que administra. Si la política inversora del fondo se centra en incrementar el peso de las adquisiciones temporales de activos a corto plazo, la salida del balance de las entidades de depósito de una parte de sus pasivos asociada a la inversión en fondos tendrá un efecto menor.

A partir del segundo trimestre de 1992, se empieza a percibir un agotamiento en la fuente de recursos procedentes de depósitos bancarios que conlleva una cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento de los fondos de inversión.

Durante 1992, el peso del patrimonio de los fondos pertenecientes al grupo bancario, en relación a la suma de ese patrimonio más los depósitos de dicho grupo, creció casi 7 puntos. Sin embargo, en el sector de cajas de ahorros, el crecimiento no alcanza los dos puntos. En cualquier caso, podía hablarse de un cambio en los hábitos de los ahorradores.

En 1993, la fuerte caída de los tipos de interés provocó que los depósitos bancarios, debido a su menor rentabilidad, perdiesen atractivo en relación a los fondos de inversión. Además, la caída de los tipos de interés a corto plazo, al revalorizar las carteras de renta fija, permitió obtener a los FIM unas buenas rentabilidades. Como puede apreciarse en el Cuadro 1.12, el negocio en fondos de inversión, en 1993, sigue creciendo en relación a la actividad de intermediación tradicional de las entidades de depósito.

Por su parte, las cajas de ahorros siguen una evolución claramente diferenciada respecto a los bancos, mostrando una mayor disposición a mantener sus líneas tradicionales de negocio. El peso de la actividad promotora de fondos era para las cajas mucho menor que para los bancos, por lo que el pasivo de aquéllas creció muy por encima del de éstos. Esta

circunstancia ayuda a explicar el que las cajas superasen a finales de 1993, por primera vez, a los bancos en el volumen de depósitos⁵².

A partir de mayo de 1994, se produce un ligero cambio de tendencia en la relación entre el patrimonio de los fondos promovidos por bancos y cajas y la suma de ese patrimonio más los depósitos de dichos grupos. Por primera vez desde que se iniciara el proceso de expansión de la inversión colectiva, el negocio de los fondos de inversión comienza a perder peso en relación a la actividad de intermediación tradicional de bancos y cajas de ahorros debido a que la coyuntura de los tipos de interés lleva a los bancos y cajas de ahorros a reorientar sus estrategias.

A mediados de 1995, con el nuevo incremento que comienza a experimentar el patrimonio de los fondos de inversión, se frena la caída, iniciada en el segundo trimestre de 1994, en la relación entre el patrimonio de los fondos promovidos por bancos y cajas y la suma de ese patrimonio más los depósitos de dichos grupos. En concreto, en 1995, el negocio de los fondos supuso en torno al 26% del total de la actividad realizada en fondos de inversión y depósitos en el caso de los bancos y alrededor del 13% en las cajas de ahorros.

1.8.2 - Los fondos y los mercados financieros

Los fondos de inversión, dada la mayor complejidad y sofisticación de los mercados financieros, facilitan la participación en los mismos a los pequeños partícipes, con una gestión profesionalizada y un adecuado sistema de información, control y supervisión.

El importante desarrollo de la inversión colectiva en España, a través del crecimiento de los fondos iniciado en la

⁵² Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 184.

segunda mitad de 1991, ha influido notablemente en el sistema financiero español y en la financiación de las actividades productivas⁵³.

Los fondos de inversión, especialmente los FIAMM, compiten con los depósitos bancarios y su crecimiento puede ocasionar, como ya hemos comentado anteriormente, una reducción del pasivo de las entidades de depósito que, a su vez, puede incidir en el proceso de desintermediación que ya se inició en la vertiente del activo del balance bancario con el desarrollo de los mercados de capitales a los que las grandes empresas acuden directamente para obtener fondos, obviando a los intermediarios financieros.

Según GUAL (1994), a pesar del aparente impacto de los fondos de inversión en la captación de depósitos, lo que se ha producido realmente ha sido un cambio en la forma de canalizar el ahorro del sector privado hacia la financiación del Sector Público. La banca disponía de importantes cantidades de recursos de clientes invertidos en cesiones de Deuda Pública, que, tras los cambios en la regulación y la legislación fiscal, a partir de 1991, se empezaron a canalizar a través de los fondos de inversión para seguir financiando a las Administraciones Públicas.

En general, los gestores de los fondos de inversión invierten el patrimonio constituido con el ahorro de los partícipes en activos financieros emitidos por la Administraciones Públicas y por las empresas. Una excesiva captación de recursos por parte de los fondos puede repercutir en las instituciones bancarias si ello implica una menor disposición de recursos por parte de éstas para la financiación de su actividad crediticia.

⁵³ GARCÍA VAQUERO, V. y MAZA, L.A., 1994, analizan los efectos de los fondos de inversión sobre los mercados de valores.

Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) no pueden emitir títulos que constituyan una inversión atractiva para los fondos de inversión, ya que por diferentes razones, entre ellas el tamaño, no tienen acceso directo al mercado de capitales. Por este motivo, las entidades bancarias son la principal vía que tienen para obtener financiación. En este sentido, si la expansión de los fondos de inversión provoca una reducción importante de los depósitos bancarios y, en consecuencia, limita los recursos de la banca para ejercer su actividad crediticia, las PYMES podrían tener problemas para obtener la financiación necesaria para su adecuado funcionamiento.

Si observamos la distribución de la cartera agregada de los fondos de inversión, Cuadros 1.9 y 1.10, apreciamos un peso mayoritario de los valores públicos en la misma. Además, las adquisiciones temporales de activos, que representan un porcentaje muy elevado en la cartera de los fondos, constituyen a la vez un pasivo bancario. Por lo tanto, no todos los recursos captados por los fondos en el proceso de expansión de los últimos años corresponden a desintermediación bancaria.

En definitiva, una parte muy importante de la cartera de los fondos se dirige hacia las entidades de depósito, vía adquisiciones temporales de activos, y, por tanto, los fondos de inversión generan pasivos bancarios superiores a los derivados del coeficiente de liquidez obligatorio y materializado en depósitos bancarios. Además, los fondos de inversión constituyen una forma diferente de financiar el déficit del Sector Público español ya que, a través de este producto financiero, los pequeños ahorradores pueden acceder a los valores públicos⁵⁴.

⁵⁴ Una de las ventajas de los fondos de inversión es la posibilidad que ofrecen a los pequeños inversores de acceder a los valores del Estado desde cantidades mucho más reducidas que las que supondría la adquisición directa de un título de estas características, como por ejemplo, una Letra del Tesoro que requiere una inversión cercana al millón de pesetas.

Uno de los principales motivos que induce al inversor a colocar sus ahorros en participaciones de fondos de inversión, en detrimento de los depósitos bancarios, es el tratamiento fiscal dado a los fondos de inversión.

Siguiendo a RAMOS (1993), la rigidez de carácter fiscal que presentaban los fondos, hasta la reciente modificación fiscal, incidía en el sistema financiero, ya que el desarrollo de este producto se ha producido en un período de debilidad de la Bolsa y altos tipos de interés que decantaban a los inversores hacia los fondos de renta fija. A partir de ese momento, y para no perder las ventajas fiscales, ello provocaba que una cantidad de dinero ciertamente importante quedaba cautiva en estos fondos, lo cual de alguna manera, constituía un obstáculo para el desarrollo del mercado bursátil. Con la nueva fiscalidad se pone fin a esta cautividad.

La captación de ahorro a través de los fondos de inversión y su colocación en los mercados monetarios y de capitales debería potenciar el desarrollo de los mismos, así como su función de canalizadores del ahorro hacia la inversión productiva. Sin embargo, si nos fijamos en las partidas que componen la cartera agregada de los fondos (Cuadros 1.9 y 1.10), observamos un peso muy reducido de los valores privados. En este sentido, según GUAL (1994), la escasa respuesta de los mercados de valores privados a la expansión de los fondos de inversión manifiesta que la financiación de la Deuda Pública domina los mercados financieros españoles.

Como consecuencia del peso creciente de inversores institucionales, y a medida que las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas se vayan reduciendo, los mercados españoles de capitales irán adquiriendo un mayor desarrollo y las empresas españolas podrán contar con mayores y mejores recursos financieros. De este modo, es de esperar que rompan su tradicional debilidad

financiera determinada por el crédito bancario a corto plazo y favorezcan la inversión y el empleo.

En definitiva, tras el espectacular desarrollo vivido en la industria de fondos de inversión desde la segunda mitad del año 1991 y una vez que el sector ha alcanzado un cierto grado de madurez, la evolución futura de los fondos de inversión dependerá de las ventajas fiscales del producto así como de las necesidades de financiación del Sector Público. Si los fondos siguen captando grandes volúmenes de recursos y las necesidades financieras del Sector Público son menores, una buena parte de ese dinero se dirigirá hacia los mercados de capitales y ello contribuirá al mayor desarrollo de estos mercados.

CAPÍTULO 2

CARACTERÍSTICAS BÁSICAS Y COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (I)

2.1 - INTRODUCCIÓN

Una vez analizada la evolución reciente de los fondos de inversión en España y estudiados los aspectos que hemos considerado más relevantes, en este capítulo y en el siguiente, nos centraremos en el estudio de las características básicas y funcionamiento de los FIM en España.

En primer lugar, expondremos algunas de las clasificaciones más habituales que se realizan sobre estos productos financieros y, a continuación, analizaremos las peculiaridades básicas que distinguen a los fondos tipo FIM de los fondos tipo FIAMM. En los epígrafes siguientes, se describirán con detalle cuáles son los requisitos de constitución de los fondos, las características y funciones de sus principales elementos, los límites y coeficientes de su política inversora, las obligaciones de información a que están sujetos y los diferentes tipos de comisiones que aplican.

Finalmente, para concluir el capítulo, y dado que el partícipe en fondos de inversión se muestra cada vez más exigente y necesita una herramienta adicional en base a la cual poder juzgar cuál es el riesgo que asume al adquirir participaciones de un determinado fondo, estudiaremos la conveniencia de aplicar el «rating» a los fondos de inversión y expondremos una metodología para su calificación.

2.2 - CLASIFICACIÓN GENÉRICA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La Ley 46/84, de 26 de diciembre, que regula las IIC en España, en su artículo 1, define lo que se entiende por institución de inversión colectiva y establece que serán consideradas como tales las sociedades de inversión

mobiliaria, los fondos de inversión y las personas o entidades que, cualquiera que sea su objeto o actividad, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público, para gestionarlos, siempre y cuando el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos, mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad.

En ningún caso se considera como IIC a una institución financiera sujeta a una regulación especial. Por tanto, de la definición de IIC se excluye, entre otros, a los bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, entidades de financiación y compañías de seguros.

Siguiendo a GENEROSO y otros (1992), la característica principal de las IIC es la diversidad de formas jurídicas con que pueden operar y la posibilidad que ofrecen al inversor de acceder al mercado de valores diversificando los riesgos de su cartera. Además, dicha cartera es gestionada por expertos profesionales de entidades especializadas que utilizan instrumentos para intentar garantizar la rentabilidad de la inversión. Las IIC permiten el acceso al mercado financiero, tanto a pequeños como a grandes inversores. Por otra parte, proporcionan al pequeño inversor una serie de ventajas que individualmente no obtendría.

En el Cuadro 2.1, exponemos una posible clasificación genérica de las IIC. Según la Ley 46/84, que regula las IIC en España, existen dos tipos de IIC: a) de carácter financiero, cuya actividad principal es la inversión o gestión de activos financieros y b) de carácter no financiero, que operan principalmente sobre activos de otra naturaleza.

Dentro de las IIC financieras, la legislación actual contempla diferentes clases:

- Los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), que son patrimonios que carecen de personalidad jurídica. Los

propietarios del fondo son sus partícipes y sus derechos de propiedad están representados por certificados nominativos sin valor nominal o en anotaciones en cuenta.

- Las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM) y las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV), que son sociedades anónimas con personalidad jurídica. Esta subdivisión de las sociedades de inversión mobiliaria en SIM y SIMCAV se realiza atendiendo al régimen jurídico de su capital. La diferencia estriba en que las SIMCAV, cumpliendo ciertos requisitos que luego comentaremos, pueden variar su capital social dentro de unos límites.

Cuadro 2.1

CLASIFICACIÓN GENÉRICA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

De carácter no financiero	Con régimen jurídico específico	Sociedades de inversión inmobiliaria
		Fondos de inversión inmobiliaria
	Otras IIC de carácter no financiero	Por ejemplo, fondos de inversión en obras de arte
De carácter financiero	Forma societaria	Sociedades de inversión mobiliaria
		Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable
	Forma no societaria	Fondos de inversión mobiliaria
		Fondos de inversión en activos del mercado monetario

Fuente: MASCAREÑAS, J. y LÓPEZ PASCUAL, J., 1996, pág. 97.

Dentro de las IIC no financieras, la normativa vigente es ambigua y admite diferentes tipos de inversiones, tales

como los fondos de inversión inmobiliaria (FII), las obras de arte, la numismática, la filatelia, etc.

Siguiendo a FERNÁNDEZ ÁLVAREZ y otros (1994), una importante diferencia entre las IIC es el tipo de activos emitidos para captar los fondos necesarios para cubrir sus objetivos. Si adoptan la forma jurídica de sociedad anónima emiten acciones, mientras que si se trata de fondos de inversión emiten participaciones.

Antes de pasar al análisis específico de los FIM, que constituyen el objeto de nuestra investigación, vamos a comentar los principales aspectos de las SIM y de las SIMCAV.

«Las SIM son aquellas sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimientos, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades»⁵⁵.

Mientras que los FIM y los FIAMM adoptan la forma jurídica de patrimonios pertenecientes a una pluralidad de personas, las SIM son sociedades anónimas. En ambos casos, el objetivo exclusivo es la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros (en el caso de los FIAMM, sólo activos financieros a corto plazo del mercado monetario). Por tanto, la principal diferencia es su personalidad jurídica, con las consiguientes limitaciones que para la SIM supone compatibilizar los requisitos de la Ley de Sociedades Anónimas con las normas específicas contenidas en la legislación sobre IIC.

⁵⁵ Artículo 2.2 del Reglamento de IIC.

Siguiendo a GENEROSO y otros (1992), las características específicas de las SIM con respecto a las demás sociedades anónimas son las siguientes:

1 - Su denominación social incorpora la expresión «Sociedad de Inversión Mobiliaria» o «SIM» cuando es de capital fijo y «Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable» o «SIMCAV» si es de capital variable.

2 - Según el artículo 21 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante RIIC), las SIM deben estar domiciliadas en territorio español, inscritas en el Registro Mercantil y registradas en la CNMV.

3 - Su objeto exclusivo es el propio de su definición, aspecto éste ya comentado.

4 - Su capital social sólo puede estar representado por acciones nominativas que confieran iguales derechos políticos y económicos a sus titulares. El capital mínimo desembolsado es de 400 millones de pesetas, en el caso de las SIM, y de 200 millones de pesetas, para la SIMCAV⁵⁶. Si, por circunstancias del mercado o del número de accionistas, su capital disminuyera por debajo del mínimo exigido, la sociedad tendrá un plazo de un año para adecuarse a la normativa vigente (400 millones) o solicitar la exclusión de los correspondientes registros administrativos, modificando su actividad, o acordar su disolución.

Las SIMCAV presentan la particularidad, respecto de las SIM, de que su capital puede alterarse, hasta un cierto límite y sin tener que cumplir con los requisitos de la Ley de Sociedades Anónimas, por la venta o adquisición de acciones por la propia sociedad para dar entrada y salida a los socios. En este aspecto se asemejan a los fondos, donde los partícipes

⁵⁶ En el caso de una SIMCAV, deberá figurar en los estatutos el límite máximo y mínimo de capital social.

pueden reembolsar su aportación en cualquier momento. Como señalan GENEROSO y otros (1992), el capital social inicial hace el efecto de mínimo, mientras que el máximo, obligatoriamente fijado en sus estatutos, no puede superar en más de 10 veces al capital inicial.

5 - La gestión corre a cargo de los órganos de administración y representación de la sociedad, aunque en los Estatutos sociales consta la posibilidad de encomendar la gestión de los activos a un tercero, así como los criterios de inversión y las normas sobre la Comisión de Control de Gestión y Auditoría.

Una de las principales diferencias de las SIMCAV respecto de los fondos de inversión es que el accionista de la SIMCAV tiene capacidad para intervenir en la gestión, mientras que en los fondos la dirección corre a cargo de la sociedad gestora exclusivamente.

6 - Quedan prohibidas las ventajas o remuneraciones para los fundadores establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas. En cuanto a los resultados, no pueden distribuirse los incrementos de patrimonio no realizados a los accionistas, pero la entrega de acciones liberadas con cargo a los incrementos de patrimonio no realizado no se considera distribución de resultados.

7 - En cuanto a su funcionamiento, debido a su función de intermediación financiera, están sujetas a unos límites generales de inversión, que comentaremos en el epígrafe relativo a la política de inversiones de las IIC, y a unos coeficientes mínimos de liquidez. No pueden financiarse mediante fondos ajenos en cuantía superior al 20% de su activo (10% para SIMCAV y fondos) y sólo para resolver situaciones transitorias de tesorería. Tampoco pueden admitir depósitos de terceras personas bajo la forma de depósitos, imposiciones, etc. Además, están sometidas a obligaciones de información

frente a sus accionistas y frente a la CNMV y Bolsas en que coticen⁵⁷.

El accionista puede entrar y salir de la sociedad en cualquier momento, aunque puede ser penalizado por ello hasta en un 5%. Por otra parte, cuando la cotización oficial de sus acciones sea superior o inferior en más de un 5% a su valor liquidativo, la SIMCAV tiene la obligación de intervenir en Bolsa vendiendo o comprando sus propias acciones.

El atractivo de las SIM se centra, como en los fondos de inversión, en su elevado grado de liquidez, en la posibilidad de acceder a diferentes mercados mediante una gestión profesionalizada y, sobre todo, en las ventajas fiscales que presentan.

En España, las SIMCAV se distinguen del resto de IIC en que asumen un mayor nivel de riesgo en sus carteras, con un menor peso de la renta fija y de los activos monetarios. Generalmente, su tamaño es bastante reducido.

Por último, en cuanto a la situación actual de este tipo de IIC, durante 1995, persiste la tendencia decreciente de años anteriores en el número de SIM y el incremento en el número de SIMCAV. Así, se aprecia un estancamiento en el patrimonio de las SIM, con 322.033 millones de pesetas, y un retroceso en su número de accionistas, que se sitúa en 59.627 accionistas, mientras que, por contra, el patrimonio social de las SIMCAV asciende a 95.442 millones de pesetas con 33.001 accionistas⁵⁸. Como puede deducirse de estas cifras, la

⁵⁷ «El precio de las acciones se formará, al igual que en cualquier otra sociedad anónima cotizada en Bolsa, mediante la oferta y la demanda y dependerá de la evolución del mercado bursátil. Es importante distinguirlo del valor de participación en el caso de los fondos, puesto que éste está directamente relacionado con la evolución de todos y cada uno de los títulos que integran la cartera», GENEROSO, M.F. y otros, 1992, pág. 21.

⁵⁸ Véase el informe anual de la CNMV, 1995, págs. 225-228.

importancia de las SIM y SIMCAV dentro del sector de IIC, en relación a los FIM y FIAMM, carece de relevancia.

2.3 - CLASIFICACIÓN DE LOS FIM SEGÚN DIFERENTES CRITERIOS

Los criterios de clasificación de los fondos de inversión pueden ser muy variados dando lugar, por tanto, a múltiples clasificaciones. La utilización de una u otra clasificación dependerá en buena medida del tipo de análisis que queramos efectuar.

En cualquier caso, y con independencia de la clasificación efectuada, «la elección del fondo depende de la estrategia financiera del inversor, de su cultura y, naturalmente, de los objetivos que pretenda respecto de su situación patrimonial y fiscal»⁵⁹. Las características y necesidades del inversor influyen de forma muy importante en su elección acerca de un cierto tipo de fondo.

Entre los diferentes criterios en base a los cuales se puede clasificar a los fondos FIM, destacamos los siguientes⁶⁰:

a - Por el destino dado a los beneficios.

Atendiendo a la forma en que el inversor recibe las rentas, podemos distinguir dos tipos de fondos:

⁵⁹ MORALES ARCE, R., 1993, pág. 65.

⁶⁰ El estudio de la tipología de los fondos de inversión puede consultarse, entre otros, por ejemplo en BELTRÁN TELLO, H., 1993, o más recientemente también en LÓPEZ PASCUAL, J., 1995.

- De capitalización, acumulación o crecimiento.

Todos los beneficios obtenidos por el fondo se acumulan sistemáticamente al patrimonio del mismo, incrementándose de este modo el valor de la participación. Por ese motivo se llaman «fondos de acumulación». Dado que en este tipo de fondos no se reparten beneficios, sino que los rendimientos se reinvierten sistemáticamente en el patrimonio del fondo, el partícipe no tiene que tributar por ellos hasta que no efectúe algún reembolso.

Las características de estos fondos sitúan a los mismos como productos apropiados para invertir a medio y largo plazo. En España, debido a sus mayores ventajas fiscales, la práctica totalidad de los fondos son de capitalización.

- De reparto o de renta.

A diferencia de los fondos de acumulación, en éstos se distribuyen periódicamente, en forma de «derramas» al partícipe, los beneficios de la cuenta de resultados de la institución. Tales dividendos, al tener la consideración de rendimientos del capital mobiliario, están sujetos a una retención del 25% a cuenta del IRPF.

b - Por el plazo de vencimiento de los activos que integran la cartera del fondo.

- Fondos de inversión mobiliaria (FIM).

Aunque corresponde al término genérico de un tipo de instituciones de inversión colectiva, se suele utilizar esta denominación para diferenciar este tipo de fondos de aquellos otros en que el plazo medio de vencimiento de los activos que integran la cartera del fondo debe ser necesariamente inferior a 18 meses, los FIAMM. La Ley no les impone ninguna limitación

específica en cuanto al plazo de vencimiento de los valores de su cartera.

- Fondos de inversión en activos del mercado monetario o fondos de dinero (FIAMM).

Este tipo de fondos no responde a una clasificación de tipo eventual, puesto que quedan tipificados dentro del RIIC como FIAMM, sometidos, por consiguiente, a una regulación específica en relación con determinados aspectos⁶¹. El vencimiento medio de los activos del fondo debe ser inferior a 18 meses y la vida residual (plazo máximo pendiente para la amortización) de cualquiera de los valores que integran su cartera no debe superar los 24 meses.

c - En función de la estructura de la cartera a final de cada trimestre.

Es una clasificación basada en la composición de la cartera del fondo y en el consiguiente riesgo asociado a los distintos tipos de activos financieros que la forman. Por tanto, su justificación está en que cada FIM puede estructurar su cartera de valores según su política inversora pudiendo, en consecuencia, cambiar de categoría de un período a otro.

Siguiendo este criterio, la CNMV clasifica al final de cada trimestre a los FIM distinguiendo las siguientes categorías:

- Fondos de renta fija

Tienen el 100% de su cartera invertida en valores de renta fija (pública o privada) con una vida media aproximada de tres a cinco años.

⁶¹ Un análisis comparativo de las características de estos dos tipos de fondos puede verse en el epígrafe 3 de este capítulo.

- Fondos de renta fija mixta

Tienen más del 75% y menos del 100% de su cartera invertida en títulos de renta fija (pública o privada).

- Fondos de renta variable mixta

Al final de cada período considerado, estos fondos tienen menos del 75% y más del 30% de su cartera invertida en activos de renta fija (pública o privada).

- Fondos de renta variable

Tienen más del 70% de su cartera invertida en títulos de renta variable.

Esta clasificación permite comparar rentabilidades de fondos con la misma vocación inversora, facilitándole al inversor, en función del nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir, la elección del tipo de fondo que se adapte mejor a sus necesidades.

Las sociedades gestoras (en adelante SG) pueden modificar trimestralmente la posición de sus fondos dentro de esta clasificación según el binomio riesgo-rentabilidad que escojan. Así pues, un fondo de inversión puede estar incluido en un grupo determinado durante un trimestre y pasar al trimestre siguiente a otro grupo, según como haya determinado la SG su política de inversiones.

d - Por el plazo de vencimiento de la Deuda del Estado en que está invertido todo el patrimonio (Fondtesoros).

A raíz de la Orden Ministerial, de 7 de junio de 1990, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en Deuda del Estado, surgieron los denominados

Fondtesoros, que pretendían mejorar la difusión y colocación de los valores del Estado entre el público.

Atendiendo al mencionado criterio y siguiendo a BELTRÁN (1993), podemos diferenciar dos tipos de fondos:

- Fondtesoros FIAMM

Tienen el 95%, como mínimo, de su cartera invertida en Deuda Pública a corto plazo y el 3%, como mínimo, de liquidez.

- Fondtesoros FIM

Tienen el 50%, como mínimo, de su cartera invertida en Bonos y Obligaciones del Estado con un plazo de amortización superior a un año, el 3%, como mínimo, de liquidez y, el resto, en Deuda Pública a corto plazo.

e - Según la denominación de los activos.

- Fondos internacionales denominados en pesetas.

Invierten en valores de renta fija o de renta variable y sus activos están denominados en pesetas; es decir, el valor liquidativo de la participación se expresa en pesetas.

- Fondos internacionales denominados en divisas.

Invierten en valores de renta fija o de renta variable y sus activos están denominados en divisas; es decir, el valor liquidativo de la participación se expresa en divisas.

2.4 - LOS FONDOS FIM Y LOS FONDOS FIAMM: CARACTERÍSTICAS DIFERENCIADORAS

Los fondos de inversión son patrimonios constituidos con las aportaciones realizadas por diversos inversores a los que se les denomina partícipes. Están administrados por una SG que responde de su administración y gestión y existe una entidad depositaria (en adelante ED) que custodia los valores y ejerce funciones de vigilancia y garantía ante los inversores⁶².

En este apartado analizamos algunas de las características básicas de los fondos FIM y FIAMM, dejando el estudio detallado de la política inversora, obligaciones de información y comisiones que cobra cada tipo de fondo para los epígrafes 7, 8 y 9 de este mismo capítulo.

En el Cuadro 2.2 recogemos algunas de las principales diferencias entre los fondos FIM y los fondos FIAMM.

Las diferencias más importantes entre los FIM y los FIAMM hacen referencia a la vocación de cada uno de los fondos. Los FIM se dirigen básicamente a inversores a medio y largo plazo, el vencimiento de sus carteras de valores no tiene límite y la gama de valores que puede integrar la cartera del fondo es muy amplia. En cambio, los FIAMM son más apropiados para individuos con un horizonte de inversión a corto plazo. Además, los activos en los que invierten no pueden tener un plazo de vencimiento medio superior a 18 meses y sólo pueden invertir en valores de renta fija admitidos a negociación en un mercado de valores o que gocen de elevada liquidez.

El patrimonio mínimo que se exige a cada tipo de fondo, y que debe mantenerse mientras el fondo permanezca inscrito, también es diferente. En el caso de los FIM es de 500 millones

⁶² Las características y funciones de la sociedad gestora y de la entidad depositaria de un fondo de inversión se estudian con detalle en el epígrafe 6 de este capítulo.

de pesetas, mientras que los FIAMM requieren un patrimonio mínimo de 1.500 millones de pesetas.

En ambos tipos de fondos, al no existir personalidad jurídica propia, la dirección y administración del fondo corre a cargo de una sociedad gestora que percibe una remuneración por sus servicios.

Cuadro 2.2

CARACTERÍSTICAS DIFERENCIADORAS ENTRE LOS FIM Y LOS FIAMM

Denominación	Fondo de inversión mobiliaria	Fondo de inversión en activos del mercado monetario
Abreviatura exclusiva	FIM	FIAMM
Patrimonio mínimo	500 millones	1.500 millones
Plazo máximo reembolso a partícipe	Tres días hábiles	Un día hábil
Liquidación	Domicilio social o sucursal de la sociedad gestora	Domicilio social o sucursal de la sociedad gestora ¹
Información del depositario al partícipe sobre el estado de posición	Tres meses	Un mes
Valores susceptibles de mantener en cartera	Cualquier instrumento negociable en mercado secundario: acciones, obligaciones, bonos simples convertibles, Deuda del Estado	Valores de renta fija admitidos a negociación o de elevada liquidez: bonos y obligaciones no convertibles, Deuda del Estado,...
Vencimiento medio máximo de la cartera	Sin límite	Dieciocho meses
Vocación del fondo	Largo plazo	Corto plazo

¹ Con posibilidad de disposición del saldo a través de talonario de cheques y tarjeta de crédito.

Fuente: GARCÍA VAQUERO, V., 1991, pág. 15. y elaboración propia.

Las participaciones se suscriben y reembolsan por su precio, siendo éste fijado diariamente como resultado de dividir el patrimonio valorado del fondo por el número de participaciones en circulación, modificado, en su caso, por

los descuentos a favor del fondo y las comisiones de suscripción y reembolso a favor de la gestora que el Reglamento de Gestión del fondo determine. Excepcionalmente, el reembolso de participaciones puede hacerse en títulos valores que formen parte integrante del fondo.

Desde el momento en que el partícipe solicita el reembolso de las participaciones que posee en el fondo, éste debe hacerse efectivo en un plazo máximo de tres días hábiles si se trata de un FIM y de un día hábil si se trata de un FIAMM. En cuanto a la liquidación, la principal diferencia es que en el caso de los FIAMM el partícipe tiene la posibilidad de disponer del saldo a través de un talonario de cheques y tarjetas de crédito. La sociedad gestora sólo le cobrará por este servicio si así está estipulado en el Reglamento de Gestión del fondo.

Otro aspecto que destacamos es la distinta periodicidad en la información que remite la entidad depositaria al partícipe sobre su estado de posición en el fondo. En el caso de los FIM se hace cada tres meses, mientras que si se trata de un FIAMM se realiza mensualmente.

Una vez comentadas algunas de las principales diferencias entre estos dos tipos de fondos, a continuación, describimos las características generales de ambas tipologías.

a - Los fondos de inversión mobiliaria (FIM)

Las inversiones de los FIM, al igual que ocurre en el caso de los FIAMM, deben respetar unos coeficientes que establece al respecto la normativa legal⁶³. Según LÓPEZ PASCUAL (1995), dentro de estos criterios de inversión, en base a su política inversora, cada FIM estructura su cartera

⁶³ Los límites y coeficientes de la política inversora de los fondos de inversión se analizan con detalle en el epígrafe 7 de este capítulo.

de valores, pudiéndose hablar de varias clases de fondos de inversión mobiliaria atendiendo a su vocación inversora:

- FIM de renta fija.

Por la propia naturaleza de los activos en los que invierten, su rentabilidad puede resultar menor que la que se obtiene a través de la renta variable, pero también llevan aparejado un menor riesgo. Su filosofía, por tanto, antepone una mayor seguridad a cambio de una rentabilidad normalmente más modesta, siendo estos fondos aconsejables para inversores bastante conservadores. Generalmente, las rentabilidades que obtienen son algo superiores a las obtenidas en los activos sin riesgo a corto plazo.

El riesgo que les afecta principalmente es el derivado de una posible alza de los tipos de interés a largo. No obstante, dado que invierten exclusivamente en títulos de renta fija, las situaciones adversas en los mercados de renta variable, que no se deriven de alzas en los tipos de interés a largo plazo, no les afectan directamente.

Junto con los FIAMM constituyen la gran mayoría de los fondos del mercado⁴⁴. Los niveles de volatilidad con que nos podemos encontrar en los fondos FIM son muy distintos, pudiéndose comprobar que hay fondos que prácticamente no asumen riesgo e invierten en activos de baja duración, asimilándose casi a los fondos de dinero y, por contra, fondos muy próximos en riesgo a los de renta fija mixta.

Con la inclusión de los productos derivados en sus carteras, se está dando un trasvase de fondos de renta fija a fondos de renta fija mixta, tal como se puede apreciar en los informes de la CNMV dado que, según el criterio de la CNMV, los productos derivados no se consideran renta fija

⁴⁴ Prácticamente en todas las gestoras está presente este tipo de fondos, a diferencia de lo que ocurría hasta hace muy poco tiempo con fondos de otras vocaciones inversoras.

incluso si el subyacente son títulos de Deuda Pública. No obstante, la utilización de los productos derivados como mecanismo de cobertura ofrece la posibilidad de reducir el riesgo de los fondos de renta fija.

- FIM de renta fija mixta.

Pretenden asegurar un nivel satisfactorio de rentabilidad sin perder las oportunidades que pueden obtenerse de las fluctuaciones de la renta variable. Ofrecen la posibilidad de combinar, en un mismo fondo, inversiones en renta fija y renta variable, con predominio de las inversiones en renta fija, consiguiendo con ello una mayor flexibilidad al tomar las decisiones y mantener las ventajas fiscales al no tener que cambiar de fondo.

Los inversores que optan por estos fondos son aquéllos que buscan obtener una rentabilidad mayor a cambio de asumir un poco más de riesgo que con los fondos de renta fija pura. Según LEDESMA y ZAMORA (1995), en cualquier caso, la rentabilidad conseguida por estos fondos en el período (1991-1994) no mejora sustancialmente la conseguida por los fondos de renta fija pura. Este resultado lo atribuyen al mal comportamiento que ha tenido la Bolsa en el período analizado, salvo en 1993, y a que las volatilidades observadas no son elevadas, por lo que se deduce que la gestión realizada ha sido conservadora.

- FIM de renta variable mixta.

Dan mayor prioridad al objetivo de lograr altos niveles de rentabilidad, asumiendo un mayor riesgo, pero sin dejar de aprovechar los beneficios derivados de la renta fija. Sus ventajas son similares a la de los fondos de renta fija mixta. En el futuro se espera que los fondos mixtos ganen terreno a los fondos puros, bien fijos o variables.

- FIM de renta variable.

El patrimonio de los mismos está invertido en acciones, por lo que gozan normalmente de una rentabilidad mayor, aunque sometida al riesgo derivado de las oscilaciones propias de este tipo de activos. A medio y largo plazo son los que ofrecen mayores rentabilidades, siempre y cuando se gestionen adecuadamente. En cualquier caso, cabe matizar que, dado el alto riesgo que asumen, con relativa facilidad se puede incurrir en pérdidas si los mercados presentan condiciones adversas.

En estos fondos, la calidad de la gestión adquiere una especial relevancia porque sus inversiones están condicionadas por todos los factores que influyen en el mercado. Cuando las condiciones del mercado son desfavorables, suelen producirse importantes desinversiones en este tipo de fondos en un intento por parte del partícipe de evitar las futuras pérdidas y, también, para materializar las minusvalías que compensan posibles plusvalías en otros activos.

b - Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)

Los FIAMM son fondos de capitalización e invierten en activos financieros a corto plazo del mercado monetario, es decir, en activos muy líquidos, para así facilitar la liquidez inmediata de las participaciones. Por esta razón se les llama también «fondos de dinero o fondos monetarios». En todo aquello no previsto expresamente se rigen por las normas propias de los FIM.

Siguiendo a CUERVO y otros (1995), entre las principales causas del notable éxito que ha tenido en España este tipo de fondos, destacan el desarrollo del mercado monetario y los altos tipos de interés que, con frecuencia, han alcanzado los activos a corto plazo estos últimos años.

El perfil del partícipe de un FIAMM, al igual que el objetivo del propio fondo, es la inversión a corto plazo. Para este tipo de partícipes prima la liquidez sobre las ventajas fiscales que se derivan de la permanencia en el fondo a medio o largo plazo.

Estos fondos, al invertir en activos de elevada liquidez, son más apropiados que los FIM para momentos de incertidumbre y para coyunturas en las que los tipos de interés a corto plazo son más elevados que los tipos de interés a largo plazo. Los FIAMM, también son especialmente apropiados para los profesionales y para las pequeñas y medianas empresas que tengan puntas de tesorería periódicas o esporádicas, que necesiten mantener importes relativamente grandes en un grado de liquidez total y que dispongan de fondos para utilizar dentro de un plazo corto.

Según LEDESMA y ZAMORA (1995), constituyen el refugio del denominado «dinero miedoso» de los inversores, particularmente en momentos de alta incertidumbre o inestabilidad en los mercados, ya que su nivel de riesgo es prácticamente nulo.

La corta duración de sus carteras es la que determina la escasa volatilidad que presentan estos fondos. Además, una buena parte de la cartera se periodifica (si el período de maduración es inferior a 6 meses; si no, se atiende a la cotización y si no cotizan se valoran por la TIR más un diferencial) y otra parte muy inferior, se efectúa en el día a día, con escasas variaciones. Por tanto, dado que la volatilidad no es un factor determinante a la hora de seleccionar un FIAMM, al evaluar este tipo de fondos debe atenderse casi exclusivamente a su rentabilidad.

2.5 - REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El nacimiento de un fondo de inversión depende básicamente de la evolución del mercado y de la iniciativa de la SG que, una vez detectada un área de demanda y siempre bajo la supervisión del Ministerio de Economía y Hacienda y la CNMV, es la que inicia el proceso legal para ofrecer al público un determinado fondo de inversión.

Los factores determinantes para crear un fondo son: la demanda existente en el mercado, la estrategia de inversión de la SG, la apertura a nuevos mercados y las posibilidades que ofrecen los cambios que se van produciendo en la normativa.

Para su constitución y comercialización deben superarse distintas fases:

1 - Autorización previa del proyecto de constitución por el Ministerio de Economía y Hacienda mediante la solicitud presentada a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, previo informe favorable de la CNMV. Esta solicitud deberá resolverse en un período de 12 meses desde su recepción y sólo puede denegarse por incumplimiento de la legislación vigente en materia de IIC.

2 - Constitución del fondo, una vez aprobado el proyecto. Los fondos se constituyen por la efectiva puesta en común de los bienes que integran su patrimonio y se formaliza en escritura pública otorgada por la SG y la ED que se inscribirá en el Registro Mercantil.

La escritura pública deberá contener: la denominación del fondo, el objeto social, circunscrito obligatoriamente a las actividades citadas en el artículo 2 del RIIC, el patrimonio del fondo, el nombre y el domicilio de la SG y de la ED y los datos de inscripción en los correspondientes registros, así

como el Reglamento de Gestión del fondo que constituye el conjunto de normas que regirán el fondo de acuerdo con la legislación vigente en cada momento.

El Reglamento de Gestión debe contener:

- la duración del fondo, que puede ser ilimitada;
- normas para la dirección, administración y representación del fondo;
- planes especiales de inversión;
- el método para la suscripción y reembolso de participaciones y su valor inicial en la constitución del fondo;
- las características de los certificados y de las anotaciones representativas de las participaciones;
- los límites para las comisiones de suscripción y reembolso;
- la forma de calcular las comisiones de gestión y de depósito que cobra la entidad;
- los criterios para realizar la distribución de resultados;
- la forma y el plazo para el pago efectivo a los partícipes de los beneficios distribuidos;
- los requisitos para la modificación del Reglamento y para la conversión del fondo en sociedad;
- las causas de disolución del fondo y las normas para su liquidación;
- el criterio de designación de los auditores;
- derechos especiales de información sobre los estados financieros del fondo y la SG que se reconozcan a los partícipes⁶⁵.

⁶⁵ El contenido de la escritura pública y del Reglamento de Gestión del fondo puede verse en los artículos 34 y 35 del RIIC.

3 - Inscripción en el registro de la CNMV que corresponda a la institución en concreto⁶⁶, una vez inscritas la escrituras públicas con su respectivos Reglamentos en el Registro Mercantil.

La CNMV lleva los siguientes registros relacionados con las IIC: de SIMCF, de SIMCAV, de FIM, de FIAMM, de sociedades gestoras de IIC, de entidades depositarias de IIC, de otras IIC, de sociedades gestoras de carteras, de participaciones significativas, un registro de folletos, informes trimestrales, memorias anuales y auditorías y, por último, un registro de IIC extranjeras comercializadas en España.

Las sociedades gestoras de IIC adquieren tal carácter mediante la autorización de su proyecto de constitución por la CNMV e inscripción en el correspondiente registro de ésta. Del mismo modo, las entidades depositarias de IIC adquieren tal condición mediante la autorización de la CNMV y la inscripción en su registro. Tanto la autorización como su conservación exigen el cumplimiento de la normativa vigente. Además, se requiere una probada experiencia y profesionalidad en los mercados financieros de los miembros del Consejo de Administración, Directores Generales y asimilados y una reconocida honorabilidad comercial y profesional⁶⁷.

2.6 - ELEMENTOS FUNDAMENTALES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN: CARACTERÍSTICAS Y FUNCIONES

Como acabamos de ver en el epígrafe anterior, un fondo de inversión debe constituirse mediante escritura pública que otorga la SG y la ED, que actúan como promotores del fondo, con la aportación efectiva de los bienes que integren el

⁶⁶ Las tasas por la inscripción de la sociedad son del 0,5 por mil del patrimonio y por el registro del folleto del fondo del 0,35 por mil.

⁶⁷ Artículo 9.2 del RIIC.

patrimonio, además de otros requisitos establecidos en el RIIC.

De la propia definición legal se deducen los elementos fundamentales que intervienen en la constitución y posterior desarrollo de un fondo de inversión: la sociedad gestora, la entidad depositaria, los partícipes y, en ocasiones, también se habla de la figura del comercializador de fondos.

Entre estos elementos existen una serie de relaciones, destacando, por un lado, las que se dan entre los partícipes y la SG y, por otro lado, la vinculación de carácter institucional entre la SG y la ED. La misión principal de estas dos entidades es la autotutela, el control y la vigilancia de la una con respecto a la otra para garantizar la transparencia y seguridad de los partícipes.

A continuación, describimos las principales características y funciones de cada uno de estos elementos, posponiendo para posteriores epígrafes el estudio de la política inversora del fondo, función que corresponde a la SG, y el análisis de las comisiones aplicadas.

2.6.1 - La sociedad gestora

Es una sociedad anónima cuyo objeto social exclusivo es la administración y representación de IIC. La SG, en el momento de la inscripción en el registro de la CNMV, debe tener un capital mínimo de 50 millones de pesetas íntegramente desembolsado, y sus recursos propios deberán incrementarse en una proporción del 5 por mil del valor efectivo del patrimonio administrado, en tanto éste no exceda de 10.000 millones de pesetas, y del 3 por mil, en lo que exceda de la cuantía señalada⁶⁸.

⁶⁸ Para un mayor detalle de los requisitos básicos que deben reunir las SG, véase el artículo 53 del RIIC.

El artículo 54 del RIIC establece las funciones de la SG, entre las que destacamos las siguientes⁶⁹:

- Redactar el Reglamento de Gestión del fondo y otorgar, junto con la ED, la escritura pública de constitución. También deben otorgar las escrituras de modificación o liquidación.

- Ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en exclusivo beneficio de los partícipes.

- Determinar diariamente el valor de las participaciones del fondo de acuerdo con los criterios de cálculo que vienen establecidos por Ley.

- Emitir, junto con la ED, los certificados representativos de las participaciones en el fondo.

- Llevar la contabilidad del fondo al día y efectuar la rendición de cuentas en la forma prevista legalmente.

- Seleccionar los valores que deben integrar la cartera, de acuerdo con la política inversora del fondo establecida en su Reglamento de Gestión, y ordenar a la ED la compra y venta de dichos valores.

- Autorizar el reembolso de las participaciones, comunicando su valor a la ED.

- Elaborar anualmente una memoria explicativa del ejercicio y un informe trimestral que actualice el contenido de dicha memoria.

En cuanto a las obligaciones de la SG, además de las relativas a información, publicidad y política de inversiones,

⁶⁹ En MASCAREÑAS, J. y LÓPEZ PASCUAL, J., 1996, págs. 107-111, se aborda de forma más amplia el estudio de las características y funciones de los elementos de los fondos de inversión.

tratadas aparte, destacamos que, junto a la ED, decide sobre la distribución de los resultados del fondo, que se calculan como la diferencia entre el total de rendimientos obtenidos por éste y la comisión de gestión y demás gastos previstos en el Reglamento del fondo⁷⁰.

2.6.2 - La entidad depositaria

Las SG están obligadas a elegir como ED de los diferentes valores que forman su cartera bien un banco, una caja de ahorros, una caja postal, una cooperativa de crédito o una sociedad o agencia de valores. Cada IIC sólo tendrá un depositario que, normalmente, es un banco o una caja de ahorros. En cualquier caso, la tesorería del fondo debe estar depositada en una ED.

Ninguna entidad podrá ser depositaria de fondos de inversión gestionados por una sociedad perteneciente al mismo grupo, salvo cuando se cumplan las siguientes normas de separación: a) inexistencia de consejeros o administradores comunes, b) dirección efectiva de la SG por personas independientes de la ED, c) que en la cartera del fondo los valores emitidos por la ED no superen el 1% del activo del fondo y d) que la SG y la ED tengan domicilios diferentes y exista separación física de las oficinas de ambos⁷¹.

La Orden Ministerial de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas de IIC, en sus apartados 1 a 5, trata de reforzar las funciones y obligaciones de los depositarios y aumentar el control de las gestoras de los fondos. Concede más atribuciones a los depositarios, que tendrán que solicitar información semanal

⁷⁰ Por ejemplo, los gastos de auditoría y custodia.

⁷¹ Artículo 55.2 del RIIC.

a las gestoras y comprobar que las operaciones realizadas se ajustan a la legislación vigente, supervisar que se cumplan los coeficientes y controlar el cálculo realizado para obtener el valor liquidativo, debiendo comunicar a la CNMV cualquier anomalía que detecten en la gestión.

Destaca la inhabilitación de las gestoras para tramitar la suscripción o reembolso de sus participaciones. Así, la suscripción deberá realizarse mediante cheque nominativo librado a favor del fondo o transferencia bancaria a favor del mismo. El reembolso será efectuado por el depositario de forma que la gestora sólo ordena ese reembolso, pero no dispone directamente de los saldos de las cuentas de los fondos que administra.

Dentro de las funciones de la entidad depositaria⁷², destacamos las siguientes:

- Junto con la SG, redacta el Reglamento de Gestión, otorga la escritura pública de constitución, modificación o liquidación y emite los certificados representativos de las participaciones.

- Asume ante los partícipes la función de vigilar y supervisar la gestión realizada por la SG, comunicando obligatoriamente a la CNMV cualquier anomalía detectada en la gestión.

- Recaba mensualmente de la SG la información necesaria para desempeñar correctamente sus funciones de supervisión y vigilancia y comprobar la calidad y suficiencia de la información, documentación y publicidad remitida por la SG a la CNMV.

⁷² Véase el artículo 56 del RIIC y, para un mayor desarrollo, la Orden de 30 de julio de 1992 sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, donde se precisan y refuerzan las funciones y obligaciones de los depositarios de los fondos de inversión, destacando su cualidad de supervisores de la actuación de las sociedades gestoras.

- Realiza el seguimiento de las operaciones realizadas por la SG, comprobando que han sido hechas en régimen de mercado y vigilando las operaciones bursátiles especiales.

- Supervisa los criterios, fórmulas y procedimientos que la SG utiliza para calcular el valor liquidativo de las participaciones.

- Cumplimenta las suscripciones de participaciones, cobrando el importe correspondiente y abonándolo en la cuenta del fondo. La comisión de suscripción prevista, cuando exista, la abonará en la cuenta que la SG tenga en la ED.

- Satisface, por cuenta del fondo, los reembolsos de participaciones ordenados por la SG, cuyo importe neto adeudará en la cuenta del fondo. La comisión de reembolso prevista, cuando exista, la abonará en la cuenta que la SG tenga en la ED.

- Realiza, por cuenta del fondo, las operaciones de compra y venta de valores y cobra los intereses y dividendos devengados por los mismos.

- Recibe los valores del fondo y los constituye en depósito, garantizando su custodia y expidiendo los resguardos justificativos, y recibe y custodia los activos líquidos del fondo.

Las SG y las ED deben actuar en interés de los partícipes en las inversiones y patrimonios que administran y custodian y responden frente a éstos de cualquier perjuicio que les cause el incumplimiento de sus respectivas obligaciones. Además, la SG y la ED están obligadas a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes.

El patrimonio del fondo no responderá de las deudas de la SG, de la ED o de los partícipes. Los acreedores del fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio

personal de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus aportaciones.

2.6.3 - Los partícipes

Son los copropietarios del fondo, pues son los que realizan las aportaciones al mismo y, por tanto, sin ellos no existiría éste. Pueden ser tanto personas físicas como jurídicas que, con sus aportaciones, adquieren un derecho de propiedad del fondo y participan de los resultados en proporción a su aportación respecto del patrimonio total del fondo.

2.6.4 - El comercializador de fondos de inversión

Su objeto es la promoción y venta de fondos a través de su red de sucursales y agencias. Siguiendo a MASCAREÑAS y LÓPEZ PASCUAL (1996), intenta aumentar las ventas de participaciones del fondo mediante una entidad muy implantada geográficamente que pueda canalizar extensivamente la demanda de fondos que pudiera existir. Generalmente, se trata de un banco o caja de ahorros con una amplia red de oficinas por toda España, donde se ofrecen los fondos de inversión junto con otros productos financieros.

Con la reciente reforma fiscal, al resultar más fácil el cambio de fondo, las estrategias de comercialización adquieren una nueva dimensión, requiriéndose un trato y asesoramiento personalizado al cliente y el ofrecimiento de servicios asociados a los fondos.

Según LÓPEZ PASCUAL (1995), el comercializador facilita al partícipe toda la documentación previa a la que tiene derecho y se hace responsable de identificar a los partícipes y de aplicar el régimen de suscripciones y reembolsos previsto por la SG y la ED en el Reglamento de Gestión del fondo.

2.7 - LA POLÍTICA DE INVERSIONES: LÍMITES Y COEFICIENTES

Una vez constituido el fondo, éste tiene que cumplir unos requisitos legales a la hora de efectuar sus inversiones y en cuanto a su funcionamiento en general. La Administración, a través de la CNMV, establece unos controles fundamentados principalmente en la protección del inversor⁷³.

La SG establece la política inversora del fondo respetando siempre los límites establecidos en la legislación vigente sobre IIC y, en concreto, sobre fondos de inversión.

En cualquier caso, siguiendo a BELTRÁN (1993), entre otros, el objetivo fundamental de la SG debe ser la preservación del patrimonio del fondo, la liquidez, la seguridad y la rentabilidad de las inversiones realizadas, mediante una adecuada selección de valores y una apropiada diversificación de riesgos. El Reglamento de Gestión del fondo recoge expresamente, aunque no de manera muy detallada⁷⁴, la política inversora de la SG.

2.7.1 - Régimen general

En el artículo 4 del RIIC se establecen las normas generales, comunes a todas las IIC, relativas a las inversiones que pueden realizarse.

⁷³ «Hay que tener en cuenta que se trata de unas instituciones que captan fondos pertenecientes al público en general, con el fin de gestionarlos, y que, ..., es necesario tomar unas medidas de control con respecto a la seguridad de las inversiones realizadas y la solvencia de tales instituciones», GENEROSO, M.F. y otros, 1992, pág. 37.

⁷⁴ Esto permite a la SG disponer de una mayor libertad y flexibilidad para acometer las diferentes inversiones, pero el partícipe controla menos la duración de sus inversiones en el fondo. De hecho, hay fondos que de acuerdo a su vocación inversora son FIM, pero actúan como FIAMM.

Ninguna IIC puede tener invertido más de un 5% de su activo en valores emitidos por otras IIC. Se prohíbe además la inversión en dichos valores cuando el emisor sea una IIC perteneciente al mismo grupo que la institución inversora o esté gestionada por una entidad en la que concurra la misma circunstancia.

Por otra parte, ninguna institución puede tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad más del 5% de su activo. Este límite se amplía al 10%, siempre que el total de las inversiones de la institución en valores en los que se supere el 5% no exceda del 40% del activo de la misma.

Cuando se trata de valores emitidos o avalados por el Estado, Comunidades Autónomas u Organismos internacionales de los que España sea miembro, el porcentaje límite de inversión queda fijado en el 35% del activo de la institución. Si se desea superar este límite, en el folleto y en toda publicación de promoción deberá hacerse constar los emisores en cuyos valores se tiene la intención de invertir o se tiene invertido más de ese 35% señalado.

Si la inversión se diversifica en, al menos, seis emisiones diferentes, sin que los valores de una misma emisión puedan exceder del 30% del activo de la institución, quedan autorizadas a invertir hasta el 100% de su activo.

Ninguna institución puede tener invertido en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo más del 15% del activo de la institución.

Todos los porcentajes señalados anteriormente se medirán tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los valores en cuestión.

Una misma institución no puede invertir en valores emitidos o avalados por una misma entidad por encima del 5% de los valores en circulación de esta última. Además, la suma

de las inversiones de las SIM pertenecientes a un mismo grupo, y de los fondos de inversión gestionados por sociedades en las que se dé la misma circunstancia, no podrá rebasar el 15% de los valores en circulación de una determinada entidad. Estos porcentajes se medirán tomando como referencia los valores nominales.

Cuando una IIC supere los límites comentados anteriormente, para que no se considere infracción tiene que proceder a su regularización en el plazo de un año, contado desde el momento en que se produjo el exceso y, además, éste debe haber sido motivado por unas determinadas circunstancias⁷⁵.

Si el exceso supera los límites en más de un 35% de los mismos, la IIC debe reducir ese exceso a un porcentaje inferior al 35% en el plazo de 6 meses desde que se produzca dicho exceso.

2.7.2 - Coeficientes de inversión y liquidez específicos de los fondos

Como ya hemos comentado anteriormente, una de las funciones de la SG consiste en seleccionar las inversiones a realizar, de acuerdo con la política inversora del fondo establecida en su Reglamento de Gestión, y ordenar a la ED la compra y venta de dichos valores.

Los FIM deben tener, al menos, el 80% de su activo⁷⁶ invertido en:

⁷⁵ Artículo 4 del RIIC.

⁷⁶ Calculado éste como el porcentaje promedio mensual de los saldos diarios del activo del fondo.

- Valores admitidos a negociación en una Bolsa española.
- Valores representativos de la Deuda del Estado y otros valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
- Otros valores negociados en un mercado español organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público
- Valores respecto a los cuales esté solicitada la admisión a negociación en alguno de los mercados mencionados en los puntos anteriores⁷⁷.

Los valores admitidos a negociación en Bolsas radicadas en Estados miembros de la OCDE, o que se negocien en los mercados oficiales de Deuda Pública de tales Estados, se asimilarán a los admitidos en Bolsas de valores españolas y a los negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, respectivamente.

Según el artículo 21 del RDL 7/1996, de 7 de junio, que modifica el artículo 10.2 de la Ley 46/84, el activo del fondo no sujeto al coeficiente de liquidez estará invertido en bienes, valores o derechos adecuados al cumplimiento del fin propio de estas instituciones y podrá comprender activos no cotizados, siempre que ello figure en los Estatutos y/o Reglamentos y en el folleto informativo de la institución. Por otra parte, se añade la posibilidad de utilizar instrumentos financieros derivados que den cobertura al riesgo de los valores que integren el patrimonio.

El coeficiente mínimo de liquidez es del 3%, referido éste al promedio mensual de saldos diarios del activo de la institución y deberá materializarse en efectivo, en depósitos o en cuentas a la vista en la ED. El Ministerio de Economía y Hacienda y la CNMV, en función de la evolución de las suscripciones y reembolsos de las participaciones de los fondos, pueden incrementar este coeficiente hasta un límite

⁷⁷ Para más detalle, véase el artículo 17 del RIIC.

máximo del 10% y, también, pueden cambiar el procedimiento para el cálculo de los coeficientes.

El resto de recursos no invertidos en los valores anteriores puede invertirse en valores que gocen de especial liquidez.

La SG dispone de un plazo de tres meses para efectuar la inversión de las aportaciones dinerarias obtenidas con motivo de la constitución del fondo.

En cuanto a los FIAMM, al operar con activos financieros a corto plazo, dotan de una mayor liquidez a las participaciones. En este tipo de fondos, un porcentaje promedio mensual de los saldos diarios del activo del fondo no inferior al 90% deberá estar invertido en valores de renta fija admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otros valores con vencimiento a corto plazo que gocen de elevada liquidez⁷⁸. Por otra parte, el coeficiente mínimo de liquidez es del 3% de su activo y presenta las mismas peculiaridades que en el caso de los FIM.

En cualquier caso, no podrán invertir más de un 40% de su activo en valores de renta fija que no gocen de elevada liquidez, pudiendo el Ministerio de Economía y Hacienda modificar este porcentaje. Tampoco pueden adquirir acciones u obligaciones convertibles en acciones.

2.7.3 - Operaciones con instrumentos derivados

El artículo 17.2 del RIIC autoriza a los fondos de inversión a operar en los mercados de futuros y opciones

⁷⁸ Según Orden Ministerial de 31 de julio de 1991, sobre valores de elevada liquidez, para que un valor sea de elevada liquidez tiene que estar admitido y ser negociado en un mercado secundario organizado, ser prontamente realizable y tener un plazo de vencimiento o remanente de amortización igual o inferior a 18 meses.

financieros, respetando los límites que fije el Ministerio de Economía y Hacienda, sobre todo, respecto a las operaciones cuya finalidad no sea la estricta cobertura de riesgos. Posteriormente, la Orden ministerial de 6 de julio de 1992, sobre operaciones de las IIC en futuros y opciones financieras, desarrolla el RIIC y establece dichas limitaciones así como el régimen de supervisión y publicidad al que deberán someterse estas operaciones.

En concreto, los fondos de inversión pueden realizar operaciones con futuros y opciones, compra de warrants y compraventas a plazo de Deuda Pública en anotaciones en las que la contrapartida sea una SG con capacidad plena.

Se establecen dos cautelas para proteger a los partícipes: por una parte, únicamente se permite la utilización de instrumentos derivados negociados en mercados organizados, y por otra, se prohíbe rebasar ciertos límites, en función del activo subyacente, calculados de modo que, en ningún momento, el fondo pueda incurrir en compromisos por encima de su activo.

Las magnitudes de referencia, en cada caso, son:

- Para futuros y opciones, la suma del importe de los depósitos de garantía exigidos y de las primas netas pagadas por dichas operaciones.

- Para compraventas a plazo de Deuda Pública en anotaciones, el doble del importe de la suma de la garantía exigida más la diferencia en valor absoluto entre el precio diario de contado del activo subyacente y el precio pactado en el contrato.

- Para compras de warrants, el doble del importe de las primas pagadas.

El importe de esas magnitudes de referencia no puede superar los siguientes límites⁷⁹:

a - Para la suma de futuros, opciones y compra de warrants, todos ellos sobre valores o índices de renta variable, el 16% del activo diario de la institución.

b - Para la suma de compraventas a plazo en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, futuros, opciones y compras de warrants, estos tres últimos sobre valores o índices de renta fija, el 4% del activo diario de la institución.

c - El límite global máximo para la suma de las operaciones mencionadas en los apartados a) y b) será el 16% del activo diario de la institución.

d - Para futuros y opciones sobre divisas, el 4% de la parte del activo diario de la institución que esté invertido en la divisa en cuestión.

Si se superan estos límites, la institución debe remitir a la CNMV un estado de posición del riesgo de los activos en tal fecha. La superación de los límites fijados puede constituir infracción, salvo que quede acreditado que dicha superación no supone un aumento del riesgo preexistente en el activo.

Por otra parte, los depósitos de garantía y demás importes líquidos afectos a la realización de estas operaciones no se computan dentro del coeficiente de liquidez exigido a los fondos de inversión.

Las SG deben remitir periódicamente a la CNMV una información detallada de estas operaciones ajustada a los modelos establecidos por la CNMV, reflejando, en las que sean

⁷⁹ Ver apartado primero, puntos 2 y 3, de la Orden de 6 de julio de 1992, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva en futuros y opciones financieros.

de cobertura, el riesgo cubierto y los resultados obtenidos, y, en las que no sean de cobertura, como mínimo, las posiciones abiertas, los importes de las primas ingresadas o satisfechas y los beneficios o pérdidas materializadas o latentes. Por otra parte, en el informe trimestral y en la memoria anual de la institución se debe incluir una amplia información sobre estas operaciones.

Por último, para mantener informados a los partícipes, las SG, en el folleto informativo de la institución, dentro de los criterios de inversión, tienen que hacer referencia a su política de utilización de instrumentos derivados, matizando la finalidad, el tipo de operaciones y los límites máximos de riesgos que la institución está dispuesta a asumir en estos mercados.

2.8 - OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Dado que las SG administran y gestionan el patrimonio de los fondos, responden ante los partícipes de la buena marcha del mismo y tienen una serie de obligaciones, destacando entre ellas, las relativas a la información que deben proporcionar.

Para analizar el contenido de estas obligaciones distinguimos, por un lado, las referentes a presentación de documentos ante la CNMV y otros organismos oficiales y, por otro, las relativas a la remisión periódica de información a los partícipes de los fondos. En un tercer subapartado tratamos la publicidad de las participaciones significativas.

2.8.1 - Presentación de documentos ante la CNMV y otros organismos oficiales

Según el artículo 10 del RIIC, las IIC, o en su caso la correspondiente SG, deben elaborar los siguientes documentos

en relación al cumplimiento de sus obligaciones de información⁸⁰:

- Al tiempo de su inscripción en el registro administrativo, un folleto explicativo, con el Reglamento de la correspondiente IIC, que será registrado por la CNMV.

- Con carácter anual, la Memoria explicativa del ejercicio.

- Durante el mes siguiente a cada trimestre natural, un informe para actualizar el contenido de la memoria anual, particularmente, el relativo al activo de la institución, su financiación, ingresos y costes durante el período.

Asimismo, las SG deben notificar a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de valores, diariamente, para su publicación en el Boletín de Cotización, información referente al valor liquidativo de la participación, el patrimonio neto del fondo y el número de partícipes de éste. Además, también comunican el valor liquidativo de la participación a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en el caso de los Fondtesoros, a las Centrales de Valores de las entidades colaboradoras y a medios de información general y económica.

Las SG tienen la obligación de informar periódicamente al Ministerio de Economía y Hacienda sobre la identidad de los partícipes así como de las suscripciones y reembolsos realizados. También, se les suele exigir información detallada sobre las operaciones realizadas por los partícipes y copartícipes durante el ejercicio, indicando nombre y apellidos, número de identificación fiscal, domicilio, detalle de las operaciones realizadas por el partícipe, saldo máximo

⁸⁰ El contenido y modelo a que deben ajustarse los mismos corresponde determinarlo al Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV.

en el ejercicio y fecha en que se alcanzó e importe total de las participaciones a 31 de diciembre.

Mediante su comunicación a la CNMV, notificación y publicación en el Boletín de Cotización de la Bolsa radicada en la sede social de la institución e inclusión en el informe trimestral inmediato, las SG deben informar sobre cualquier hecho que pueda afectar a la evolución normal del fondo⁸¹.

En cuanto a la información contable, dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio, la SG debe remitir a la CNMV los siguientes documentos contables, junto con el informe de la auditoría: el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa, referidos todos ellos al último ejercicio del fondo. Además, también enviará esta información a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Las SG remitirán a la CNMV sus cuentas anuales y el informe de gestión, acompañadas de los correspondientes informes de auditoría dentro de los quince días siguientes a su aprobación por la Junta General de accionistas. Esta información también será comunicada a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

En la norma 1ª de la Circular 1/1994, de la CNMV, se establecen los plazos de presentación del folleto actualizado anualmente de las IIC, así como de la obligación de actualizar los folletos correspondientes a los fondos de inversión cuando se produzca cualquiera de los supuestos contemplados en el artículo 35.2 del RIIC que dan derecho al reembolso gratuito de las participaciones.

Cuando la actualización se deba a la modificación del Reglamento de Gestión del fondo, el folleto explicativo actualizado deberá presentarse en la CNMV al tiempo que se

⁸¹ En el artículo 10.4 del RIIC figuran los hechos que se consideran relevantes.

solicite la inscripción de la citada modificación del Reglamento de Gestión en el registro administrativo correspondiente, y, en el resto de supuestos, en el plazo de un mes desde la entrada en vigor de la decisión que motivó la aplicación de lo dispuesto en el citado artículo.

En la Norma 2ª de la citada Circular, se dispone la forma en que ha de llevarse a cabo la actualización, contemplando la posibilidad de actualizar únicamente los capítulos del folleto que resulten modificados.

2.8.2 - Información periódica remitida al partícipe

La información que reciben periódicamente los partícipes de un fondo de inversión constituye el único elemento material de conocimiento del que pueden disponer para dirigir o no su inversión hacia un fondo determinado, además, claro está, del seguimiento diario en la prensa económica²².

Siguiendo a GARCÍA CALLE (1993), y basándonos en la legislación vigente, distinguimos entre la información que debe recibir con anterioridad a la suscripción y aquella que percibirá una vez suscrito el fondo.

a - Antes de la suscripción, la SG debe entregar al partícipe un ejemplar del folleto donde se explican las características del fondo, sus estatutos, el Reglamento de Gestión, la última memoria anual y el último informe trimestral publicado sobre la evolución del fondo.

b - Después de la suscripción, el partícipe recibirá, hasta que pierda tal condición, por correo, de forma gratuita y en el domicilio por él indicado, la siguiente información:

²² El número de informes que se suministra en España es superior al del resto de países europeos y Estados Unidos.

b.1 - Mensualmente en el caso de los FIAMM y trimestralmente en el caso de los FIM, el estado de posición en el fondo con el valor actualizado de sus participaciones y con el detalle de las operaciones practicadas en dicho período. No obstante, si no existen movimientos en ese período se puede posponer el envío de esa información al período siguiente, siendo obligatoria la remisión del estado de posición del partícipe al final del ejercicio.

Además, la SG puede utilizar resguardos, con carácter de documento de gestión, para informar a los partícipes de su posición en el fondo después de cada una de sus operaciones.

La Orden de 30 de julio de 1992, en su apartado octavo, regula el contenido mínimo en cuanto instrumento que sirve para informar al partícipe de su posición inversora y comunicar a la CNMV las participaciones significativas.

La información que deberá contener, como mínimo, el estado de posición en el fondo será la siguiente: fecha de la operación, identidad del fondo, de la SG y de la ED, nombre del partícipe, número de participaciones suscritas o reembolsadas, valor liquidativo de las participaciones, importe bruto y neto de las operaciones, comisión percibida por la SG, saldo de participaciones y valor efectivo y porcentaje que representan sobre el patrimonio total de la institución.

b.2 - Trimestralmente, información sobre la evolución del fondo.

La Circular 1/1991, de 23 de enero, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales de las IIC a sus socios y partícipes y la Circular 4/1993, de 29 de diciembre, de la CNMV, que corrige y amplía el contenido de los informes trimestrales que las instituciones deben enviar a sus partícipes, regulan el contenido de la información y los modelos a que deberán ajustarse las obligaciones de

información de las IIC. También se establecen reglas homogéneas para el cálculo de las rentabilidades obtenidas por cada institución.

Las SG elaborarán un informe trimestral sobre cada fondo que gestionen³ y lo remitirán, durante el mes siguiente a la conclusión de cada trimestre natural, al partícipe y a la CNMV para su inscripción en el correspondiente registro administrativo. Dicho informe deberá contener, como mínimo, la información relacionada en el anexo 1 de la citada Circular que tiene el carácter de índice de la información que se debe incluir, siendo libre la forma de presentación.

Según la norma 2^a.2 de la Circular 4/1993, de 29 de diciembre, de la CNMV, junto con la información reservada correspondiente a cada trimestre natural, las SG remitirán en el mismo soporte informático, pero con separación, los datos que, figurando en la información reservada, deban figurar en los informes trimestrales públicos remitidos a los partícipes. Cuando dicha información no coincida con la remitida al partícipe, la SG debe comunicar a la CNMV las modificaciones pertinentes a los estados reservados señalando las causas que justifican tales modificaciones.

El contenido mínimo de este informe constará de la identificación del fondo, datos económicos, tanto generales como en relación a la composición de la cartera al cierre del trimestre, el informe de gestión y los hechos relevantes, tales como participaciones significativas existentes, indicando persona física o jurídica que las poseen y porcentaje que cada una de ellas representa sobre el total del patrimonio del fondo, tipo de relación entre la SG y la ED, operaciones de adquisición o venta de valores en los que el depositario haya sido vendedor o comprador respectivamente y,

³ Según la Circular 4/1993, de 29 de diciembre, de la CNMV, cuando administren más de un fondo, pueden recoger los informes de todos ellos en una sola publicación.

en general, cualquier acontecimiento, desde el último informe trimestral, que pueda incidir en la evolución del fondo.

El informe de gestión debe reflejar, de forma clara, la evolución reciente del fondo y sus causas y debe incluir los siguientes aspectos: visión de la SG sobre la situación de los mercados, riesgos potenciales en función de las expectativas de los mercados, explicación de la política inversora seguida y su reflejo en los resultados obtenidos, justificación de los criterios utilizados en la valoración de la renta fija, remuneración obtenida por la liquidez mantenida por el fondo y explicación razonada sobre la superación de los límites de inversión establecidos en el RIIC.

b.3 - Anualmente, la memoria explicativa sobre la evolución del fondo durante el último ejercicio, así como un resumen de todas las operaciones realizadas, para el cumplimiento de las obligaciones fiscales.

2.8.3 - Participaciones significativas: publicidad y consecuencias de su incumplimiento.

Cuando un partícipe adquiere o transmite participaciones de un fondo de inversión, de forma directa o indirecta, debe comunicar dicha operación siempre que el porcentaje de patrimonio que quede en su poder sea superior al 20% del patrimonio del fondo.

Según el artículo 6.2 del RIIC, la SG remitirá a la CNMV el estado de posición de los partícipes del fondo que alcancen o superen el 20% de su patrimonio, recogiendo los datos referentes a las operaciones producidas. Dichos datos deben incluirse en los informes trimestrales que se suministran a la CNMV. La remisión de esta información deberá coincidir con el día de envío al partícipe de que se trate.

Esta información, ajustada al contenido y modelos exigidos por la CNMV, queda incluida en un registro especial de libre acceso al público. El incumplimiento de esta obligación constituye infracción grave y da lugar a la imposición de una sanción.

2.9 - LAS COMISIONES

Las comisiones que cobra un fondo de inversión constituye uno de los principales elementos en los que debe fijarse un inversor a la hora de decantarse por un fondo determinado, ya que nos podemos encontrar con fondos de similares características (riesgo, política inversora, patrimonio, etc.), pero que presentan diferencias en cuanto a las comisiones que cobran por determinados conceptos.

La legislación vigente contempla de forma específica cuatro tipos de comisiones⁴⁴, para las que establece unos límites máximos según se trate de un FIM o de un FIAMM. Para su estudio podemos establecer la siguiente distinción:

- Las soportadas directamente por el fondo.

Se aplican de forma generalizada y representan el mayor gasto que incide sobre la rentabilidad del partícipe, afectando directamente al valor liquidativo de la participación. En concreto, tenemos las siguientes:

a - La comisión de gestión: La percibe la SG como remuneración a los servicios prestados en concepto de gastos de gestión, administración y comercialización. Los límites máximos de dicha comisión se fijan en el Reglamento de Gestión del fondo en función de su patrimonio, de sus rendimientos o de ambas variables. Habitualmente se establece exclusivamente

⁴⁴ Tratadas en el artículo 45 del RIIC.

sobre el patrimonio gestionado⁸⁵ y su cuantía inicial, así como las sucesivas modificaciones, deben hacerse públicas en la forma prevista en el artículo 10.1,c) del RIIC.

Esta comisión se aplica con carácter general a todos los partícipes, salvo en el caso de los planes especiales de inversión ofrecidos a éstos, en los cuales debe especificarse la cuantía de las comisiones a pagar por los suscriptores de los planes⁸⁶.

GONZÁLEZ MOSQUERA (1995), en su estudio sobre la cuantía de la comisión de gestión calculada sobre el patrimonio, aplicada por los distintos tipos de fondos, concluye que, a 31 de diciembre de 1994, la mayoría de fondos, el 38% de los FIM y el 53% de los FIAMM⁸⁷, se concentran en el intervalo [1,5%, 1,9%]. Además, un 36% de los FIM cobra una comisión superior y, en concreto, el 17% aplica la comisión máxima autorizada. Por tipos de fondos, aquéllos con una mayor parte de su cartera invertida en renta variable son los que cobran mayores comisiones. Casi la mitad de los FIM de renta variable aplican el 2,5% de comisión sobre el patrimonio, que es el máximo permitido legalmente.

La comisión de gestión, en ningún caso puede superar los siguientes límites:

- Para los FIM, si se aplica en función del patrimonio, el 2,5% anual de éste; si se calcula en función de los resultados, el 20% anual de éstos y, finalmente, si para su cálculo se tienen en cuenta ambas variables, el 1,5% anual del patrimonio y el 10% anual de los resultados. Se autoriza al

⁸⁵ En España, a 31 de junio de 1996, únicamente 14 fondos cobran comisiones en función de los resultados. Fuente: CNMV.

⁸⁶ Artículo 35.1 f) del RIIC.

⁸⁷ Más de la mitad de los FIAMM aplica la máxima comisión de gestión que la normativa les permite, el 1,5% sobre el patrimonio gestionado.

Ministerio de Economía y Hacienda a variar los porcentajes anteriores hasta un máximo del 25% de los respectivos límites.

- Para los FIAMM, si se aplica en función del patrimonio, el 1,5% anual de éste; si se calcula en función de los resultados, el 15% anual de éstos y, finalmente, si para su cálculo se tienen en cuenta ambas variables, el 1% anual del patrimonio y el 5% anual de los resultados.

Cuadro 2.3

LÍMITES DE LAS COMISIONES EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Soportadas por el fondo	Comisión de gestión	FIM	2,5% anual s/patrimonio 20% anual s/resultados [1,5% s/patrimonio 10% s/resultados
		FIAMM	1,5% anual s/patrimonio 15% anual s/resultados [1% s/patrimonio 5% s/resultados
	Comisión de custodia o depósito	FIM	0,4% anual s/patrimonio
		FIAMM	0,15% anual s/patrimonio
	Comisión de gestión y comisión de depósito	FT FIM	1,75% (s/patrim.medio)
		FT FIAMM	1,5% (s/patrim.medio)
Soportadas por el partícipe	Comisión de suscripción	FIM	5% s/valor participación
		FT FIM	No existe
		FIAMM	1% s/valor participación
		FT FIAMM	No existe
	Comisión de reembolso	FIM	5% s/valor participación
		FT FIM	2%, hasta el segundo año (s/valor participación)
		FIAMM	1% s/valor participación
		FT FIAMM	0% (salvo cheques sobre c/c)

Fuente: MENEU, V., JORDÁ, M.P. y BARREIRA, M.T., 1994, pág. 244 y elaboración propia.

b - La comisión de depósito o de custodia: la percibe la ED como remuneración a sus servicios y se fija en el Reglamento de Gestión del fondo en función del valor nominal del patrimonio custodiado, no pudiendo exceder del 4 por mil anual de éste en el caso de los FIM, y del 1,5 por mil anual en el caso de los FIAMM. Según GONZÁLEZ MOSQUERA (1995), aproximadamente el 60% de los FIAMM y el 20% de los FIM aplican la comisión de depósito máxima autorizada.

Excepcionalmente, y previa autorización de la CNMV, dicha comisión podrá ser superior si se trata de depositarios que hayan de cumplir íntegramente sus funciones con el extranjero.

En el caso de los Fondtesoros, respecto a las comisiones soportadas por el propio fondo, el porcentaje máximo anual que puede cargar el fondo por gastos de gestión, depósito, administración**, auditoría, etc., es de un 1,75% del patrimonio medio del ejercicio en los Fondtesoros FIM y de un 1,5% en los Fondtesoros FIAMM.

- Las que recaen directamente sobre el partícipe

Están fijadas en el Reglamento de Gestión del fondo y corresponde a la SG la decisión relativa a la aplicación de las mismas a los partícipes. Se trata de dos tipos de comisiones, menos frecuentes en la práctica que las anteriores, que se aplican respectivamente cuando se entra y se sale en un fondo de inversión.

a - La comisión de suscripción: su objetivo es limitar la entrada de dinero en un fondo y se aplica sobre el importe de la suscripción, no pudiendo superar el 5% del valor de la participación en el momento de la suscripción, en el caso de los FIM, y si se trata de un FIAMM, el 1% de ese valor.

** «Lo que hace suponer que los gastos administrativos en el régimen general pueden no estar incluidos dentro de la comisión de gestión», GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M., 1995, pág. 75.

b - La comisión de reembolso: se establece para evitar la especulación y mantener estable el patrimonio del fondo. Se aplica sobre el importe del reembolso, no pudiendo superar el 5% del valor de la participación en el momento del reembolso, en el caso de los FIM, y si se trata de un FIAMM, el 1% de ese valor.

Siguiendo a GONZÁLEZ MOSQUERA (1995), en los FIAMM, la comisión de suscripción prácticamente no existe en la realidad y sólo en torno a un 5% de los FIM la aplican. Por contra, la comisión de reembolso suele ser más habitual⁹⁹ en los FIM, pero en los FIAMM sólo un 5% hacen uso de ella. En los FIM que aplican la comisión de reembolso, casi un 40% a finales de 1994, ésta suele ser variable y únicamente es efectiva si el partícipe no permanece un determinado tiempo en el fondo. La normativa establece que la suma de ambas comisiones no puede superar el 5% en los FIM y el 1% en los FIAMM.

En cuanto a los Fondtesoros, las comisiones que pueden cargarse directamente al partícipe son la comisión de suscripción y la comisión de reembolso. En el caso de los Fondtesoros FIAMM, no puede repercutirse ningún gasto al partícipe, salvo que éste disponga de talonario para efectuar los reembolsos, en cuyo caso la SG puede cobrarle los gastos derivados de su emisión.

En los Fondtesoros FIM, la SG puede aplicar a los partícipes, si así lo establece el Reglamento del fondo, una comisión de reembolso no superior al 2% del valor de las participaciones reembolsadas, siempre que el reembolso se produzca durante los dos primeros años de permanencia del partícipe en el fondo.

⁹⁹ «El número de FIM que aplican esta comisión creció a raíz de la caída experimentada por su patrimonio a finales de 1992, como forma de desincentivar la entrada y salida de partícipes en función de la rentabilidad en el corto plazo, y evitar así la reorganización frecuente de la cartera, que en este tipo de fondos suele estar diseñada con una vocación de largo plazo», GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M., pág. 75.

Además, cuando el reembolso de participaciones tiene lugar antes de que transcurran 30 días desde su adquisición, la SG puede aplicar un descuento sobre el valor liquidativo de las participaciones de hasta un 2% de dicho valor, cuyo importe se ingresa en el fondo. Este descuento se establece para desincentivar la utilización del fondo con una finalidad exclusivamente especulativa que perjudique a los partícipes más estables.

El establecimiento de unas comisiones de gestión sensiblemente más bajas que las aplicadas por los FIM y FIAMM ordinarios es una de las características diferenciales de los Fondos de Inversión que puede beneficiar al partícipe, ya que aumenta la rentabilidad efectiva de las participaciones.

GIL (1990) plantea la conveniencia de una comisión de suscripción, que aunque fuese pequeña (1%), implicara un proceso de homologación al funcionamiento de los fondos de inversión internacionales en los que la comisión de suscripción permite la retribución de la red de ventas y, en consecuencia, facilita y potencia la difusión de la inversión colectiva.

Además de las cuatro comisiones especificadas, como señala GONZÁLEZ MOSQUERA (1995), existe una serie de gastos que quedan menos delimitados. En este sentido cita, por ejemplo, las comisiones que el depositario puede percibir, de manera independiente a la comisión de custodia, por operaciones realizadas de compra o venta, cobro de cupones u otras actividades similares, siempre que se ajusten a las normas que regulan las correspondientes tarifas, o las comisiones de compraventa de las sociedades y agencias de valores. Por otra parte, se prevé un cambio en la composición de las comisiones, creándose específicamente la denominada comisión de comercialización, actualmente incluida en la comisión de gestión.

Durante 1994, algunas SG incrementaron las comisiones aplicadas directamente a los partícipes siguiendo una tendencia iniciada por algunos grupos financieros en el último trimestre de 1993. La justificación estaba en un intento de evitar que los partícipes estables se viesan perjudicados por determinados movimientos especulativos de ciertos partícipes.

«Unas comisiones de reembolso elevadas pueden ayudar a disuadir la salida de los partícipes que buscan una rápida revalorización de las participaciones, ya que estas comisiones suelen establecerse de forma variable, en función del tiempo de permanencia en el fondo»⁹⁰.

Las comisiones de gestión aplicadas por las SG en los últimos años han sido revisadas en función de las estrategias de comercialización y rentabilidad definidas por cada gestora. Como puede apreciarse en el Cuadro 2.4, en promedio, en los últimos años las SG han optado por reducir las comisiones de gestión aplicadas a los fondos de inversión por ellas gestionados. No obstante, según el informe anual de la CNMV de 1994, algunas SG han seguido una política consistente en incrementar el porcentaje aplicado.

Siguiendo esta línea, GONZÁLEZ MOSQUERA (1995), analiza la evolución de las comisiones que cobran los fondos de inversión. En el período 1991-1994, a nivel medio ponderado, no se produce un incremento significativo. La cuarta parte de los FIM y FIAMM incrementaron sus comisiones de gestión o depósito, siendo además el incremento en los FIM el doble que en los FIAMM aproximadamente. Además, el 12% de los FIM redujo sus comisiones, aunque muy probablemente por cambios en la estrategia de comercialización.

Por tanto, las comisiones de gestión de los fondos de inversión españoles son sensiblemente inferiores a los límites establecidos legalmente. Por otra parte, las aplicadas por los

⁹⁰ Informe anual de la CNMV, 1994, pág. 219.

FIM son superiores a las aplicadas por los FIAMM y aquellos fondos cuya gestión, en principio, es más activa y compleja, los FIM de renta variable y variable mixta, aplican comisiones superiores a las cargadas por los fondos de renta fija.

Cuadro 2.4

COMISIÓN DE GESTIÓN APLICADA POR LAS SOCIEDADES GESTORAS

Tipo de fondo	Años						Comisiones aplicadas en Europa
	1993		1994		1995		
	%	DT	%	DT	%	DT	
FIAMM	1,30	0,24	1,24	0,27	1,23	0,35	Fondos renta fija 0,2% - 0,3%
FIM	1,65	0,53	1,63	0,53	1,60	0,63	
FIM renta fija	1,65	0,42	1,58	0,48	1,39	0,56	Fondos renta variable 0,75% - 1,15%
FIM fija mixta	1,71	0,54	1,63	0,55	1,50	0,53	
FIM variable mixta	2,02	0,51	1,89	0,55	1,97	0,52	
FIM renta variable	2,10	0,55	2,13	0,45	2,12	0,61	

Porcentajes aplicados, expresados sobre patrimonio.

DT: desviación típica.

Fuente: Informe anual de la CNMV, 1994, pág. 222, y 1995, pág. 237 y elaboración propia.

Una posible vía para mejorar los resultados de los fondos consistiría en rebajar las comisiones de gestión y de depósito e incrementar las comisiones de suscripción y de reembolso, sistema habitualmente seguido en aquellos países donde los fondos están más desarrollados, como es el caso de Estados Unidos.

Por último, como puede verse en el Cuadro 2.4, al comparar las comisiones aplicadas en España con las que se aplican a nivel internacional, apreciamos que las españolas son considerablemente superiores a las aplicadas en Europa. Según el informe anual de la CNMV de 1994, esto es así incluso cuando se descuenta la parte correspondiente a los gastos de



comercialización⁹¹. En consecuencia, todavía existe margen para reducir las comisiones que actualmente se repercuten a los fondos.

2.10 - LA CALIFICACIÓN (RATING) DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión constituyen un grupo inversor que cada día tiene más fuerza en los mercados financieros españoles en los que opera. El rápido desarrollo y fuerte crecimiento experimentado en los últimos años, tanto en número de partícipes como en patrimonio gestionado, en la industria de fondos de inversión, ha hecho que los diferentes sectores implicados, es decir, los inversores, los gestores y las autoridades económicas, se planteen la conveniencia de su calificación⁹².

2.10.1 - Las características del rating: su aplicación a los fondos de inversión

Aunque la mayor parte de las inversiones de los fondos se concentra en la Deuda Pública, que presenta un riesgo de crédito mínimo, la calificación puede resultar interesante para evaluar la calidad crediticia de aquellos fondos donde la proporción de deuda no gubernamental en sus carteras sea superior a la de otros.

Según CHARLTON y PRESCOTT (1993), el rating representa una valoración del riesgo de que un emisor o prestatario no realice sus pagos íntegra y puntualmente. En nuestro caso,

⁹¹ «En España, las SGIIC suelen ceder parte de la comisión de gestión a los comercializadores en concepto de remuneración. Esta comisión de comercialización se sitúa en torno al 50-75% de las comisiones de gestión», Informe anual de la CNMV, 1994, pág. 221.

⁹² En las IIC, los fondos de titulización hipotecaria fueron los pioneros en la calificación de sus carteras.

constituye un indicador de referencia del nivel de riesgo que un partícipe asume al invertir en un fondo de inversión determinado y es una medida global de riesgo que nos permite comparar fondos de similares o distintas características en función de este parámetro.

Según DALLAS (1993), la evidencia empírica sobre las calificaciones pone de manifiesto que éstas, aunque no son indicadores perfectos de la calidad crediticia, orientan a los inversores a la hora de evaluar el riesgo.

La calificación de los fondos de inversión se presenta como una protección al inversor que, en muchas ocasiones, carece de tiempo, información y cultura financiera suficiente para evaluar la calidad del fondo del cual es partícipe. Pretende, por tanto, mejorar la información y capacidad de decisión del inversor en este producto financiero.

«El nivel de calificación no debe interpretarse, en todo caso, como un indicador inequívoco de la ausencia o presencia de problemas financieros en la entidad financiera ni como una recomendación para adquirir, vender o mantener en cartera un determinado título financiero»³³.

La intensa comercialización de los fondos no siempre ha sido acertada y correcta ya que, a veces, no se explica suficientemente al partícipe el riesgo en que incurre al adquirir participaciones en un fondo con una determinada vocación inversora. En este sentido, se ha comprobado como diversas crisis en los mercados de valores³⁴, en especial en el mercado de Deuda Pública, repercuten directamente en el comportamiento de los fondos. Además, si el partícipe quiere mantener las ventajas fiscales, se ve ciertamente adherido al fondo, asumiendo el riesgo de una mala gestión del mismo.

³³ LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, pág. 62.

³⁴ Por ejemplo, la situación en los mercados españoles en el año 1994.

El principal motivo por el que las sociedades gestoras no se deciden de forma clara a que los fondos por ellas administrados sean calificados es su elevado coste, en torno al millón de pesetas. Además, hasta ahora, no constituye un requisito obligatorio. Las agencias de calificación, por su parte, opinan que calificar un fondo no resulta caro teniendo en cuenta los ingresos por comisiones, el número de partícipes o el volumen de patrimonio gestionado.

En cualquier caso, las agencias de calificación están desarrollando una política de marketing muy activa destacando las ventajas de la calificación en la comercialización de los fondos de inversión, sobre todo, en momentos de incertidumbre en los mercados. Una buena calificación puede incrementar la confianza de los clientes en una sociedad gestora.

El rating de los fondos presenta ventajas para sus partícipes, para la sociedad gestora, para los intermediarios financieros y, finalmente, para las autoridades económicas.

Para el partícipe, constituye una referencia que le permite conocer la solvencia del fondo evaluada por una agencia especializada y determinados aspectos actuales sobre su gestora, así como el riesgo que asume al tomar la decisión de invertir en ese fondo. Además, puede utilizar la calificación para estimar el rendimiento apropiado a ese riesgo de crédito⁹⁵.

Asimismo, una buena calificación mejora la imagen del fondo y, en consecuencia, de su gestora, pudiendo atraer nuevos partícipes al ofrecerles una medida cualitativa del riesgo de crédito que conlleva la inversión en ese fondo. No obstante, además de su alto coste monetario, someterse a una calificación conlleva un coste adicional para la gestora, medido éste en términos del tiempo que los directivos de ésta

⁹⁵ A la deuda especulativa se le suele exigir un rendimiento mayor que compense al inversor por su mayor posibilidad de incumplimiento.

dedican a preparar la documentación necesaria y entrevistarse con los especialistas.

Por su parte, a los intermediarios financieros también les puede beneficiar un rating favorable, permitiéndoles mejorar la comercialización de los fondos calificados positivamente. Además, de cara al partícipe, les permite evadir ciertas responsabilidades en cuanto al riesgo de crédito del fondo.

Finalmente, las autoridades económicas, como la CNMV, pueden ver reforzados sus objetivos de velar por el buen funcionamiento de los mercados de capitales y proteger al inversor, prestando una especial atención a aquellos fondos menos solventes.

Siguiendo a CHARLTON y PRESCOTT (1993), entre otros, el origen de las agencias de calificación se sitúa en la gran expansión geográfica y económica de los Estados Unidos durante el siglo XIX, período en el que, para satisfacer la necesidad de capital de la economía, se acelera el desarrollo de los mercados de capitales del país⁹⁶.

Las dos agencias más conocidas, por ser las mayores del mundo en cuanto a volumen y extensión geográfica, son Standard and Poor's (S&P), fundada en 1860, y Moody's Investors Service (Moody's), establecida en 1900. En los últimos tiempos, debido a la necesidad de contar con índices de referencia fiables, están proliferando otras agencias de calificación⁹⁷. En España aparecen en 1992.

⁹⁶ «En Europa, la estructura financiera existente bastaba para atender a la demanda interior de fondos, pero en Estados Unidos la extraordinaria velocidad del proceso de crecimiento hizo que, junto al sistema bancario, se creara el mayor mercado de bonos del mundo», CHARLTON, M. y PRESCOTT, C., 1993, pág. 269.

⁹⁷ Un listado de la mayoría de agencias de calificación existentes puede verse en LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, págs. 66-67.

Standard & Poor's califica dos tipos de fondos con diferentes características y, por tanto, con distintos objetivos: los FIM de renta fija y los FIAMM.

En los ratings de fondos monetarios, fondos de depósitos y fondos de caja, estos dos últimos no están regulados en España, se evalúa la estabilidad del valor neto de los activos del fondo. Para aquellos fondos con estructuras acumulativas, como es el caso de los FIAMM españoles, la calificación mide la posibilidad de que el valor neto de los activos siga acumulándose sin interrupción o pérdida, es decir, se busca la seguridad del principal.

Por contra, los ratings de los FIM de renta fija evalúan la calidad crediticia de la cartera, examinando la posibilidad de que los activos de la misma experimenten pérdidas por impago. Las calificaciones de S&P sobre la calidad de los FIM de renta fija no se refiere a la capacidad del gestor de fondos para cumplir los objetivos de inversión previstos, ni tampoco miden la estabilidad del precio de mercado de los activos o el valor actual de liquidación de las participaciones.

En cualquier caso, queremos señalar que cada agencia utiliza sus propios procedimientos, metodologías y criterios. Mientras que algunas sólo se basan en datos públicos, otras, como Standard & Poor's, realizan entrevistas a los directivos y utilizan información reservada.

Los aspectos esenciales en los que se apoya la credibilidad de una agencia son: su experiencia y el uso de criterios basados en datos contrastados, guiándose, además, por los principios de confidencialidad⁹⁸, objetividad e independencia. La principal fuente de ingresos proviene del pago de los derechos de calificación que han de abonar los

⁹⁸ «Dado que la información a la que las agencias tienen acceso constituye el entramado financiero de la entidad», LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, pág. 63.

emisores para ser calificados. Otra vía importante de obtención de recursos corresponde a la publicación de estudios e informes.

2.10.2 - El proceso de calificación de los FIM: una posible metodología

Aunque no existe una metodología única, generalmente y de forma previa al proceso, la sociedad gestora debe cumplimentar algún documento de la agencia de calificación en el que se recoja formalmente la solicitud de calificación de fondos y los términos de la misma.

El proceso se inicia con la solicitud de calificación de la sociedad gestora a la agencia de rating, acompañada posteriormente de una reunión, entre directivos de la gestora y especialistas de la agencia, cuyos objetivos ya han sido discutidos previamente. En cuanto a la documentación requerida por la agencia, también se suele preparar y discutir algunos detalles al respecto con anterioridad a la reunión para agilizar el transcurso de la misma.

Entre los múltiples documentos legales que examinan los representantes de la agencia en el proceso, siguiendo a LÓPEZ PASCUAL (1995), se encuentran los siguientes:

- El folleto explicativo del fondo y su Reglamento de Gestión.
- Los informes trimestrales, donde se recogen datos de carácter económico, fundamentalmente la composición de la cartera al final del trimestre, el informe de gestión y los hechos relevantes acaecidos.
- La Memoria anual.
- La relación de las participaciones significativas en el fondo.
- Los contratos de comercialización del fondo entre la gestora y el comercializador.

Otros aspectos importantes son: la política relativa al uso de operaciones de cobertura, contratos de opciones y futuros, contratos de depósito, estatutos, asesoramiento, explicación de desviaciones importantes en el precio de la participación en los últimos tres años, intervalo de vencimiento medio ponderado de la cartera para cada mes de los últimos tres años (para FIAMM), política de endeudamiento, valor neto mensual de los activos en los últimos tres años, composición actual de los partícipes, tanto individuales como institucionales, etc.

En la reunión se analizan una amplia variedad de temas, tanto en relación a los fondos como a la sociedad gestora, y se suele convocar a la misma a personas de diferentes áreas de la gestora. Se abordan temas tales como el origen y la evolución del fondo, su estilo y estrategia de gestión, el análisis de la cartera y de los criterios de inversión que se siguen, así como la forma y los canales que se utilizan para su comercialización. Normalmente, una vez ponderados estos datos, la agencia solicita información adicional y algunas aclaraciones acerca de los diferentes aspectos ya analizados.

La agencia, en un plazo oportuno, desde 15 días a dos meses, dependiendo de distintos factores, y tras valorar la información y estudiar el cambio de impresiones, opina definitivamente sobre el rating de los fondos e informa a la gestora de la calificación obtenida por sus fondos.

Para calificar los fondos de inversión, las agencias de rating establecen una serie de denominaciones⁹⁹, de fácil comprensión, que proporcionan al inversor una guía sobre la calidad crediticia.

⁹⁹ Para ver el significado de las calificaciones puede consultarse LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, págs. 76-78, donde se analiza el significado de las calificaciones que asignan las agencias Moody's y Standard & Poor's a los fondos de inversión.

Luego, elaboran la nota de prensa con el rating obtenido por los fondos y la presentan a la sociedad gestora para su consideración. Por último, la agencia facilita la información de la calificación a los principales medios de comunicación en el ámbito financiero.

La primera calificación de fondos de inversión en España data de finales de marzo de 1995, cuando Moody's asignó la máxima calificación (Aaa) a seis fondos gestionados por Gesbansander¹⁰⁰. Posteriormente, Standard & Poor's hizo lo propio con los fondos de la firma AB Asesores Bursátiles y, más recientemente, otras gestoras también han decidido la calificación de sus fondos de inversión.

La calificación de los fondos de inversión, perfectamente viable a pesar de los problemas que comporta, requiere la consideración de aquellas variables con una influencia directa e importante sobre los mismos. En este sentido, las variables a tener en cuenta son:

1 - El aspecto «país». Cuando sólo calificamos fondos de inversión españoles esta variable no tiene una especial significación. Sin embargo, al comparar fondos de inversión de diferentes países será un factor determinante.

2 - La calidad de la cartera en función de la solvencia de los grupos de valores que la componen, utilizando para ello los estados financieros de los fondos de inversión.

3 - La rentabilidad del fondo en relación a la media del sector de fondos y en referencia a la rentabilidad que pudiera obtener una inversión alternativa de riesgo similar.

4 - La gestión realizada por la sociedad gestora y sus elementos cualitativos.

¹⁰⁰ Para más detalle, véase LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, pág. 81.

En la calificación intervienen elementos de análisis cuantitativo y elementos de análisis cualitativo. Pese a la indudable importancia de los primeros, los segundos resultan decisivos al no existir un punto de referencia del que se derive automáticamente la calificación.

Una buena calificación debe considerar los denominados «elementos cualitativos», básicamente dos aspectos: por un lado, antecedentes y organización del fondo y, por otro, el equipo de gestores profesionales que administran la cartera del fondo, su estructura y cualificaciones.

Una vez calificada cada una de estas variables con un sistema de codificación sencillo¹⁰¹, tras un análisis pormenorizado del fondo, de la sociedad gestora y de todos aquellos aspectos que puedan resultar significativos, se pondera cada uno de estos ratings parciales de forma subjetiva, en función de cuál sea el objetivo de la calificación, y se llega a una calificación global del fondo.

¹⁰¹ Se puede utilizar una escala de letras que informe del valor de la variable respecto al valor de referencia.

CAPÍTULO 3

CARACTERÍSTICAS BÁSICAS Y COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (II)

3.1 - INTRODUCCIÓN

El patrimonio de los FIM, en lo que llevamos transcurrido de los años noventa, ha experimentado un notable incremento. En particular, tal y como ha quedado expuesto en el primer capítulo, ese incremento fue particularmente importante en el trienio 1991-1993. En el presente capítulo, pretendemos analizar la diferente tipología de fondos de inversión a que ha dado lugar el desarrollo y expansión de los mismos.

La actitud hacia el riesgo que adopte el posible partícipe de fondos de inversión se convierte en un factor decisivo al seleccionar un determinado tipo de fondo. La amplia gama de fondos existentes en la actualidad hace que las posibilidades de asumir más o menos riesgo también sean muchas. Así, podemos hablar de fondos en los que el partícipe prácticamente no asume riesgo, por ejemplo los Fondtesoros FIAMM y, por contra, también existen fondos de alto riesgo, por ejemplo, aquéllos que invierten mayoritariamente en títulos de renta variable, sobre todo, si son de Bolsas emergentes.

Siguiendo a LEDESMA y ZAMORA (1995), cada inversor tiene una posición rentabilidad-riesgo determinada, en función de su perfil de riesgo, que viene dado por sus propias curvas de indiferencia. En definitiva, el fondo apropiado para cada tipo de inversor es diferente.

A continuación, expondremos las principales ventajas que presenta este producto financiero destacando, por encima de todas ellas, su favorable tratamiento fiscal. Después, nos centraremos en el estudio de las características de algunos de los tipos de fondos más conocidos. Por último, analizaremos las novedades más recientes en cuanto a tipología de fondos se refiere y cerraremos el capítulo planteando la mayor o menor conveniencia de los fondos frente a sus principales alternativas de inversión.

3.2 - ALGUNAS VENTAJAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

En este apartado analizamos algunas de las principales características que conlleva la inversión en fondos. En primer lugar, realizaremos un estudio detallado de la que, a nuestro juicio, es la principal ventaja de este producto financiero, su favorable tratamiento fiscal.

3.2.1 - El favorable tratamiento fiscal

Como ya comentamos en el capítulo primero, un motivo importante que originó el *boom* de los fondos de inversión fue el favorable tratamiento fiscal, tratamiento favorable que siguen manteniendo también hoy en día frente a otros productos financieros alternativos.

Así pues, debido a la importancia de la fiscalidad en este tipo de inversión, exponemos su evolución reciente y estudiamos, a través de la normativa vigente, las ventajas derivadas de la creación de normas especiales, tanto para el propio fondo de inversión como para los partícipes del mismo.

a - La fiscalidad de los fondos de inversión hasta la entrada en vigor del RDL 7/1996, de 7 de junio.

Con la Ley de Presupuestos¹⁰² para 1991, el 1 de enero de 1991 entró en vigor el nuevo tipo de gravamen para las IIC en el Impuesto de Sociedades, el 1% en lugar del 13%, al mismo tiempo que se eliminaba la deducción del 10% de los dividendos percibidos en la cuota del IRPF de los partícipes.

¹⁰² Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

Desde la aparición de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF, la fiscalidad de los fondos de inversión ha experimentado diversas modificaciones¹⁰³. Así, a partir del 1 de enero de 1992, se empezó a aplicar a los incrementos o disminuciones de patrimonio¹⁰⁴ a que da lugar el reembolso de participaciones en fondos de inversión un coeficiente corrector único igual al 7,14% anual a partir de los dos años y un día de permanencia de la inversión, lográndose la exención fiscal de las plusvalías a partir de los 15 años y un día de tenencia de la inversión¹⁰⁵. Para calcular el período de permanencia de las participaciones se considera el número de años que median entre las fechas de suscripción y reembolso, redondeado por exceso¹⁰⁶.

El tratamiento fiscal que tiene para el partícipe este posible incremento de patrimonio ha estado sujeto a diversos cambios. En la Ley 18/1991, del IRPF, se establecía la no sujeción al impuesto de los incrementos netos de patrimonio que se pusiesen de manifiesto como consecuencia de transmisiones onerosas cuando el importe global de éstas durante el año natural no superara las 500.000 pesetas. Esta medida suponía una ventaja fiscal para los partícipes de estas instituciones. Hasta el 31 de diciembre de 1994 se mantuvo esta exención, referida a cada sujeto pasivo.

La sujeción o no al IRPF de las transmisiones onerosas por un importe global inferior a las 500.000 pesetas fue

¹⁰³ La Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF, introdujo novedades incentivadoras del ahorro a largo plazo.

¹⁰⁴ Calculados como la diferencia entre el valor de reembolso y el valor de suscripción.

¹⁰⁵ Como los porcentajes reductores se aplican tanto a las plusvalías como a las minusvalías, en general, al contribuyente le conviene retrasar la generación de plusvalías y adelantar las minusvalías que considere irrecuperables ya que, como se verá luego, las plusvalías se pueden compensar con las minusvalías.

¹⁰⁶ Si el tiempo transcurrido es, por ejemplo, de dos años y un día, el período de permanencia será de tres años.

objeto de polémica y, finalmente, la Ley 42/1994, modificó el criterio de la Ley 18/1991 y sometió estos incrementos netos de patrimonio al IRPF, salvo que se hubiesen puesto de manifiesto durante 1994. Por tanto, excepcionalmente, no quedaban sujetos los incrementos netos de patrimonio puestos de manifiesto durante 1994 como consecuencia de transmisiones onerosas, si el importe de dichas transmisiones no había superado las 500.000 pesetas.

b - El nuevo tratamiento fiscal de las plusvalías en los fondos de inversión para los partícipes en el IRPF

El RDL 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica contempla, entre otras, un conjunto de medidas¹⁰⁷ sobre tributación del ahorro en el IRPF, que suponen un profundo cambio con respecto al sistema derogado.

El sistema diseñado por la Ley 18/1991, de 6 de junio, presentaba fundamentalmente dos inconvenientes:

1 - Reducía, en función de los años de permanencia, tanto los incrementos como las disminuciones de patrimonio, y provocaba un efecto fiscal contrario a la lógica financiera, ignorando el efecto de la inflación y, además, reduciendo fiscalmente las pérdidas.

2 - Producía un efecto contrario al dinamismo económico pretendido con la nueva normativa ya que, fiscalmente, convenía mantener la inversión hasta que transcurriese el plazo en que se alcanzaba la no sujeción de los incrementos, fomentándose así el estancamiento de las inversiones.

¹⁰⁷ Véase los artículos 6 a 14 del RDL 7/1996, de 7 de junio.

Con el nuevo tratamiento fiscal se pretende incentivar la movilidad de las inversiones, suavizar la tributación de las plusvalías y garantizar un tipo fijo de gravamen.

En el Cuadro 3.1 exponemos, de forma sintética, el nuevo tratamiento fiscal al que quedan sujetas en el IRPF las plusvalías procedentes del reembolso de participaciones en fondos de inversión.

Las modificaciones que se producen son de dos tipos: por una parte, en el sistema de determinación de los incrementos y disminuciones de patrimonio y, por otra, en la integración, compensación y liquidación de los incrementos y disminuciones de patrimonio irregulares. En concreto, el nuevo sistema presenta dos novedades:

1 - El artículo 6 del RDL deroga los apartados 2° y 3° del artículo 45 de la Ley del IRPF. Así, se elimina el sistema de coeficientes reductores de las plusvalías y se vuelve al sistema de coeficientes de actualización (correctores de la depreciación monetaria) que se aplicaba en la Ley 44/1978 que fue derogada por la Ley 18/1991.

2 - Se establece un tipo fijo de gravamen del 20% para todas las plusvalías netas obtenidas a partir de los dos años y un día de permanencia (en lugar de tributar al tipo medio del sujeto pasivo).

Se crea un régimen transitorio, establecido por la disposición transitoria octava y que se incorpora a la Ley 18/1991 del IRPF, por el artículo 13 del RDL, que favorece el paso hacia el nuevo sistema y, al mismo tiempo, no perjudica a aquellos inversores que planificaron sus inversiones según lo establecido por la Ley 18/1991.

Cuadro 3.1

TRATAMIENTO FISCAL EN EL IRPF DE LAS PLUSVALÍAS EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN

PARTICIPACIONES ADQUIRIDAS ANTES DEL 9/6/96 Y VENDIDAS EN EL AÑO 1996	ANTIGÜEDAD MENOR A 1 AÑO	- TIPO MARGINAL
	ANTIGÜEDAD ENTRE 1 Y 2 AÑOS	- TIPO MEDIO, CON LÍMITE DEL 20%
	ANTIGÜEDAD SUPERIOR A 2 AÑOS	- REDUCCIÓN DE LA PLUSVALÍA EN UN 14,28% POR CADA AÑO QUE EXCEDA DE DOS - TIPO MEDIO, CON LÍMITE DEL 20% - EXENCIÓN A LOS 8 AÑOS Y UN DÍA (SIEMPRE QUE ESTÉN CUMPLIDOS DENTRO DEL AÑO 1996)
PARTICIPACIONES ADQUIRIDAS ANTES DEL 9/6/96 Y VENDIDAS A PARTIR DEL 1/1/97	ANTIGÜEDAD MENOR A 1 AÑO	- TIPO MARGINAL
	ANTIGÜEDAD ENTRE 1 Y 2 AÑOS	- TIPO MEDIO, SIN LÍMITE
	ANTIGÜEDAD SUPERIOR A 2 AÑOS	- ACTUALIZACIÓN DEL PRECIO DE COSTE VÍA LEY DE PRESUPUESTOS - REDUCCIÓN DE LA PLUSVALÍA EN UN 14,28% POR CADA AÑO QUE EXCEDA DE DOS HASTA 31/12/96 - TIPO FIJO DEL 20% - EXENCIÓN A LOS 8 AÑOS Y UN DÍA (CUMPLIDOS DENTRO DEL AÑO 1996)
PARTICIPACIONES ADQUIRIDAS DESPUÉS DEL 9/6/96	ANTIGÜEDAD MENOR A 1 AÑO	- TIPO MARGINAL
	ANTIGÜEDAD ENTRE 1 Y 2 AÑOS	- TIPO MEDIO, SIN LÍMITE
	ANTIGÜEDAD SUPERIOR A 2 AÑOS	- ACTUALIZACIÓN DEL PRECIO DE COSTE VÍA LEY DE PRESUPUESTOS - TIPO FIJO DEL 20%

Por tanto, con la entrada en vigor del RDL coexisten dos regímenes diferentes: el aplicable a las plusvalías y minusvalías resultantes de la venta de participaciones en fondos de inversión adquiridas después del 9/6/1996 y el transitorio, aplicable a las variaciones patrimoniales derivadas del reembolso de participaciones en fondos de inversión adquiridas con anterioridad a la entrada en vigor de esta norma.

Para analizar el régimen transitorio, debemos diferenciar dos grupos de participaciones en fondos de inversión, en función de cuál sea el ejercicio en el que se produce la venta de las mismas.

1 - Participaciones adquiridas antes del 9/6/1996 y vendidas durante el ejercicio 1996

La variación patrimonial generada por el reembolso de participaciones en fondos de inversión, computable a efectos del IRPF, se determinará aplicando, a la diferencia entre el precio de suscripción y el precio de reembolso, los coeficientes reductores por período de permanencia fijados en el RDL, y que ahora son el doble de los que se aplicaban anteriormente, es decir, un 14,28% anual por cada año de permanencia que exceda de dos. Además, no se aplicarán los coeficientes de actualización monetaria introducidos por el RDL.

Por tanto, la antigüedad fiscal que consolida el sujeto pasivo del IRPF pasa a ser justamente igual al doble de la que tenía acumulada en el momento de la entrada en vigor del RDL. De esta forma, aquellos incrementos derivados de la venta de participaciones en fondos de inversión cuyo período de permanencia sea superior a 8 años quedan totalmente exentos de tributar.

Por otra parte, cuando la venta de participaciones en fondos de inversión dé lugar a disminuciones patrimoniales,

éstas no serán objeto de reducción, corrigiéndose de este modo uno de los problemas que presentaba la normativa anterior.

2 - Participaciones adquiridas antes del 9/6/1996 y vendidas a partir del 1/1/1997

En este caso, se aplica, de forma simultánea, el nuevo sistema de coeficientes de actualización y el de coeficientes correctores duplicados, previsto transitoriamente para 1996.

El período de permanencia computable vendrá dado por el número de años que medien entre la fecha de adquisición y el 31 de diciembre de 1996, redondeado por exceso, cualquiera que sea la fecha en que se realice la venta de la participación en fondos de inversión.

Para obtener la correspondiente variación patrimonial en el ejercicio en que tenga lugar el reembolso de participaciones, en primer lugar, se aplica sobre el valor de adquisición los coeficientes de actualización, que serán aquéllos que establezca la correspondiente Ley de Presupuestos, atendiendo al año en que se adquirió dicha participación y el valor así calculado se confronta con el valor de venta.

En el caso de disminución bruta, ésta se computará directamente en la declaración, ya que no puede ser objeto de reducción por período de permanencia. Por contra, en el supuesto de plusvalía bruta, se procede a su reducción atendiendo al período de permanencia (14,28% por cada año que exceda de dos), teniendo en cuenta que éste será el transcurrido desde la fecha de adquisición hasta el 31 de diciembre de 1996, cualquiera que sea la fecha en la que se vendan las participaciones. Así se obtiene el incremento neto a computar en la declaración del IRPF.

Veamos ahora el nuevo sistema de integración y compensación de los incrementos y disminuciones patrimoniales así como los tipos de liquidación aplicables¹⁰⁸.

1 - Régimen aplicable en el ejercicio 1996

Los incrementos de patrimonio procedentes del reembolso de participaciones con menos de un año de antigüedad se consideran incremento regular y aumentan la base imponible del sujeto pasivo, por lo que tributarán a su tipo marginal.

La base liquidable irregular, de la cual forman parte las plusvalías procedentes del reembolso de participaciones en fondos de inversión con antigüedad superior a un año, se gravará al mayor de los dos tipos siguientes:

- el tipo medio de gravamen correspondiente a la base liquidable regular.
- el tipo medio resultante de aplicar la escala de gravamen al 50% de la base liquidable irregular.

No obstante, el artículo 14 del RDL establece que todos los incrementos de patrimonio irregulares que se obtengan durante 1996 se gravarán como máximo al tipo del 20%.

2 - Régimen aplicable en los ejercicios 1997 y siguientes

a) - *Proceso de integración y compensación*

A partir de 1997, habrá que diferenciar dos grandes grupos de incrementos y disminuciones irregulares de patrimonio: los procedentes de la transmisión de elementos patrimoniales adquiridos con dos o menos años de antelación a la fecha de transmisión, pero superior a un año de antelación, y los procedentes de la transmisión de elementos

¹⁰⁸ Véase los artículos 8, 9 y 10 del RDL 7/1996, de 7 de junio, que modifican los artículos 66, 67 y 72 de la Ley 18/1991, reguladora del IRPF.

patrimoniales adquiridos con más de dos años de antelación a la fecha de transmisión. Además, se establece que los incrementos y disminuciones incluidos en cada uno de los dos grupos se integrarán y compensarán exclusivamente entre sí.

Por tanto, a partir de 1997, la base imponible irregular estará formada por 3 grupos de rentas: los rendimientos irregulares, los incrementos derivados de elementos adquiridos con más de un año y hasta dos años de antelación a su transmisión y los incrementos derivados de elementos adquiridos con más de dos años de antelación a su transmisión.

b) - Proceso de liquidación

La base imponible irregular, a efectos de aplicar el tipo gravamen, se divide en 4 grupos de rentas:

- Los rendimientos irregulares, que se gravarán por el mayor de los dos tipos siguientes: el tipo medio resultante de la base imponible regular o el tipo medio aplicable al 50% de los rendimientos integrados en este grupo.

- Los incrementos y disminuciones derivados de elementos adquiridos con más de un año y hasta dos años de antelación a su transmisión, que se gravarán por el mayor de los dos tipos siguientes: el tipo medio resultante de la base imponible regular o el tipo medio aplicable al 50% de los incrementos irregulares integrados en este grupo.

- Los incrementos y disminuciones procedentes de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas del capital o del patrimonio de IIC, adquiridas con más de 2 años de antelación a la fecha en que se produzca la alteración en la composición del patrimonio. En este caso se procede de la siguiente forma: se calcula el saldo neto procedente del reembolso de participaciones en fondos de inversión y si es positivo se grava siempre a un tipo fijo del 20%.

- Los restantes incrementos y disminuciones procedentes de la transmisión de elementos adquiridos con más de 2 años de antelación a su transmisión. Este grupo de incrementos patrimoniales tributa de la siguiente forma: las primeras 200.000 pesetas a un tipo cero y el resto a un tipo fijo del 20%.

Por último, exponemos una serie de comentarios sobre cómo afecta el nuevo panorama fiscal a determinadas situaciones.

1 - Si las tasas de inflación acumuladas son superiores a las plusvalías que se devengan, el sistema de coeficientes de actualización permite manifestar las pérdidas reales desde el primer momento; mientras que el sistema de coeficientes reductores nunca llegaba a reflejarlas, al haber una ganancia nominal que se tomaba como base para aplicar la reducción.

Sin embargo, si las plusvalías que se devengan son superiores a la inflación acumulada, el sistema de coeficientes de actualización nunca llegará a anular la ganancia real, circunstancia que sí se producía con el mero transcurso del tiempo en el sistema de coeficientes reductores. Esto se manifestaba muy especialmente en aquellos elementos que tenían fijados coeficientes reductores anuales muy superiores a las tasas reales de inflación, como es el caso de las participaciones en IIC.

En definitiva, no puede afirmarse con carácter general que el sistema de coeficientes de actualización resulte más ventajoso para el contribuyente que el sistema de coeficientes reductores.

2 - El establecimiento de un tipo fijo del 20% para las plusvalías con más de dos años de antelación atenúa parcialmente el posible efecto negativo del sistema de coeficientes. Sin embargo, para aquellos contribuyentes cuya base imponible es inferior a 3 millones de pesetas en declaración individual y de 4 millones en conjunta y, en

consecuencia, tienen un tipo medio de gravamen inferior al 20%, la compensación supone incluso una penalización sobre la situación anterior. En este supuesto, la solución para el contribuyente pasa por anticipar al ejercicio 1996 la realización de las plusvalías ya que, en este ejercicio, el tipo del 20% no opera como tipo fijo sino como tipo máximo.

3 - El establecimiento del régimen transitorio en la determinación de los incrementos o disminuciones relativos a elementos adquiridos antes del 9/6/1996 afecta de forma muy distinta a los contribuyentes, en función de cuando hubiesen efectuado sus adquisiciones.

4 - Los incrementos irregulares con antelación inferior a dos años tributarán al tipo medio, que puede ser notablemente superior al 20%, por lo que en estos casos conviene no realizar plusvalías hasta transcurridos esos dos años. Sin embargo, los contribuyentes con niveles de renta bajos se ven incentivados a materializar sus inversiones en el plazo comprendido entre 1 y 2 años, debido a que sus tipos medios son inferiores al 20%. Por tanto, en el nuevo sistema se aprecia una penalización comparativa para determinados tipos de rentas.

5 - Por último, los nuevos coeficientes de desgravación hacen que convenga mantener las inversiones para no perder el derecho de desgravación consolidado según la antigüedad sobre la plusvalía que produzca la inversión desde la entrada en vigor de la nueva normativa. Sin embargo, también hay que tener en cuenta aspectos tales como la calidad de inversiones alternativas, el coste fiscal del reembolso, la finalidad del dinero, el horizonte futuro de permanencia o la posibilidad de compensar las plusvalías del fondo con minusvalías de otras inversiones, y viceversa.

Las participaciones que se vendan con menos de dos años y un día de antigüedad tributan como venían haciéndolo hasta ahora: si son inferiores a un año se consideran incremento

regular y aumentan la base imponible; mientras que si tienen entre uno y dos años de antigüedad, son incrementos irregulares y tributan al tipo medio de la base imponible, o al de su 50% si fuera mayor. No obstante, para 1996, el tipo máximo es del 20%.

c - Otras características del régimen fiscal de los fondos de inversión

- El tipo de gravamen aplicable a los fondos de inversión en el Impuesto de Sociedades es sólo del 1%, por lo que no tienen derecho a ninguna deducción en la cuota.

- A los fondos de inversión se les practica la retención a cuenta en los intereses y en los dividendos percibidos (salvo no residentes).

- En lo relativo al Impuesto sobre el Patrimonio, las participaciones de los FIAMM se valorarán por su valor liquidativo a 31 de diciembre de cada año, mientras que las participaciones de los FIM se valorarán por el cambio medio del último trimestre del año.

- El Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, por el que se modifica el RIIC en lo referente a imposición indirecta, establece que tanto los FIM como los FIAMM estarán exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados en las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión. Además, la gestión de fondos estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

- Las variaciones patrimoniales (incrementos o decrementos) que se pongan de manifiesto por el fallecimiento del titular del fondo no tributarán¹⁰⁹, realizándose la

¹⁰⁹ A esta variación patrimonial se le conoce como «plusvalía del muerto».

valoración de las participaciones recibidas por los herederos de acuerdo al valor liquidativo correspondiente al día del fallecimiento y tributando por el Impuesto de Sucesiones.

- En cuanto a las ventajas fiscales para los partícipes, los fondos de acumulación y los fondos de reparto gozan del mismo tratamiento fiscal en lo referente al reembolso de participaciones.

- En los fondos de acumulación, hasta que los partícipes de los fondos no reembolsan las participaciones no se produce obligación fiscal en el IRPF. Por tanto, el partícipe puede diferir el pago del impuesto hasta que lo estime oportuno, eligiendo el momento idóneo para reembolsar las participaciones.

- En los fondos de inversión en régimen de reparto se practica la correspondiente retención a cuenta de los dividendos distribuidos y, los dividendos brutos, al ser considerados rendimientos del capital mobiliario, se integran en la base imponible del partícipe, que tiene derecho a la correspondiente deducción por dividendos.

- En el momento de reembolsar las participaciones no se practica retención alguna a cuenta en el IRPF.

- En el cálculo de los incrementos y disminuciones patrimoniales se aplica el criterio FIFO (*first in, first out*). Es decir, se considera siempre que las participaciones reembolsadas son las que se adquirieron en primer lugar.

3.2.2 - Otras ventajas

Aunque el principal atractivo de los fondos de inversión es su favorable tratamiento fiscal, es indudable que la inversión en este producto financiero también conlleva otras

ventajas que hacen que ocupe un lugar destacado en las preferencias de los inversores.

Sin ánimo de realizar una enumeración exhaustiva y excluyente de las principales ventajas atribuibles a los fondos de inversión, a continuación, describimos algunos de los aspectos más relevantes:

- Comodidad en la inversión. En cuanto a la suscripción, el partícipe sólo tiene que realizar la correspondiente solicitud a la sociedad gestora del fondo. Por otro lado, en cuanto al reembolso, corresponde al partícipe decidir el momento de su solicitud.

A diferencia de lo que ocurre en algunas inversiones, por ejemplo, en las que se perciben dividendos (acciones y participaciones en sociedades) o intereses (obligaciones), en las que debe decidirse su reinversión, los partícipes de los fondos de acumulación se despreocupan de este tipo de decisiones.

- Diversificación de riesgos. Con el patrimonio captado por el fondo se constituye una cartera de valores que permite la participación en un gran número de empresas cuidadosamente seleccionadas¹¹⁰. Se trata de combinar adecuadamente la inversión en títulos bursátiles y activos monetarios y financieros con distintos plazos y rendimientos, siempre respetando las limitaciones legales de inversión según el tipo de fondo de que se trate.

- Gestión profesionalizada. La sociedad gestora dispone de un equipo de profesionales encargados de la gestión del fondo que estudian y conocen el mercado de capitales e

¹¹⁰ «La diversificación de las inversiones, mediante la participación en un gran número de empresas, representa el principio básico de cualquier entidad de inversión colectiva, ya que los beneficios obtenidos en algunas empresas permiten compensar los resultados negativos en otras, garantizando, por consiguiente, la obtención de una rentabilidad bastante estable», CABELLO MEDINA, C., 1992, pág. 550.

intentan aprovechar las mejores oportunidades de inversión que se les presentan.

Además de adaptar las inversiones a cada situación particular de los mercados, el equipo de profesionales agiliza las decisiones y vigila los valores en los que se ha invertido, tarea que resulta, en general, más complicada para el inversor particular.

- Elevada liquidez. El partícipe puede hacer líquida su posición en el fondo en un plazo de tiempo muy breve¹¹¹. A diferencia de otro tipo de inversiones, por ejemplo, las acciones, no se requiere que exista otro inversor que adquiera esas participaciones.

- Combinación rentabilidad-seguridad. Los fondos de inversión son inversiones financieras dotadas de una cierta seguridad al disponer de grandes patrimonios constituidos por las aportaciones de sus partícipes y estar gestionados por profesionales cualificados. A todo ello, hay que sumarle la oportunidad que supone para el ahorrador obtener una rentabilidad a partir de inversiones de cuantía muy inferior a la requerida por otras alternativas de inversión, como por ejemplo, las Letras del Tesoro.

Por otro lado, existe una tipología muy variada de fondos que permite al inversor seleccionar aquél que mejor se ajuste a su preferencia rentabilidad-riesgo. Además, el partícipe disfruta, en función de su tiempo de permanencia en el fondo, de ventajas fiscales adicionales a la rentabilidad financiera de la inversión. Por tanto, la rentabilidad financiero-fiscal de los fondos constituye uno de los puntos fuertes de este

¹¹¹ Desde que realiza la solicitud a la gestora, el plazo máximo es de 72 horas para los FIM y de 24 horas para los FIAMM.

producto financiero, en especial, cuando se invierte con una mentalidad a largo plazo¹¹².

Los precios a los que el fondo realiza la compra y venta de valores y las comisiones cobradas por estas operaciones también constituyen una ventaja frente a la inversión directa del pequeño ahorrador.

- Información. Se mantiene informado periódicamente al partícipe sobre la evolución y composición del patrimonio del fondo y su estado de posición en el mismo.

- Vigilancia, supervisión y control de la CNMV con la finalidad de proteger al inversor. La CNMV controla e inspecciona a todas las sociedades gestoras y fondos de inversión. Existe la obligación de informar a la CNMV sobre una serie de aspectos ya comentados en epígrafes anteriores.

3.3 - LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO

Son fondos de inversión cuyo patrimonio está invertido exclusivamente en Deuda del Estado, siendo su garantía el Tesoro Público. La gestión de estos fondos está encomendada a las SG que suscriben los correspondientes acuerdos (convenios) con el Ministerio de Economía y Hacienda para colaborar en la difusión y colocación de la Deuda del Estado.

La creación de este tipo de fondos de inversión supuso una innovación¹¹³, con la cesión no exclusiva de la marca

¹¹² A corto plazo, también hay ventajas fiscales si se invierte por ejemplo 10 millones de pesetas en un fondo en lugar de hacerlo en un depósito y año a año sólo se retiran los intereses (caso de un rentista jubilado).

¹¹³ Desde abril de 1987, fecha en que se creó el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, el Estado adoptó un papel innovador creando nuevos productos: Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado, etc. Ver GIL, E., 1990, págs. 2.204-2.206.

comercial del Tesoro y de sus logotipos y signos identificativos a los fondos de inversión que se adscribiesen al convenio, cuya finalidad era colocar de una forma indirecta la Deuda Pública.

Siguiendo a GARRIDO (1991), las circunstancias que aconsejaban la promoción de fondos de inversión mobiliaria especializados en Deuda del Estado, además del tratamiento fiscal ventajoso en relación al que disfruta un tenedor directo de la deuda, eran:

- La debilidad de la inversión institucional en España, que era uno de los motivos de la escasa demanda de títulos a largo plazo en el mercado de deuda;
- La falta de liquidez, que limitaba la expansión del segmento minorista del mercado;
- El problema de subsanar el desajuste que, para ciertos inversores necesitados de ingresos periódicos, había ocasionado el paso de cupones semestrales a anuales en los Bonos y Obligaciones del Estado.

Se trataba de que el Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, colaborase con aquellos fondos que, invirtiendo exclusivamente en Deuda del Estado, ofreciesen a los inversores las condiciones financieras más ventajosas, potenciándose así una mejor colocación de la Deuda Pública.

Según CONTRERAS (1993), la participación del Sector Público en el campo de la inversión colectiva, a través de convenios de colaboración con SG, para desarrollar el proyecto Fondtesoro, constituye un factor determinante para el auge de los fondos de inversión. Por otra parte, según GIL (1990), los Fondtesoros ofrecen a los inversores condiciones financieras más ventajosas que la colocación directa de la Deuda Pública, ya que garantizan a los inversores la liquidez de sus

participaciones, son gestionados por profesionales especializados y, como el resto de fondos, ofrecen un régimen tributario favorable. Además, cabe sumarles la comodidad que supone despreocuparse de renovar los activos a su vencimiento o de reinvertir los intereses que se van percibiendo.

3.3.1 - Los convenios de colaboración entre el Tesoro Público y las sociedades gestoras

Los Fondtesoros están regulados por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de junio de 1990, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en Deuda del Estado y por las Órdenes de 25 de enero de 1994 y de 7 de diciembre de 1994, que modifican parcialmente la de 7 de junio de 1990.

En la Orden de 7 de junio de 1990 se establece el procedimiento para acceder a la gestión de un Fondtesoro y se delega en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera las competencias precisas para valorar y decidir sobre cada una de las peticiones, así como para formalizar los convenios correspondientes.

La Orden de 25 de enero de 1994 recoge las modificaciones de los convenios-tipo aprobados por la Orden de 7 de junio de 1990. Como anexos I y II a la citada Orden figuran dos convenios-tipo, uno para los FIM (anexo I) y otro para los FIAMM (anexo II), en los que se establecen los requisitos exigidos para acogerse a la denominación genérica y no exclusiva «Fondtesoro».

El que los fondos de inversión especializados en Deuda Pública fueran promovidos y gestionados por SG surgidas de la iniciativa privada, con experiencia en este campo, aliviaba de forma considerable la carga administrativa para el Tesoro. El objetivo de las autoridades económicas era que cada SG crease sus propios fondos de inversión, facilitándoles la

marca Fondtesoro y ayudándoles en su comercialización al sufragar parcialmente los gastos de publicidad.

El Tesoro restringe la selección de SG con el fin de realizar un seguimiento más cercano y riguroso de su actividad. La SG, además de cumplir los requisitos generales exigibles para la contratación administrativa, debe disponer de los medios materiales y humanos adecuados para poder gestionar y comercializar los fondos que pretenda acoger al convenio. Cada SG puede solicitar la inclusión de uno o más fondos, ya sean FIM o FIAMM, pudiendo ser los fondos de nueva creación o ya existir anteriormente.

La SG comunica a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera su intención de suscribir el convenio acompañando una memoria que debe incluir, como mínimo, las características básicas de la SG y el detalle de los fondos que pretende acoger al convenio¹¹⁴. Suscrito por ambas partes el convenio, éste sólo tendrá eficacia una vez autorizado, constituido e inscrito al fondo de acuerdo con la normativa aplicable.

Estos convenios establecen las especificaciones que, dentro de lo previsto por la regulación general de este tipo de entidades, han de cumplir los Fondtesoros y que se concretan, fundamentalmente, en los criterios de inversión de la cartera, las aportaciones mínimas exigibles a los partícipes, el régimen aplicable a los resultados del fondo, las comisiones máximas que pueden cargarse al fondo y a los partícipes y la posibilidad, en el caso de los FIAMM, de disponer de sus saldos en el fondo librando cheques contra una cuenta corriente vinculada a sus participaciones en el fondo.

Por otro lado, una parte significativa de la cartera de muchos fondos de inversión está constituida por fondos

¹¹⁴ Véase, para más detalle, la disposición primera, punto 3, de la Orden de 7 de junio de 1990, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en Deuda del Estado.

públicos. Esto hace que la publicidad de los fondos se traduzca indirectamente en una promoción de la demanda de Deuda del Estado. En definitiva, el interés del Tesoro se corresponde con el de muchas SG.

Los convenios se completan con las facultades que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera tiene para exigir la información que considere relevante para el seguimiento de los fondos, y con un cuadro de penalizaciones que van desde la suspensión o la denuncia del convenio por parte del Tesoro Público a las indemnizaciones por parte de las SG en determinados supuestos de incumplimiento de las cláusulas convenidas, o de denuncia unilateral por parte de las SG.

Siguiendo a BELTRÁN (1993), la SG está obligada a remitir a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la información periódica o puntual que ésta requiera con carácter general o en relación con un fondo determinado y, además, a informarle de cualquier hecho relevante que pueda afectar a la evolución futura del fondo.

Si la SG incumple las obligaciones relativas a las especificaciones del fondo de inversión o las obligaciones a las que se refiere la cláusula cuarta, el Tesoro Público está facultado para retirar su apoyo publicitario¹¹⁵ durante uno o varios trimestres a la campaña individualizada correspondiente¹¹⁶.

La SG junto con la ED, y previa autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, puede modificar el contrato constitutivo del correspondiente

¹¹⁵ Cláusula quinta de los convenios-tipo de colaboración. Orden de 25 de enero de 1994, por la que se modifica parcialmente la de 7 de junio de 1990.

¹¹⁶ En el convenio que se firmará en enero de 1997, el Tesoro Público eliminará la subvención que concede a las gestoras de fondos para la publicidad de los Fondtesoros.

Fondtesoro o el Reglamento de Gestión del mismo mediante escritura pública otorgada por la SG y la ED, y su posterior inscripción en el Registro Mercantil y en el registro especial de IIC de la CNMV. Toda modificación, una vez autorizada, deberá ser publicada en el BOE y comunicada por la SG a los partícipes en el plazo de diez días a partir de la notificación de la autorización.

En tal caso, los partícipes podrán optar¹¹⁷ por el reembolso de sus participaciones¹¹⁸ o por el valor liquidativo que corresponda a la fecha de inscripción de la citada modificación en los registros de la CNMV, si la modificación afecta a alguno de los siguientes conceptos: política de inversiones, determinación y distribución de resultados, requisitos para proceder a la modificación del contrato de constitución o del Reglamento de Gestión, sustitución de la SG o de la ED, conversión del fondo en sociedad y establecimiento o modificación de las comisiones de reembolso, gestión o depósito de valores.

Este mismo deber de información por parte de la SG y el derecho de reembolso de los partícipes regirá en caso de establecimiento o elevación de la comisión de reembolso, aunque no suponga modificación del Reglamento de Gestión del fondo, si bien en este supuesto el valor liquidativo de la participación será el correspondiente a la fecha de entrada en vigor de la decisión adoptada por la SG.

Cuando una SG modifique el Reglamento de Gestión del fondo sin el previo consentimiento del Tesoro, cuando desatienda reiterada e injustificadamente las reclamaciones de los partícipes que le sean enviadas con su informe favorable por el Tesoro y cuando la CNMV acuerde iniciar un expediente sancionador por posible infracción grave o muy

¹¹⁷ En el plazo de un mes a partir de la fecha de publicación en el BOE o de la fecha de notificación, si ésta fuese posterior.

¹¹⁸ Sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno.

grave cometida por la SG o acuerde respecto a ella alguna medida de intervención o sustitución, el Tesoro Público está facultado para suspender o resolver unilateralmente, y con efecto inmediato, el convenio suscrito con esa SG.

«La Dirección General del Tesoro y Política Financiera atenderá las eventuales reclamaciones que los partícipes de fondos acogidos al convenio hubiesen formulado a las respectivas SG sin obtener adecuada respuesta. Si las considera fundadas las trasladará junto con su informe, a la correspondiente SG, instando a ésta a que las atienda»¹¹⁹.

En caso de resolución del convenio, la SG deberá optar entre designar como sustituta a alguna de las SG que continúen adheridas al convenio u otra de su elección que resulte aceptable para el Tesoro. También puede abonar al Tesoro el importe de los gastos de publicidad correspondientes a la campaña individual durante los doce meses precedentes.

En todo caso, cuando la CNMV acuerde iniciar expediente sancionador o adopte alguna medida de intervención o sustitución, el Tesoro, como medida cautelar, puede exigir a la SG que designe temporalmente como sustituta a alguna de las SG adheridas al convenio u otra de su elección aceptable para el Tesoro.

3.3.2 - Las características diferenciales entre los Fondtesoros FIM y FIAMM

Como ya hemos indicado anteriormente, los Fondtesoros son fondos de inversión cuya cartera de valores está constituida exclusivamente por Deuda del Estado y están administrados por sociedades gestoras que han firmado un convenio de colaboración con el Tesoro Público, que les obliga a cumplir

¹¹⁹ Véase la disposición tercera de la Orden de 7 de junio de 1990 sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en Deuda del Estado.

determinados requisitos. Como fondos de inversión, participan de todo el régimen general aplicable a las IIC.

Las principales ventajas que presenta la inversión en este tipo de fondos son:

- Liquidez total¹²⁰, pudiendo disponer de la inversión en un plazo que va desde 24 a 72 horas, dependiendo del tipo de Fondtesoro.
- Aportaciones iniciales reducidas.
- Máxima seguridad, ya que invierten exclusivamente en Deuda del Estado, cuyos títulos son los de mayor garantía de nuestro sistema financiero.
- Rentabilidad financiero-fiscal elevada, con un ventajoso tratamiento fiscal y con unas comisiones máximas permitidas que fija el Tesoro Público.
- Gestión profesional con una información clara y completa.
- La comodidad que supone despreocuparse de renovar los activos a su vencimiento o de reinvertir los intereses que se van percibiendo.

Existen dos tipos de Fondtesoros, los FIAMM y los FIM, cuya diferencia fundamental radica en el plazo de vida de sus inversiones. Mientras que los FIAMM invierten exclusivamente en Letras del Tesoro y operaciones con pacto de recompra sobre Bonos y Obligaciones del Estado, es decir, Deuda del Estado a corto plazo, a los Fondtesoros FIM, su Reglamento de Gestión les exige que inviertan a medio y largo plazo al menos un 50% de su patrimonio, bien en Bonos y Obligaciones del Estado o en cualquier otra modalidad de deuda que el Tesoro emita con plazo inicial de amortización superior a un año. El resto del

¹²⁰ Si bien el Reglamento del fondo puede exigir un preaviso adicional al partícipe que solicite un reembolso superior a 50 millones de pesetas, si es un FIM, o a 1.000 millones de pesetas si es un FIAMM. Este mismo requisito se le puede exigir al partícipe de un FIM cuando la suma total de lo reembolsado durante 10 días sea igual o superior a 50 millones de pesetas.

patrimonio puede colocarse en Letras del Tesoro o en operaciones sobre deuda a corto plazo.

Según BELTRÁN (1993), el partícipe de un Fondtesoro FIAMM se caracteriza por un acusado conservadurismo, ya que no asume ningún tipo de riesgos y antepone la seguridad, la liquidez y la rentabilidad estable a los posibles beneficios fiscales. Por contra, el inversor en un Fondtesoro FIM muestra un cierto conservadurismo, no asumiendo ningún tipo de riesgo de insolvencia y buscando seguridad, elevada rentabilidad y buenos beneficios fiscales.

Esa diferencia en el plazo de vida de las inversiones de los Fondtesoros FIM y FIAMM incide en la evolución de sus rentabilidades, básicamente, por dos motivos:

- Las reglas de valoración del patrimonio del fondo son diferentes según que el plazo de amortización de los valores sea o no superior a seis meses, por lo que el valor liquidativo de los Fondtesoros FIAMM evoluciona de forma más estable que el de los Fondtesoros FIM.

- La rentabilidad de los valores a corto plazo suele ser diferente que la de los valores a largo plazo, lo que provoca diferencias de rentabilidad entre la cartera de valores de los Fondtesoros FIM y FIAMM.

En el Cuadro 3.2 exponemos las principales diferencias que existen entre los Fondtesoros FIM y FIAMM, destacando, sobre todo, la aportación exigida inicialmente a los partícipes, el tipo de inversiones que pueden realizar, las comisiones y gastos aplicables, que son inferiores al resto de los fondos, y la forma y plazo para los reembolsos de las participaciones en los fondos.

Cuadro 3.2
CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDTESOROS FIM Y FIAMM

Denominación	Fondtesoro FIAMM	Fondtesoro FIM
Inversión	95% Deuda del Estado Cobertura: Futuros y Opciones	95% Deuda del Estado 50% Deuda a más de un año Cobertura: Futuros y Opciones
Aportación mínima exigida	Máximo 200.000 pesetas	Máximo 50.000 pesetas
Régimen funcionamiento	Capitalización	Capitalización
Reembolso participación	Máximo un día Posibilidad de cheques	Máximo tres días
Comisiones máximas	Soportada por el fondo: 1,5% (s/patrim.medio) S/partícipe: 0% reembolso (salvo cheques c/c)	Soportada por el fondo: 1,75% (s/patrim.medio) S/partícipe: 2% reembolso hasta 2º año (s/valor participación) 2% reembolso antes de 30 días desde adquisición (s/valor participación)*
Otros gastos	Por uso de cheques	
Plazo vigencia convenios	Un año renovable tácitamente	Un año renovable tácitamente

* Este importe se ingresa en el fondo.
Fuente: Elaboración propia.

La inversión inicial exigible a los potenciales partícipes es variable y diferente según el tipo de Fondtesoro, estando además establecida en el Reglamento del fondo. Para los FIM existe un máximo de 50.000 pesetas y para los FIAMM de 200.000 pesetas. Tanto los Fondtesoros FIM como los FIAMM actúan en régimen de capitalización, reinvertiendo continuamente las rentas obtenidas.

En cuanto a las comisiones que se pueden aplicar a los Fondtesoros tenemos que distinguir entre aquéllas que se cargan directamente al fondo y las que soporta individualmente

el partícipe¹²¹. Las comisiones que efectivamente apliquen la SG y la ED deben figurar en el folleto explicativo del fondo. Cualquier modificación en las comisiones debe comunicarse previamente al Tesoro, requiriendo la conformidad de éste cuando implique un incremento sobre las vigentes al iniciarse la comercialización del fondo¹²².

Por lo que respecta al tipo de inversiones que pueden efectuar los Fondtesoros, en primer lugar, hay que señalar que invierten íntegramente en Deuda del Estado en cualquiera de sus modalidades, siendo la liquidez mínima exigida por la regulación vigente de IIC del 3% del patrimonio del fondo. Además, los activos afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez pueden materializarse, en caso necesario, en activos distintos de la Deuda del Estado.

Los Fondtesoros FIAMM deben tener obligatoriamente invertido, como mínimo, el 95% del promedio mensual de los saldos diarios de su patrimonio en cualquiera de las formas de Deuda Pública a corto plazo. La cartera no puede tener un vencimiento medio superior a 18 meses y el plazo máximo pendiente de amortización de cualquiera de sus activos debe ser inferior a 24 meses.

Los Fondtesoros FIM deben tener obligatoriamente invertido, como mínimo, el 95% del promedio mensual de los saldos diarios de su patrimonio en Deuda del Estado, exigiéndoseles que, al menos, un 50% del patrimonio del fondo esté invertido a vencimiento en Bonos y Obligaciones del Estado, o en cualquier otra modalidad de deuda que el Tesoro emita con plazo inicial de amortización superior a un año.

¹²¹ En el epígrafe 9 del capítulo segundo, en donde se analizan las comisiones aplicadas a los fondos de inversión, se detallan los límites de las comisiones aplicadas a los Fondtesoros.

¹²² Cláusula segunda, anexos I y II. Orden de 24 de enero de 1994, por la que se modifica parcialmente la de 7 de junio de 1990.

Según GIL (1990), este requisito intenta fomentar la demanda de deuda a medio y largo plazo. Sin embargo, este objetivo puede no alcanzarse, ya que los gestores determinan la vida media de sus carteras en función de sus expectativas sobre la evolución de los tipos de interés. Así, si prevén un alza considerable de los tipos de interés a largo plazo, se posicionan a corto para disponer de liquidez con la que invertir en el momento se produzca el giro al alza de los tipos de interés. En este caso, el requisito de tener el 50% de la cartera invertido a vencimiento se cumplirá mediante la compra en el mercado secundario de activos cuya fecha de amortización esté próxima. Por tanto, siguiendo a GIL (1990), estas restricciones pueden dificultar la gestión del fondo.

Ambos tipos de Fondtesoros pueden operar en los mercados a plazo, de futuros y opciones financieros, siempre que el objetivo sea la cobertura de los riesgos financieros de sus carteras de Deuda del Estado.

Los reembolsos de participaciones deben hacerse efectivos en un plazo máximo de 24 horas (un día hábil) en el caso de los FIAMM y de 72 horas (3 días hábiles) cuando se trate de un FIM. No obstante, como ya matizamos al citar la liquidez como ventaja de los Fondtesoros, y de los fondos de inversión en general, cuando el volumen a reembolsar solicitado sobrepase unos límites, puede requerirse un preaviso en la forma ya señalada.

Como se expone en GARCÍA VAQUERO (1991), quizás el rasgo más innovador de los Fondtesoros FIAMM sea que el partícipe puede tener una cuenta corriente vinculada a sus participaciones en el fondo, lo que le da la posibilidad de disponer de su saldo a través de cheques. Ello conlleva la posibilidad de utilizar el fondo como una cuenta de alta rentabilidad. El partícipe deberá solicitar el correspondiente talonario a la SG, la cual le podrá cobrar por los gastos

derivados de este servicio un importe determinado¹²³, si así lo tiene estipulado en el Reglamento de Gestión del fondo.

Dado que los Fondtesoros FIAMM adquieren fundamentalmente valores del Tesoro con vencimientos muy próximos, inferiores a seis meses, su valoración se realiza añadiendo al precio de adquisición de los valores la parte proporcional de sus intereses hasta ese día. Por tanto, no reflejan en sus valores liquidativos las oscilaciones de los precios en el mercado y presentan una evolución bastante estable en su rentabilidad.

Por contra, los Fondtesoros FIM sí reflejan en sus valores liquidativos las oscilaciones de los precios de la deuda en el mercado como consecuencia de variaciones en los tipos de interés.

En los períodos en que bajan los tipos de interés, los Fondtesoros FIM ofrecen rentabilidades excepcionalmente elevadas, ya que a los intereses cobrados por el fondo se suma el mayor valor contable de los mismos, debido a que el precio de sus títulos en el mercado está subiendo. Por contra, cuando los tipos de interés suben, las rentabilidades serán inferiores a las de los FIAMM porque habrá que restar a los intereses obtenidos de los valores de su cartera la pérdida contable debida a la caída de los precios en el mercado de deuda. No obstante, mientras el partícipe no reembolse participaciones, el fondo no tiene que vender sus títulos en el mercado, por lo que no se hace efectiva esa pérdida contable, con lo que, cuando los tipos de interés vuelven a la normalidad, el valor del fondo se recupera y, con él, también el valor de sus participaciones.

¹²³ No obstante, la legislación ha fijado las comisiones y gastos máximos susceptibles de ser aplicados por las sociedades gestoras.

3.4 - LOS FONDOS GARANTIZADOS

La inversión en fondos de inversión supone siempre un cierto riesgo: muy bajo, casi nulo en los FIAMM¹²⁴, más o menos alto en los FIM.

La rentabilidad negativa de muchos fondos de inversión durante 1994 y la falta de comprensión de la misma por parte de los inversores, junto con las expectativas bajistas de los tipos de interés, hizo que se empezaran a buscar alternativas para garantizar a los partícipes una rentabilidad a medio y largo plazo y captar así recursos de inversores con alta aversión al riesgo. Surgen así los fondos garantizados, denominados de este modo porque garantizan que, aquellas participaciones suscritas en un momento concreto¹²⁵, van a tener una revalorización cierta en una fecha futura determinada¹²⁶.

Este tipo de fondos de inversión, en general, presentan la particularidad de garantizar al partícipe la recuperación del nominal invertido y la consecución de una rentabilidad mínima (por ejemplo, doblar el valor de la inversión en siete años y medio), siendo por tanto idóneos para inversores aversos al riesgo.

En España se comercializan dos modalidades de fondos garantizados:

- aquéllos en los que la garantía corre a cargo de la sociedad gestora y aseguran la rentabilidad mediante el uso

¹²⁴ Dependiendo del plazo hasta la amortización, más o menos largo, de los activos que compre la SG y de que los mismos sean públicos o privados.

¹²⁵ A este momento se le conoce como período de suscripción o momento de lanzamiento del fondo.

¹²⁶ Un ejemplo de cómo se calcula esta revalorización en un fondo concreto puede verse en ZAMORA, D. y LEDESMA, R., 1995, pág. 90.

de productos derivados en la gestión del fondo¹²⁷. En los mismos, se fija un período de suscripción en el que el inversor cuenta con diversas ventajas, tales como una rentabilidad predeterminada si se permanece en el fondo un período de tiempo predefinido, incluso garantía de reembolso de la inversión mínima en el fondo, durante un espacio de tiempo. Si el partícipe realiza reembolsos antes de transcurrido el período de permanencia fijado, pierde la garantía de la rentabilidad y queda sometido a una fuerte comisión de reembolso. El primer fondo de este tipo lo lanzó el Banco de Santander, «Santander IBEX-35», en septiembre de 1994, una SIMCAV domiciliada en Luxemburgo.

- aquellos otros en los que la garantía corre por cuenta de la entidad financiera que promueve el fondo y que, normalmente, es la ED. Las participaciones suscritas a una fecha determinada son objeto de un contrato, entre el grupo financiero de la sociedad gestora y el partícipe, por el que la entidad financiera se compromete a pagar al partícipe la diferencia, si el fondo no obtiene la rentabilidad ofrecida a una fecha también prefijada. El pionero en esta modalidad fue el Banco Bilbao Vizcaya que, en junio de 1995, comercializó 3 fondos domiciliados en España.

Las principales ventajas de los fondos garantizados son: la seguridad que ofrece la garantía de una revalorización, la posibilidad de obtener liquidez inmediata y su favorable trato fiscal, puesto en duda con la reciente aprobación de la reforma fiscal que afecta a la tributación de los fondos de inversión.

El cambio en la fiscalidad de los fondos de inversión perjudica especialmente a los fondos garantizados, dado que carecen de la antigüedad suficiente para beneficiarse de las ventajas del régimen transitorio. Además, los fondos

¹²⁷ Esta fórmula se suele materializar en la comercialización en España de la SIMCAV domiciliada en Luxemburgo o Irlanda.

garantizados tienen importantes comisiones de reembolso que encarecen la retirada de la inversión en busca de otros productos alternativos. Por contra, la garantía que otorga la entidad financiera no se ve afectada por la nueva fiscalidad, ya que tiene el tratamiento de rendimiento de capital mobiliario sujeto a una retención del 25% y será una renta regular del período impositivo en que se genere. Dependiendo del coeficiente de actualización que se fije para cada año, en general, el nuevo sistema de tributación perjudica a los fondos garantizados con plazos más largos (a partir de 10 años) y a las rentas más bajas, que pasarán a tributar a un tipo fijo del 20%.

Por otra parte, el funcionamiento de este tipo de fondos es similar a una imposición a plazo fijo para el inversor, aunque a un plazo superior al habitual, y la mayoría invierten en Deuda Pública dependiendo por tanto de la rentabilidad que ofrecen estos títulos¹²⁸. Por otra parte, también soportan un coste de oportunidad en caso de revalorización media negativa, medido éste por la pérdida de poder adquisitivo del dinero invertido, como consecuencia de una inflación previsiblemente positiva para, por ejemplo, los próximos cinco años, o por lo que se podría obtener al invertir ese dinero en un activo libre de riesgo al citado plazo.

En cuanto a las características diferenciadoras de estos fondos, entre otras, tenemos:

- Las ventajas del fondo sólo pueden obtenerse si la inversión permanece durante un período determinado, pasado el cual, el fondo queda extinguido. Así, las posibles minusvalías por desinversiones antes del período establecido tienen el tratamiento de renta irregular y sólo se pueden compensar con rendimientos irregulares.

¹²⁸ La Deuda Pública no se emite con cupón cero al descuento, excepto en el caso de las Letras del Tesoro al descuento.

- Los domiciliados en el extranjero son fondos que tienen un carácter semicerrado que dificulta la entrada y salida de partícipes. Sin embargo, los domiciliados en España, son fondos de carácter abierto en los que se permite la entrada y salida del fondo sin restricciones, aunque se aplican fuertes comisiones de reembolso en caso de incumplimiento. Además, durante el período de comercialización inicial, los fondos garantizados no tienen comisiones de suscripción, pero después sí, pudiendo ser su importe muy elevado.

- La garantía consiste en que, si la inversión llega a término, el partícipe obtendrá un rentabilidad mínima prefijada¹²⁹. Los mecanismos utilizados para obtener esta rentabilidad mínima garantizada varían en función de la fórmula utilizada.

La última novedad en esta tipología de fondos son los fondos garantizados referenciados al IBEX-35, que aseguran el importe de la inversión más un porcentaje de la revalorización del índice en el supuesto de que éste suba en un determinado período.

En noviembre de 1995, el Ministerio de Economía y Hacienda eliminó las ventajas fiscales de los fondos garantizados domiciliados en el extranjero al no considerarlos como auténticas IIC¹³⁰. A partir de ese momento, los rendimientos de estos productos tienen el tratamiento de rendimientos del capital mobiliario. Por tanto, esos

¹²⁹ No obstante, las entidades suelen garantizar un valor liquidativo final y no un tipo de interés estándar, por lo que la rentabilidad del partícipe dependerá del día en que haya contratado la participación, aunque éste se encuentre dentro del período de suscripción.

¹³⁰ Según el Ministerio de Economía y Hacienda, y tras la respuesta dada por la Comisión Europea, los fondos garantizados que utilizan swaps (permutas de intereses) para asegurar la rentabilidad, no tienen la consideración de fondos de inversión, ya que al realizar un swap como cobertura no se produce la gestión profesionalizada, característica de los fondos de inversión. En efecto, el propio instrumento de cobertura ya retribuye la inversión a un tipo prefijado y, además, tampoco cumplen con el requisito de cotizar en mercados oficiales españoles, por lo que no permiten valorar la cartera con certeza.

rendimientos están sujetos a la retención correspondiente. Fiscalmente es un producto similar a los activos cupón cero.

Al mismo tiempo, el Ministerio de Economía y Hacienda ratificó como IIC a los fondos garantizados que aseguran la rentabilidad mediante un contrato de garantía entre una entidad y el partícipe. Pero, si el fondo no obtiene la rentabilidad garantizada y la entidad tiene que abonar la diferencia mediante la garantía otorgada al partícipe, esta diferencia tributará como rendimiento de capital mobiliario.

Posteriormente, según Resolución de la Dirección General de Tributos, de 26 de abril de 1996, se ha equiparado el tratamiento fiscal de esos fondos al de los fondos garantizados domiciliados en España. Para ello, se ha sustituido los swaps en la cartera de esos fondos por títulos de renta fija emitidos por instituciones internacionales.

El volumen de patrimonio alcanzado por este tipo de fondos en su corta trayectoria refleja la gran aceptación que han tenido entre los inversores españoles. En concreto, a finales de 1995, los 36 fondos de inversión nacionales garantizados (35 FIM y 1 FIAMM) tenían un patrimonio total de 248.478 millones de pesetas y 67.055 partícipes. Según el informe anual de la CNMV correspondiente a 1995, un 39% del incremento del patrimonio de los FIM en el segundo semestre de 1995 es debido al crecimiento en el patrimonio de los fondos garantizados en el último tramo de 1995.

Al finalizar el primer semestre de 1996, el patrimonio de los fondos garantizados asciende a 755.000 millones de pesetas, lo que supone triplicar el volumen que administraban al final de 1995. Los principales grupos financieros que destacan por volumen gestionado son: Santander, Argentaria y BBV.

3.5 - LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

Este tipo de fondos de inversión de reciente comercialización está regulado por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización, completada por el Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, en el que se precisa el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y perfeccionada por la Orden de 24 de septiembre de 1993, sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

Constituyen una modalidad de IIC de carácter no financiero implantada en la mayoría de los países de nuestro entorno. Los fondos de inversión inmobiliaria (en adelante FII) son personas o entidades que captan públicamente fondos, bienes o derechos, con unas limitaciones legales, para invertirlos mayoritariamente en activos de carácter no financiero, mientras que los FIM y FIAMM, invierten sólo en activos financieros.

Las gestoras de los FII invierten sus activos líquidos en la compra de viviendas, oficinas y locales para su posterior arrendamiento, con lo que el inversor se beneficia de una adquisición a mejores precios que el comprador individual y también de unas rentas permanentes que obtendrá el fondo como consecuencia de la explotación de alquileres.

Tienen como objeto exclusivo la inversión en bienes inmuebles para su explotación en régimen de alquiler. Esta exclusividad es compatible con la inversión en valores y activos líquidos. En cierta manera, estos fondos vinculan el mercado inmobiliario con el mercado de valores.

El fondo debe tener, inicialmente, un patrimonio mínimo de 1.500 millones de pesetas, totalmente desembolsado, y un mínimo de 100 partícipes, en el plazo de un año a contar desde la fecha en que se inscriba el fondo en el registro de la

CNMV. Por otra parte, un solo partícipe no puede tener, directa o indirectamente, más del 25% del patrimonio del fondo.

Los FII deben cumplir unos determinados coeficientes de inversión, en concreto:

a - Al menos un 70%, y no más de un 90%, del promedio mensual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles.

b - El restante porcentaje del activo únicamente se podrá invertir en valores de renta fija.

c - Deben mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 5% del activo total del mes anterior. El cumplimiento de este coeficiente será mensual, calculándose sobre la base del promedio diario del coeficiente a lo largo del mes. El coeficiente de liquidez podrá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en una entidad de crédito o en activos de renta fija con plazo de vencimiento inferior a 18 meses y compraventas con pacto de recompra de valores de Deuda Pública.

Existen tres modalidades de FII:

- los fondos de viviendas: todo su activo lo constituyen viviendas y tributan al 1% en el Impuesto de Sociedades.

- los fondos mixtos: el 50%, como mínimo, del patrimonio está invertido en viviendas y el resto, hasta el 90%, puede invertirse en otros inmuebles autorizados. Tributan al 7% en el Impuesto de Sociedades.

- los fondos libres: no tienen ni limitaciones en sus inversiones ni ventajas fiscales, tributan al 35% en el Impuesto de Sociedades y, al carecer de incentivos fiscales, no parece fácil su constitución en España.

De forma similar a los FIM, en los FII la gestión del fondo corre a cargo de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, correspondiendo a la entidad depositaria las mismas funciones ya señaladas en el caso de los FIM. La principal novedad respecto de los FIM es la existencia de una sociedad de tasación para valorar los bienes inmuebles.

Otro aspecto que les es propio es que el valor liquidativo de las participaciones del fondo se calcula exclusivamente una vez al mes por la sociedad gestora y en una fecha fijada por el Reglamento de Gestión del fondo.

El valor de los bienes inmuebles, a efectos de determinar el valor liquidativo de las participaciones, se obtendrá teniendo en cuenta que la sociedad de tasación tasará el inmueble y la sociedad gestora, con el consentimiento de la sociedad de tasación, podrá aplicar una oscilación de hasta un 3%, al alza o a la baja, sobre el valor de tasación, sin que el valor resultante pueda superar el valor de mercado dado en la tasación.

Los bienes inmuebles deberán tasarse al menos una vez al año y, en todo caso, en el momento de su adquisición o venta, debiendo ser realizada esa tasación por una sociedad de tasación.

El prototipo de partícipes de estos fondos corresponde a personas con una cierta capacidad de ahorro y a inversores institucionales.

Las características más relevantes de estos fondos son las siguientes:

- Su principal atractivo es que permiten la inversión en inmuebles a través de aportaciones muy inferiores a las que requiere la compra de una vivienda, de una oficina o de un

local comercial por parte de un particular. Posibilita, por tanto, el acceso del pequeño inversor a este mercado.

- Las ventajas fiscales para el partícipe son idénticas a las de los demás fondos de inversión.

- Cuentan con un patrimonio diversificado que permite obtener rentabilidades razonables con un riesgo más repartido.

- Un FII debe tener, como mínimo, siete bienes inmuebles en su patrimonio. Además, los bienes inmuebles que integran el patrimonio del fondo tienen que poseerse en concepto de propietario y estar libres de derechos de usufructo, uso y habitación. Transcurridos al menos cuatro años desde la compra de un inmueble, el fondo puede realizar la enajenación de éste, pudiendo conseguir así una plusvalía adicional a la rentabilidad procedente del alquiler. Por tanto, la rentabilidad de estos fondos viene dada por dos aspectos: los ingresos del alquiler y la revalorización propia de los inmuebles.

- Respecto a su liquidez, es mucho más restringida que la de los fondos invertidos en activos financieros, por lo que son inversiones con perspectivas de medio y largo plazo.

En síntesis, se caracterizan por la diversificación propia de la inversión colectiva, por su filosofía de inversión a largo plazo y las consiguientes ventajas fiscales, por la seguridad que conlleva la inversión en inmuebles y por su carácter no especulativo, ya que por Ley tienen que cumplir un plazo mínimo antes de proceder a la venta de los inmuebles.

Están sujetos a las mismas clases de comisiones que los FIM, es decir, por suscripción, reembolso, gestión y depósito. La comisión de gestión no puede superar el 4% del valor del patrimonio del fondo; el 10% de sus resultados, si se calcula en función de éstos; o el 1,5% del patrimonio y el 5% de sus resultados, si se calcula en función de ambos. Las comisiones

máximas de suscripción y reembolso son del 5% del precio de la participación y la comisión de depósito tiene como límite el 4 por mil anual del patrimonio custodiado.

La supervisión e inspección de los FII corresponde a la CNMV, que puede solicitar la información adicional que estime necesaria ajustada a unos modelos de información.

En febrero de 1995, se registraron los cuatro FII que en la actualidad operan en el mercado. Según la CNMV, en diciembre de 1995, el patrimonio de esos cuatro FII era de 11.906 millones de pesetas con 1.897 partícipes.

Dado que, a finales de 1995, el plazo máximo¹³¹ en el cual se han de diversificar las inversiones de los FII todavía no se había agotado, 7.057 millones de pesetas (el 59,3% del patrimonio) estaban invertidos en bienes inmuebles y 4.209 millones en valores mobiliarios (el 35,4% del patrimonio).

3.6 - LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Teniendo en cuenta las posibilidades que podrían abrirse con la titulización hipotecaria, el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, modifica el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, permitiendo la titulización indirecta de las participaciones hipotecarias. Posteriormente, se dictó la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y titulización hipotecaria, en cuyos objetivos figuraba el desarrollo de una regulación específica para los fondos de titulización hipotecaria.

¹³¹ En general, dos años para diversificar las inversiones y un año si desea disfrutar de los beneficios fiscales específicos a las IIC inmobiliarias.

La titulización supone transformar un activo financiero líquido, las participaciones hipotecarias, en otro, más líquido y negociable en un mercado secundario. Por tanto, los fondos de titulización hipotecaria se constituyen como una agrupación homogénea de participaciones hipotecarias con configuración jurídica y financiera diferente a la de los FIM y no están sujetos a la normativa aplicable a los fondos de inversión. A cargo de estas participaciones se emiten valores subrogados, llamados «bonos de titulización hipotecaria», representados por anotaciones en cuenta y que pueden diferir en cuanto a tipos de interés, que puede ser fijo o variable, plazo y forma de amortización¹³², entre otros rasgos.

«Los fondos de titulización hipotecaria se crean con el fin de permitir a las entidades de crédito una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que se otorguen, permitir su especialización en las funciones relativas a los créditos hipotecarios y contribuir a abaratar los préstamos para adquisición de viviendas, y una finalidad específica, la transformación de participaciones hipotecarias en valores de renta fija homogéneos y estandarizados, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados»¹³³.

Según MASCAREÑAS y LÓPEZ PASCUAL (1996), los fondos de titulización hipotecaria, a pesar de las similitudes que presentan con las IIC, son instituciones financieras importadas de la práctica del sistema financiero internacional a las que, supletoriamente y por analogía, se les aplica la legislación de IIC.

Como características más sobresalientes de los fondos de titulización hipotecaria, además de las ya señaladas, destacamos las siguientes:

¹³² Ver el informe anual de la CNMV, 1992, pág. 250.

¹³³ LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, pág. 49.

- Su activo estará integrado por las participaciones hipotecarias que agrupen y su pasivo por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo.

- Se conciben como patrimonios separados y cerrados. En el momento de la constitución se fija el importe mínimo del fondo y deben identificarse claramente las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo de titulización hipotecaria y definirse el contenido de los bonos de titulización que vayan a emitirse.

- Las participaciones deberán tener un vencimiento igual al de los préstamos participados. El plazo de vida de un fondo de titulización hipotecaria está limitado al período en el cual se amorticen la totalidad de las participaciones hipotecarias que lo integran.

- El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo, deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV, debiendo figurar la calificación otorgada a los valores en el correspondiente folleto de emisión.

- Las sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria deberán, obligatoriamente, solicitar la admisión a negociación de los valores emitidos en un mercado oficial u organizado establecido en España.

- Los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecidos para las distintas series de valores en la escritura de constitución del fondo¹³⁴.

¹³⁴ Véase el artículo 5 (apartado octavo) de la Ley 19/1992.

- Los valores de renta fija emitidos con cargo a los fondos se representarán, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta, surtiendo la escritura pública los efectos exigidos en la Ley del Mercado de Valores.

- Los fondos estarán sujetos al Impuesto de Sociedades, al tipo general, pero su constitución estará exenta del concepto «operaciones societarias» en el impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

- Las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los valores que se emitan con cargo a los fondos de titulización hipotecaria tendrán en todo caso la consideración de rendimientos de capital mobiliario sujetos al régimen fiscal de determinados activos financieros.

- Por último, la administración y representación legal de los fondos corresponde a las sociedades gestoras, que están exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido.

La movilización de préstamos hipotecarios a través de participaciones supone claras ventajas para las entidades de crédito ya que, al considerarse las participaciones hipotecarias como cesiones a terceros, les permite la liberalización de recursos para utilizarlos en otras etapas del negocio, por ejemplo, la concesión de nuevos créditos. Con los fondos de titulización hipotecaria el riesgo de crédito se diluye entre los distintos inversores del fondo y, además, se permite a la sociedad gestora la cobertura de este tipo de riesgos.

3.7 - OTROS TIPOS DE FONDOS

El auge de los fondos en España, la madurez que está adquiriendo el sector y las cada vez mayores exigencias de los partícipes, además de generar un proceso continuo de diseño de nuevos productos, está atrayendo a gestoras extranjeras que incorporan también productos novedosos. En este epígrafe analizaremos de forma sintética todos estos tipos de fondos de inversión que completan la amplia oferta que ofrece el mercado.

a - Los fondos de inversión Fondvalencia

Se trata de una modalidad de fondos de inversión promovida por el Instituto Valenciano de Finanzas y que invierten en Deuda Pública Valenciana, siendo su funcionamiento similar al de los Fondtesoros estatales. En la actualidad gestionan más de 20.000 millones de pesetas pertenecientes a más de 10.000 partícipes.

b - Los fondos-índice

Constituyen un caso particular de los fondos de renta variable, en el que la estructura de su cartera está formada por los mismos valores que componen un determinado índice bursátil, aunque los activos de dichos fondos pueden tener una ponderación diferente a la del índice de referencia¹³⁵.

Su principal característica es que renuncian a grandes rentabilidades derivadas de inversiones muy especulativas en valores también cotizados en Bolsa, pero que no forman parte del índice, conformándose con los resultados proporcionados por el índice de que se trate. No obstante, muestran el típico

¹³⁵ Esta clase de fondos tienen gran auge en Estados Unidos.

riesgo derivado de las inversiones en títulos de renta variable.

En principio, la rentabilidad esperada a largo plazo en este tipo de fondos suele ser más elevada que en renta fija, aunque el componente de riesgo que asumen también es importante debido a las habituales fluctuaciones del mercado de valores.

c - Los fondos «cápsula»

Nacen en diciembre de 1995. «Merchbanc SIMCAV» es la primera entidad que incorpora estos fondos en España. Aunque se plantean como una alternativa a los fondos garantizados, no pueden considerarse fondos garantizados porque no existe ningún contrato de garantía entre la entidad financiera y el partícipe.

Los fondos cápsula invierten en activos financieros de renta fija con un horizonte temporal de inversión preestablecido y mantienen la cartera hasta el vencimiento, con lo que la rentabilidad final del fondo puede anticiparse con cierta precisión, ya que las oscilaciones en la cotización de los bonos no afectan a la rentabilidad esperada al vencimiento, excepto el riesgo de reinversión de los intereses de la cartera inicial que se irán reinvertiendo a medida que vayan produciéndose a los tipos de mercado vigentes en ese momento.

En cuanto a las comisiones, «Merchbanc SIMCAV» no cobra comisión de suscripción durante el plazo de lanzamiento. Si el reembolso se realiza antes del vencimiento, la comisión será del 2,5%.

d - Los fondos globales o universales

Esta reciente modalidad de fondos de inversión se caracteriza por la flexibilidad y dinamismo en la inversión, que permite adaptarse a las condiciones que imponen los mercados en cada momento, manteniendo las ventajas fiscales del partícipe. Diversifican al máximo el riesgo del partícipe al invertir su patrimonio en distintos mercados, de renta fija y/o variable, de todo el mundo.

Se dice que sustituyen a los fondos paraguas, no permitidos por la legislación española, ya que, a pesar de los cambios de estrategia que decida el gestor según la situación de los mercados, el partícipe no paga impuestos porque siempre se mantiene dentro del mismo fondo. Estos fondos no tienen prefijada una limitación de inversión en ningún mercado.

e - Los fondos en divisas

Los fondos en divisas pueden invertir en cualquier tipo de mercado y de divisas. «Estas divisas suelen ser lo que se conoce como una cesta de monedas, que aglutina a las denominadas monedas fuertes y a aquéllas con perspectivas al alza»¹³⁶.

Este tipo de fondos cuenta con una diversificación internacional derivada de la inversión en distintos mercados internacionales. Una peseta a la baja con respecto a otras monedas más fuertes, favorece la rentabilidad en pesetas de estos fondos.

Como los mercados financieros son muy sofisticados y pueden tener importantes limitaciones para los inversores particulares, los pequeños inversores pueden beneficiarse de la mayor experiencia de la SG en este tipo de mercados y optar

¹³⁶ LÓPEZ PASCUAL, J., 1995, pág. 41.

por una diversificación que difícilmente podrían conseguir directamente.

f - Los fondos-país

Invierte en valores de renta fija o de renta variable de un determinado país, generalmente en países de economías emergentes o en vías de desarrollo. Tienen el inconveniente, sobre todo para un inversor con aversión al riesgo, de que la rentabilidad del fondo depende, exclusivamente, de la evolución de un único mercado.

g - Los fondos regionales

Invierten en valores de renta fija o renta variable de una determinada zona o lugar geográfico, como por ejemplo los fondos europeos, asiáticos, etc.

h - Los fondos sectoriales

Invierten en valores de un sector económico concreto de uno o varios países, dependiendo de los mercados donde coticen dichos valores. «Electrofonfo», que invierte en empresas del sector eléctrico, y «Edifondo», que hace lo propio en el sector de la construcción, constituyen ejemplos de esta tipología de fondos.

i - Los fondos para inversores institucionales

Constituye otra de las novedades dentro de la industria de fondos en España. Están dirigidos a los grandes inversores particulares y a empresas con tesorerías grandes y estables. Se caracterizan por una elevada aportación mínima, en torno a los 50 millones de pesetas y por el cobro de unas comisiones

de gestión y depósito muy bajas, dado el volumen de la inversión; en concreto, alrededor del 0,45% por gestión y el 0,05% por depósito. Un ejemplo de este tipo de fondos lo constituye «BSN Instituciones», que invierte en renta fija a corto plazo.

Una de las consecuencias positivas de estos fondos es el movimiento de mayores volúmenes en los mercados, tanto de renta variable como de renta fija, posibilitando así una mayor liquidez y flexibilidad en los mismos. Por último, queremos señalar su gran peso en países de mayor tradición en la inversión colectiva, como es el caso de Francia o Estados Unidos.

j - Los fondos en materias primas.

Se trata de fondos que invierten su patrimonio, total o parcialmente, en materias primas¹³⁷ o mercancías mundiales que pueden ser de distintas clases: sobre productos agrícolas (cacao, café, algodón,...), sobre metales (plata, oro, estaño,...), etc.

El patrimonio de estos fondos puede estar invertido íntegramente en materias primas o bien parcialmente en materias primas combinado con títulos de renta fija y/o variable.

k - Los fondos paraguas

Se configuran como productos divididos en subfondos con distintas políticas inversoras¹³⁸ que permiten al partícipe

¹³⁷ En terminología anglosajona «commodities».

¹³⁸ Cada subfondo invierte en un mercado distinto y tiene un nivel de riesgo diferente.

diversificar su inversión, pudiendo cambiar de un fondo a otro con el mínimo coste administrativo y sin generar plusvalías.

Es un conjunto de fondos de diferentes características reunidos en una sola estructura que ofrecen una gestión profesionalizada por mercados o sectores de forma que los partícipes puedan optar por ajustar sus carteras atendiendo a sus necesidades específicas.

Son comercializados en España por gestoras extranjeras. Un ejemplo de este tipo de fondos lo constituye «BZW Index Selection Fund», que consta de 23 subfondos de gestión indiciada que invierten en los principales mercados bursátiles del mundo. Su cartera replica la composición de un índice bursátil de referencia y su rentabilidad es paralela a la de ese indicador.

El favorable tratamiento fiscal es la principal ventaja de este tipo de fondos ya que el traslado de la inversión de un determinado subfondo a otro no supone una variación patrimonial. Generalmente, están domiciliados en Luxemburgo.

1 - Los fondos en derivados o «hedge funds»

Nacen en Estados Unidos, en los años sesenta, como una medida para facilitar el ahorro de las grandes fortunas americanas¹³⁹. El tipo de partícipes de estos fondos se caracteriza por su alto poder adquisitivo y por estar dispuesto a asumir un alto riesgo en sus inversiones.

Actualmente, aunque existen fondos de estas características que invierten en el mercado español, la legislación no contempla este tipo de fondos. No obstante, en

¹³⁹ El más famoso de estos fondos es el «Quantum Fund» dirigido por el financiero George Soros, acusado en su día de expulsar a la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo y del crash en las divisas europeas que acabó provocando la ampliación de las bandas de fluctuación en el verano de 1993.

la propuesta de la nueva Directiva comunitaria sobre fondos de inversión se contempla la mayor capacidad operativa de éstos en los mercados de opciones y futuros.

Los hedge funds comenzaron siendo de cobertura y en la actualidad invierten su patrimonio en valores altamente especulativos utilizando las denominadas «técnicas de ingeniería financiera»¹⁴⁰. Suelen tener su sede en países no sujetos a las autoridades económicas españolas, es decir, los llamados «paraísos fiscales», permitiendo así que las sociedades gestoras de estos fondos realicen la gestión con total libertad, en muchas ocasiones al margen de las exigencias establecidas por los organismos de control de los mercados de valores.

Los requisitos básicos de un hedge fund se resumen en los siguientes:

- Una gestión flexible de sus activos, generalmente no sujeta a determinados coeficientes de inversión, que le permite a los gestores del fondo invertir con un amplio margen de endeudamiento. Pueden realizar contratos de materias primas, divisas, tipos de interés, etc.

- La comisión que percibe el gestor se calcula sobre los beneficios obtenidos, pudiendo llegar a ser del 20%.

- Los hedge funds están normalmente registrados en Estados Unidos y tienen un número de partícipes limitado (máximo 99 partícipes). A los clientes de estos fondos se les exige una aportación mínima en torno al millón de dólares y presentan la peculiaridad de ser, durante ciertos períodos de tiempo preestablecidos, fondos cerrados a las salidas o entradas de capital.

¹⁴⁰ Fundamentalmente; técnicas de arbitraje y altos apalancamientos en toda clase de activos financieros.

m - Nuevos fondos contemplados en la propuesta de modificación de la Directiva 85/611 CEE

La propuesta modificada de Directiva del Parlamento y Consejo Europeo que modifica la Directiva 85/611 CEE, coordina las disposiciones legales reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y supone nuevas clases de fondos de inversión, que si bien todavía no se encuentran en el mercado financiero español, será previsible que aparezcan en los próximos años.

En concreto, los fondos a los que nos referimos, y que a continuación comentamos brevemente, son: los fondos de fondos, los fondos feeder, fondos master y fondos de efectivo.

- Los fondos de fondos

Son fondos de inversión que invierten su patrimonio en participaciones de otros fondos de inversión, pudiendo disponer de depósitos y de activos líquidos complementarios, todo lo cual permite volver a diversificar dentro de la propia diversificación de cada fondo.

- Los «master feeder fund»

Se trata de un caso extremo de los fondos de fondos. Generalmente se habla de los fondos feeder o fondos de alimentación y de los fondos matriz o fondos master. En definitiva, estamos ante varios fondos de alimentación (fondos feeder) que invierten la totalidad de sus activos en participaciones emitidas por un único fondo matriz (fondo master), cuyas participaciones se distribuirán indirectamente a través de uno o más fondos.

Las ventajas de estos fondos radican en unos menores costes derivados de la centralización de departamentos,

gestores, etc., que permite a los inversores acceder a otros mercados europeos.

- Los fondos de efectivo o «cash funds»

Son fondos de inversión que invierten todos sus activos en depósitos bancarios. Están sujetos a unos requisitos formales como, por ejemplo, el que conste expresamente en la escritura de constitución, en el Reglamento y en el folleto explicativo del fondo su naturaleza de fondo de efectivo.

3.8 - OTROS PRODUCTOS ALTERNATIVOS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Para finalizar este capítulo creemos conveniente exponer las características básicas de una serie de alternativas que el inversor puede plantearse, en función de sus objetivos y perfil de riesgo, bien como sustitutas o bien como complementarias de los fondos de inversión, en el momento de colocar sus ahorros.

3.8.1- Los depósitos bancarios

Constituyen una de las formas más tradicionales de guardar los ahorros de los inversores particulares y ocupan el primer lugar dentro del ahorro de los españoles. Su principal característica es la liquidez, común a todos ellos, aunque en los depósitos a plazo ésta se ve reducida durante el período de la imposición.

Cualquier ahorrador es cliente potencial de los depósitos bancarios. Además, las cuentas corrientes o de ahorro son el vehículo ideal para centralizar en ellas todas las transacciones y operaciones de inversión. No obstante, tan sólo los depósitos a plazo compiten de verdad en rentabilidad

con otros productos financieros como los fondos de inversión o las Letras del Tesoro.

Hasta la aparición y comercialización masiva de las supercuentas, en septiembre de 1989, las cuentas corrientes y las libretas de ahorro tuvieron muy poco de instrumento de inversión. Con el lanzamiento de las cuentas de alta remuneración empezó un clima de competencia entre las entidades en el mercado. Después, aparecieron las superlibretas (a principios de 1993) y los superdepósitos. La rentabilidad de estos productos está en función de los saldos depositados.

Veamos las particularidades de los distintos tipos de depósitos bancarios:

a - Las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro.

Dada su similitud, los analizamos conjuntamente. Las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro son depósitos a la vista y la diferencia más notable entre ellos es que el soporte de las cuentas de ahorro es una libreta de ahorro en donde se indican todos los movimientos efectuados y el saldo total. En la libreta de ahorro se prohíben los descubiertos en cuenta y no se dispone de talonario.

Una cuenta corriente es un contrato bancario por el que el titular ingresa fondos, que puede aumentar, disminuir o retirar cuando desee. Dentro de las cuentas corrientes destacan las de alta remuneración, las supercuentas, que se lanzaron con un interés de hasta el 11% para saldos superiores a los 50 millones de pesetas, rentabilidad que ha ido disminuyendo considerablemente desde el año 1993.

En el momento de la formalización de la apertura de la cuenta corriente es frecuente que el cliente autorice a la entidad, a través del documento de compensación de saldos,

para que si una cuenta queda con saldo negativo se vea compensada con dinero de otra cuenta del mismo titular.

En las cuentas de ahorro, el titular puede domiciliar los cobros y pagos que desee. En las denominadas cuentas nóminas, el depositante suele obtener una serie de ventajas: financiación a tipo preferencial, anticipo de nómina, etc. En los últimos años, la rentabilidad de las cuentas de ahorro se ha igualado bastante a la de las cuentas corrientes, aunque la rentabilidad de ambas ha ido a la baja conforme los tipos a corto han ido disminuyendo.

También las cuentas corrientes ofrecen una serie de servicios agregados al cliente: domiciliaciones, seguros de accidentes, anticipos en la nómina y créditos preferenciales, entre otros. Las cuentas de ahorro remunerarán saldos relativamente reducidos y muchas libretas han popularizado los sorteos de regalos como una retribución complementaria al ahorrador.

La fiscalidad para cuentas de ahorro y cuentas corrientes es idéntica. Los intereses generados en las libretas tienen una retención a cuenta del 25%. En la práctica, la única diferencia es el soporte en que sustentan ambos productos, la cuenta corriente tiene talonario y la cuenta de ahorro tiene libreta.

Durante la primavera de 1993 se acentuó la competencia entre los grandes bancos, con las superlibretas, productos que en algunos casos ofrecen rentabilidades competitivas con las supercuentas e incorporan sorteos, premios o regalos.

También existen las libretas mixtas, que combinan saldos a la vista y a plazo. Los saldos a la vista tienen las características y rentabilidad de las tradicionales cuentas de ahorro y los saldos a plazo funcionan como las imposiciones a vencimiento. Se trata pues de un único producto instrumentalizado en un soporte de libreta. El cliente puede

trasladar cuando quiera saldos desde el módulo a la vista al módulo a plazo y los intereses de los saldos a vencimiento se abonan en el módulo con liquidez.

Tanto las cuentas corrientes como las de ahorro no suelen imponer una cantidad mínima de apertura, aunque sí existen diferentes tramos de remuneración¹⁴¹. El interés de estos productos cambia según la cuantía de la imposición y el banco o caja de ahorros lo modifica según la evolución del interbancario.

Las entidades financieras tienen libertad de precio en cuanto a la fijación de comisiones, pero tienen que hacer público las comisiones máximas que pueden cobrar por sus servicios y el importe de los gastos que puedan repercutir. No se permite el cobro por servicios que no sean tales. Así, el Banco de España no admite que las entidades financieras cobren por talonario o adeudo de cheque en la propia cuenta, ya que éstos son servicios inherentes a la cuenta corriente.

Para ejecutar acciones de requerimiento contra entidades financieras en el Banco de España, el ahorrador previamente tiene que haberse dirigido al Defensor del Cliente de la entidad financiera, si ésta dispone del mismo.

Las cuentas corrientes y las libretas pueden cobrar dos tipos de comisiones: por mantenimiento, que se cobra por el mero hecho de tener abierta una cuenta, y por apuntes realizados en cuenta.

b - Los depósitos a plazo.

Un depósito a plazo es un contrato documentado en una cartilla por el que el cliente se compromete a mantener en la

¹⁴¹ Los saldos no remunerados, el primer tramo sin interés, hacen que la rentabilidad efectiva de la cuenta sea menor.

entidad, hasta su vencimiento, el importe del depósito y, a cambio, recibe una retribución más elevada que en una cuenta corriente y acorde con la cuantía de la imposición efectuada. Al concluir el período pactado, la entidad devuelve al cliente el dinero depositado y los correspondientes intereses. No obstante, el cliente, en cualquier momento, puede retirar los fondos, con una penalización que generalmente consiste en no percibir los intereses correspondientes.

Las imposiciones a plazo fijo a un año constituyen el plazo clásico de inversión. Como producto alternativo con menor iliquidez están los superdepósitos, que son imposiciones a un plazo muy breve de tiempo¹⁴², con un alto tipo de interés en relación a una cuenta corriente y una relativa disponibilidad. En la práctica, el plazo se renueva automáticamente, salvo orden contraria del titular a la entidad.

Durante 1994, debido a los altos tipos de interés de productos competidores, como los bonos y obligaciones, surgieron los depósitos a largo plazo con vencimiento desde dos a diez años, diferenciando aquéllos que abonan el interés de forma fija, que funcionan como los depósitos clásicos, de los que lo hacen de forma creciente, elevando su retribución con el paso del tiempo.

La mayoría de los depósitos a largo plazo son absolutamente ilíquidos, y si el titular necesita el dinero la entidad le ofrece un crédito¹⁴³ cuya garantía es el saldo de la imposición. Existen otros que permiten cancelar anticipadamente la operación aplicando una fuerte penalización. También existe alguno que permite la cancelación anticipada sin penalización, pudiendo el cliente rescatar la

¹⁴² Desde una semana a tres meses.

¹⁴³ El tipo de interés del préstamo está en función del tipo del mercado interbancario de Madrid (MIBOR) al plazo que necesite el cliente, más un diferencial entre uno y dos puntos.

inversión en una fecha determinada, generalmente, al final de cada período de liquidación de intereses.

Fiscalmente existen dos clases de depósitos: aquéllos en los que la entidad retiene a cuenta el 25% de los intereses abonados (los más habituales) y aquéllos sin retención a cuenta, en los que el inversor debe declarar de todos modos a Hacienda el interés percibido y que tributará al tipo correspondiente en su declaración del IRPF (suelen ser imposiciones a corto plazo, vinculadas a repos en Deuda Pública).

En los depósitos a plazo, las entidades seleccionan a los clientes estableciendo un mínimo de apertura, generalmente, entre uno y cinco millones de pesetas. La remuneración al final del período contratado es desde la primera peseta. Estos depósitos no suelen llevar gastos y el único pago es el de cancelación antes del plazo acordado. Por último, el Banco de España dispone de un Servicio de Reclamaciones para el cliente.

3.8.2 - Los planes de pensiones

Son fórmulas de ahorro diseñadas para personas interesadas en complementar las prestaciones de jubilación que ofrece la Seguridad Social, donde el partícipe se compromete a realizar unos pagos periódicos o no periódicos con el objetivo de formar un capital a largo plazo, que sólo puede recuperar al término de su vida laboral activa o en caso de muerte o invalidez total.

El partícipe, a través de un contrato denominado «plan de pensiones», en el que se fijan sus derechos y obligaciones, participa en un fondo de pensiones, que es una forma de inversión colectiva que agrupa las aportaciones de varios partícipes con el fin de tratar de invertir en unas condiciones más favorables que las de un inversor particular.

La entidad gestora es la responsable de las inversiones del fondo, administra el patrimonio de los partícipes y lleva la contabilidad. Por otro lado, la entidad depositaria custodia los valores del fondo. Además, existe una comisión de control formada por representantes del promotor, partícipes y beneficiarios, donde los partícipes tienen la mayoría absoluta. Esta comisión supervisa el funcionamiento de cada plan de pensiones y la actividad de la gestora y del depositario.

En los planes de pensiones, en caso de que las inversiones realizadas no sean adecuadas y el fondo entre en dificultades financieras, no se garantiza a los partícipes el cobro de sus aportaciones.

Existen tres modalidades de planes de pensiones:

- de empleo, en los que el promotor es la empresa y los partícipes sus empleados;
- del sistema asociado, cuando el promotor es cualquier asociación (sindicato, colegio profesional, gremio o colectivo) y los partícipes sus afiliados o miembros;
- del sistema individual, cuando el promotor es una entidad financiera y el partícipe es cualquier persona física que no sea empleado de la entidad que lo promueve.

Los planes individuales no pueden garantizar un tipo de interés mínimo, por lo que la prestación que recibirá el partícipe en el momento de su jubilación, en forma de capital o de renta, será la suma de las aportaciones realizadas y los rendimientos generados, sin que pueda el plan fijar la

prestación con antelación. Se rigen por un sistema de capitalización¹⁴⁴.

A diferencia de los fondos de inversión, se caracterizan por su iliquidez. El partícipe no puede retirar ni las aportaciones ni los rendimientos generados hasta su jubilación, invalidez o fallecimiento, únicos motivos que originan las prestaciones. No obstante, el partícipe puede trasladar sus derechos consolidados a otro plan si no está satisfecho con el plan que contrató en un primer momento.

La Legislación vigente concede a los planes de pensiones unos beneficios fiscales atractivos, pero sólo al ahorro que se destine a complementar los ingresos por jubilación. Excepcionalmente, el partícipe puede obtener préstamos de hasta el 80% de sus derechos consolidados a un tipo de interés de mercado y siempre que lo autorice la comisión que vela por el correcto cumplimiento de las especificaciones del plan y de la estabilidad y solvencia del fondo de pensiones.

Además, la Ley que regula este sistema de ahorro-previsión contempla con detalle las normas de inversión de los fondos de pensiones y exige que se ajusten a criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencias de plazos.

Los fondos de pensiones no tributan en el Impuesto de Sociedades, por lo que no pagan impuestos por los rendimientos obtenidos y recobran las retenciones sobre intereses que se les hubiesen practicado en la adquisición de valores mobiliarios. Este ahorro fiscal revierte directamente en los derechos consolidados de los partícipes.

¹⁴⁴ El envejecimiento de la población y el poco nivel de empleo han ocasionado que los sistemas de reparto, como es el caso en España de la Seguridad Social, en los que los trabajadores activos pagan las pensiones de los jubilados actuales, entren en crisis. Estas tendencias aconsejan promocionar alternativas como los planes y fondos de pensiones.

El partícipe de un plan de pensiones individual puede pactar de antemano con la entidad gestora cuál será su aportación mínima anual. También puede dejar de hacer aportaciones al plan cuando lo estime oportuno, sin perder por ello los derechos consolidados hasta la fecha de cese de las aportaciones.

La Ley 30/1995, establece un tope máximo de un millón de pesetas para las aportaciones por persona y año. Por otra parte, según la Ley 43/1995, las aportaciones realizadas por el partícipe son deducibles directamente de la base imponible del sujeto que efectúa la aportación con el tope de 1 millón de pesetas anuales o del 15% de los rendimientos individuales netos del trabajo, empresariales o profesionales¹⁴⁵ si ello resulta ser una cantidad menor.

En un plan de pensiones del sistema individual, las prestaciones tributarán por el IRPF, tanto en el caso de que sean percibidas por un beneficiario que sea a su vez el partícipe¹⁴⁶, como si la prestación la perciben beneficiarios distintos del partícipe¹⁴⁷, por haberse producido la muerte de éste. Los derechos consolidados de un partícipe en un plan de pensiones no tributan por el Impuesto sobre el Patrimonio.

Si la recuperación es en forma de renta, las cantidades percibidas anualmente se integran en la base del IRPF como renta regular derivada del trabajo personal y estarán sometidas a la retención correspondiente. Si el beneficiario percibe las prestaciones en forma de capital, en una sola vez, tributará por esta cifra como rendimiento irregular.

¹⁴⁵ La menor de estas dos cifras es la que reduce la base imponible del contribuyente.

¹⁴⁶ Estos son los casos de jubilación e invalidez.

¹⁴⁷ No se tributa por el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.



La normativa vigente sobre planes de pensiones establece los límites máximos que las gestoras y depositarios pueden cargar por el ejercicio de sus funciones. El depositario puede cobrar hasta un 0,6% anual del valor nominal custodiado y las comisiones de la gestora, determinadas en las normas de funcionamiento del fondo, no pueden ser superiores al 2% del patrimonio.

3.8.3 - Los planes de jubilación

Son seguros de vida que combinan un elemento de riesgo con otro de ahorro, de forma que el beneficiario, a cambio de una prima que paga periódicamente, recibe el capital asegurado al término del contrato¹⁴⁸ en caso de supervivencia, o con anterioridad a esa fecha en los supuestos de invalidez y muerte¹⁴⁹. Con este producto se busca la rentabilidad a largo plazo así como completar las prestaciones de la Seguridad Social una vez finalizada o no la vida laboral activa.

La solvencia de la entidad aseguradora emisora del plan es muy importante. Sólo las entidades de seguros pueden emitir estos contratos, aunque su distribución, según la nueva Ley de mediación, puede correr por cuenta de compañías distintas a las de seguros, siempre que su relación se establezca por un contrato de agencia o correduría.

Por exigencia de la normativa vigente, tienen liquidez a través del ejercicio del derecho de rescate, que se puede ejercer a partir del segundo año.

Suelen garantizar un interés mínimo anual, denominado interés técnico, que se completa con una participación en los

¹⁴⁸ El particular puede fijar libremente la edad que desee para percibir la prestación, por lo que el capital ahorrado puede destinarse libremente a cualquier finalidad.

¹⁴⁹ En este caso, el capital lo reciben los beneficiarios del asegurado.

beneficios que obtiene la compañía por las inversiones realizadas con sus aportaciones. EL resto se lo queda la entidad aseguradora.

El régimen tributario es muy distinto al de los planes de pensiones, ya que el beneficio fiscal se centra en el tratamiento de las prestaciones y no en las aportaciones. En caso de supervivencia del asegurado, las prestaciones de un plan de jubilación tributan en el IRPF, como incremento de patrimonio, si se reciben en forma de capital; o como rendimiento del capital mobiliario, si se perciben en forma de renta. En caso de fallecimiento, tributan en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

Si el cliente decide percibir las prestaciones en forma de capital, el tratamiento fiscal de los planes de jubilación es similar al de los fondos de inversión, tributando por los incrementos de patrimonio en el seguro.

Las prestaciones en forma de rentas temporales son tratadas como rendimientos del capital mobiliario. El IRPF grava el 60% de la renta, con independencia de la edad del rentista. En caso de rentas vitalicias, sólo tributa un determinado porcentaje, que permanece fijo durante la vida del rentista, y que es menor cuanto mayor sea la edad en la que se empieza a cobrar la prestación (desde el 70% cuando el perceptor reciba la renta a partir de los 50 años, hasta el 30% cuando tenga más de 69 años). Además, los planes están sujetos al Impuesto sobre el Patrimonio, donde el partícipe debe computar el valor de rescate del plan en el momento del devengo del impuesto.

El cliente pacta con la entidad aseguradora la inversión mínima anual, que abonará en recibos con la periodicidad pactada. La cláusula de liberación de póliza permite al cliente dejar de pagar durante un período de tiempo determinado, durante el cual la compañía cobra el recibo de las aportaciones ya realizadas, pero para recuperar el importe

pactado inicialmente con la entidad, se debe abonar los meses adeudados para actualizar los valores de su póliza.

Las comisiones aplicadas por las compañías, en concepto de mediación y gestión del patrimonio acumulado en las primas que paga el cliente todos los años, son libres. La carga que soporta el cliente en concepto de comisiones, en media, suele estar sobre el 10% de las primas anuales pagadas, y se reparte al 50% entre el mediador y la compañía.

Las comisiones de mediación se aplican por medio de dos fórmulas. La primera, que es la más aplicada, carga la mayor parte de la comisión en las primeras primas anuales pagadas, pudiendo llegar hasta el 40% durante los dos o tres primeros años de la vida del contrato. A partir de ahí, se suele reducir notoriamente hasta terminar en torno a un 7%. La segunda, consiste en periodificar durante toda la vida del seguro la comisión que se aplica sobre las primas pagadas. Las comisiones de administración o gestión del patrimonio ahorrado suelen suponer la misma cuantía, una vez contabilizadas todas las primas, que las de mediación. Además, casi nunca aparecen en los contratos.

3.8.4 - La inversión directa en renta fija

Tanto las empresas como el Estado, pueden financiarse mediante la emisión de títulos de renta fija cuya rentabilidad está determinada durante toda la vida de la emisión, ya que, en la mayoría de casos, el interés y el precio de amortización están fijados previamente.

Los títulos de renta fija pueden tener rendimiento explícito, si pagan periódicamente¹⁵⁰ intereses al inversor, o implícito (cupón cero), cuando la contraprestación se

¹⁵⁰ La periodicidad de estos pagos varía en función de lo estipulado en las emisiones, aunque habitualmente son anuales o semestrales.

efectúa por la diferencia entre el precio de adquisición y el de amortización, sin pagos periódicos de intereses.

Cuando el inversor suscribe un título de renta fija desembolsa un importe por su compra que puede ser igual, inferior o superior al nominal del mismo. En el mercado primario, si el interés nominal coincide con el interés de mercado, el precio de adquisición es a la par. Sin embargo, si los títulos se adquieren en el mercado secundario, su precio varía en función de la oferta y la demanda, de la evolución de los tipos de interés y del intermediario al que acuda al inversor.

En el Cuadro 3.3 comparamos algunas características de las inversiones en títulos públicos de renta fija, tanto a corto plazo, en Letras del Tesoro, como a largo plazo, en Bonos y Obligaciones del Estado, en relación a las características de los fondos de inversión ya comentadas anteriormente.

En cuanto a la fiscalidad del inversor, en títulos de renta fija con rendimiento explícito, los intereses generados por su inversión son rendimientos del capital mobiliario y tienen una retención del 25% y, en el momento de la amortización o venta, se puede producir una variación patrimonial que tributará en el IRPF como tal.

Los Bonos y Obligaciones del Estado tienen el mismo tratamiento fiscal que las emisiones con cupón explícito. Las Letras del Tesoro se emiten al descuento, sin retención en el origen, pero los rendimientos obtenidos tributan en el IRPF y hay que declararlos.

Cuadro 3.3

COMPARACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN, LETRAS, BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

	Fondos	Letras del Tesoro	Bonos y Obligaciones del Estado
Valor nominal	No hay	1.000.000 de pesetas	10.000 pesetas
Inversión mínima	Tanto en FIM como en FIAMM lo determina la sociedad gestora	Una Letra (al emitirse al descuento se paga una cantidad inferior al valor nominal)	500.000 Ptas. nominales (subasta competitiva) 10.000 Ptas. nominales (subasta no competitiva)
Tributación anual por rendimientos obtenidos	Sólo si se reembolsan las participaciones del fondo	Tributan en el IRPF por los rendimientos del capital mobiliario	
Decisión sobre el momento de tributación	El partícipe decide cuándo realizar el reembolso	A la amortización del título	A la fecha del pago del cupón
Forma de tributación	Como incremento de patrimonio	Como rendimiento del capital mobiliario	
Retención de los rendimientos	No, porque los rendimientos se acumulan y se distribuyen como plusvalías	Exentos de retención a cuenta del IRPF.	Se aplica retención a cuenta del 25% sobre los pagos de intereses
Liquidez	De 1 a 3 días (solicitud a la sociedad gestora) Posibilidad de disponer de talonario (Fondtesoro FIAMM)	Negociación en un mercado secundario de valores	
Tipo de inversor	En función de la categoría inversora del fondo. Desde muy conservadores hasta muy arriesgados.	Conservador	Conservador
Vocación	FIAMM: Corto plazo FIM: Medio/largo plazo	Corto plazo	Medio/Largo plazo

Fuente: Elaboración propia.

En las emisiones con cupón implícito, el inversor sólo debe tener en cuenta la rentabilidad obtenida en la amortización, ya que los títulos sólo generan rendimientos de capital mobiliario en el momento de su amortización o venta. Dicha rentabilidad vendrá dada por la diferencia entre el precio de adquisición y el de amortización o venta.

Por otra parte, existen condiciones fiscales especiales para emisiones particulares. El caso más corriente es el de las obligaciones bonificadas, generalmente de sociedades eléctricas o autopistas, que cuentan con el permiso especial del Ministerio de Economía y Hacienda para emitir títulos primados fiscalmente. En las obligaciones bonificadas el inversor percibe cupones regulares y sólo soporta una retención del 1,2%, pero puede deducir de su cuota en el IRPF hasta un 24% del cupón bruto. Por tanto, la rentabilidad financiero-fiscal es superior a la fijada por el cupón y tanto más alta cuanto mayor sea el tipo impositivo marginal del inversor. Estas emisiones pierden las ventajas fiscales si el inversor es un banco, caja de ahorros o compañía de seguros.

Existen tres grandes mercados para los títulos de renta fija: la Bolsa (mercado electrónico de renta fija de la Bolsa de Madrid), el AIAF (mercado mayorista de renta fija privada regido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) y el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta del Banco de España. En estos mercados se negocian los títulos con fijación diaria de precios de compra-venta y elevada liquidez. El precio de la operación está determinado por las posiciones de oferta y demanda y por las comisiones que cobre el intermediario. En principio, el mercado más líquido es el Mercado de Deuda Pública Anotada, desarrollado a través de la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España.

En las emisiones con rendimiento explícito, el emisor ofrece de antemano el cupón que pagará durante toda la vida de la emisión, aunque también pueden realizarse emisiones con

cupón variable, revisable periódicamente en función de la evolución del mercado interbancario u otro índice.

Algunas emisiones se diseñan de forma que la rentabilidad no se conoce hasta la amortización de los títulos. Este es el caso de las ofertas de títulos de amortización referenciada a un índice bursátil, los bonos-bolsa, aparecidos a finales de 1993 y donde el precio de amortización varía en función de la evolución del índice durante el período de vida de los títulos.

Los títulos de renta fija están sujetos básicamente a dos riesgos: el de impago del emisor referente al principal o al pago de los intereses, y el de variación de los tipos de interés, que puede afectar al inversor que decide deshacer su posición antes del vencimiento. Igualmente, hay un riesgo de reinversión de los intereses percibidos por el inversor a lo largo del horizonte de planificación. Habitualmente, las emisiones de alto riesgo ofrecen, por término medio, mayores rentabilidades.

La inversión mínima en títulos de renta fija es muy variable. El nominal de las Letras del Tesoro es de un millón de pesetas y el de los Bonos y Obligaciones del Estado de 10.000 pesetas.

Las comisiones de intermediación varían considerablemente en función de la cantidad de papel que circule en el mercado y del intermediario al que acuda el inversor. Para las emisiones del Estado, el Banco de España cuenta con oficinas en las que el inversor puede abrir una cuenta directa, con sólo una comisión de un uno por mil en el momento de la amortización si el título se mantiene hasta su vencimiento.

Los títulos de renta fija son apropiados para ahorradores conservadores que no quieran soportar excesivos riesgos y para los profesionales que invierten parte de sus carteras en renta fija para compensar los riesgos que asumen en otros mercados.

El inversor que suscribe una emisión cupón cero tiene en cuenta el aspecto fiscal, ya que al no percibir intereses periódicos no declara hasta el final. En una emisión bonificada, el inversor busca, sobre todo, reducir la carga fiscal. Por contra, en una emisión con cupón variable, cuyo tipo se fija en función de la evolución del MIBOR o de los intereses de referencia de los bancos, se busca asegurar unos intereses acordes con los del mercado.

En el caso de los bonos-bolsa, el inversor apuesta por la buena marcha de la Bolsa durante el período de vida de la emisión. Estas emisiones garantizan el reembolso íntegro de lo invertido y ofrecen, en el vencimiento, una prima idéntica al porcentaje de ganancia del índice en ese período.

Los valores del Estado son el activo de renta fija más popular en nuestro mercado y, en ellos, se busca sobre todo la seguridad. A través de los Fondos de Inversión y fondos invertidos parcialmente en renta fija, que absorben una gran cantidad de papel estatal, el inversor tiene acceso a todos los valores públicos despreocupándose de la gestión de su cartera.

El eficaz mercado secundario organizado por el Banco de España así como el mercado de renta fija de la Bolsa de Madrid han dotado de una enorme liquidez a las emisiones de títulos de renta fija, por lo que estos títulos figuran entre los preferidos por los grandes inversores institucionales (fondos de inversión) españoles y extranjeros.

CAPÍTULO 4

LA RENTABILIDAD FINANCIERA DE LOS FONDOS: FACTORES DETERMINANTES

4.1 - INTRODUCCIÓN

Una vez transcurrido un período de tiempo razonable desde que se iniciara, en la segunda mitad de 1991, el *boom* de los fondos en España, en este capítulo nos proponemos identificar las variables determinantes de la rentabilidad alcanzada por este tipo de instituciones de inversión colectiva.

Para llevar a cabo la investigación utilizaremos una metodología basada en técnicas estadísticas multivariantes que permita considerar y analizar, conjunta y simultáneamente, aquellas variables¹⁵¹ que, en principio, pueden tener algún tipo de relación con la rentabilidad obtenida por los fondos que integran cada una de las categorías consideradas.

Las técnicas estadísticas utilizadas son: el análisis discriminante múltiple (en adelante ADM) y el modelo logístico o análisis logit (en adelante AL), metodologías muy habituales en los trabajos sobre predicción de fracasos y quiebras empresariales¹⁵², aunque también se pueden utilizar para determinar las diferencias entre empresas rentables y no rentables¹⁵³. Siguiendo esta línea, nuestro objetivo consiste en determinar las características diferenciadoras entre los fondos de inversión con una rentabilidad superior a la rentabilidad promedio de la categoría analizada y los fondos cuya rentabilidad se sitúa por debajo de la misma.

¹⁵¹ Dada la dificultad para obtener algunos de los datos relativos a las variables que definen los fondos de inversión mobiliaria, en los análisis efectuados únicamente consideramos aquellas variables para las cuales disponemos de información.

¹⁵² Una extensa relación de este tipo de trabajos puede verse, por ejemplo, en la bibliografía citada por LÓPEZ, D., MORENO, J. y RODRÍGUEZ, P., 1994.

¹⁵³ Véase, por ejemplo, FANJUL, O. y MARAVALL, F., 1985, que aplican el análisis discriminante al sector bancario en España.

A continuación analizaremos la evolución reciente de la rentabilidad de los fondos de inversión en España. En el apartado tercero presentaremos aquellas variables que consideramos potencialmente explicativas de la rentabilidad conseguida por los fondos. Después describiremos las técnicas estadísticas utilizadas en la investigación para exponer, posteriormente, los resultados obtenidos mediante su aplicación y ver, de este modo, cuáles son las variables que explican la rentabilidad de los fondos en las diferentes clases consideradas¹⁵⁴. Todos los estudios de este capítulo los realizaremos con datos referentes a los años 1994 y 1995.

4.2 - ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA

Previamente a la realización del estudio que busca determinar cuáles son los factores que explican las diferentes rentabilidades conseguidas por los fondos de inversión, incluso cuando tienen la misma vocación inversora, creemos que resulta interesante comentar la evolución en los últimos cinco años de la rentabilidad de los fondos, tanto en el caso de los FIM como en el caso de los FIAMM.

La caída de los tipos de interés a lo largo del primer semestre de 1991 llevó consigo la revalorización de las carteras de muchos fondos de inversión, siendo los grandes beneficiados los FIM de renta fija (en adelante FIMRF), que alcanzaron rentabilidades notables a lo largo de ese período. Por otra parte, un factor adicional a ese comportamiento de los tipos de interés, fue el efecto positivo que tuvo sobre las rentabilidades de los fondos la reducción del tipo impositivo aplicable a los mismos en el Impuesto de Sociedades.

¹⁵⁴ La categoría a la que pertenece el fondo obedece al grado de concentración de valores de renta fija, a valor de realización, que existe en la cartera del fondo. La clasificación coincide con la propuesta por la CNMV, ya analizada en el capítulo segundo.

Pese a que la proporción de la cartera de los FIM de renta fija mixta (en adelante FIMRFM) invertida en el mercado bursátil era pequeña, la evolución de la Bolsa incidió en las rentabilidades medias conseguidas por este tipo de fondos.

En el primer trimestre de 1991, ante la tendencia alcista de los mercados de renta variable, los FIM de renta variable (en adelante FIMRV) y los FIM de renta variable mixta (en adelante FIMRVM), muy influidos por la evolución bursátil, obtuvieron, por término medio, unas rentabilidades muy por encima de las conseguidas por aquellos fondos con predominio de la renta fija en sus carteras. Sin embargo, la atonía de los mercados de renta variable a lo largo de los dos siguientes trimestres hizo que las rentabilidades de los FIMRV y FIMRVM decayeran sustancialmente, llegando a ser de signo negativo en el caso de los FIMRV. A finales de 1991, las pérdidas fueron considerables en ambos tipos de fondos.

En cuanto a los FIAMM, como puede apreciarse en la Figura 4.1, la rentabilidad obtenida en la primera mitad de 1991 fue, por término medio, muy superior a la de la segunda mitad. Si tenemos en cuenta el tipo de activos que componen la cartera de esta clase de fondos y, sobre todo, su concentración en títulos públicos, el intervalo de variación de las rentabilidades dentro de esta categoría inversora, casi de 3,6 puntos, es destacable por lo inesperado.

Durante 1992, el mal comportamiento bursátil a partir del segundo trimestre y la caída en los precios de la Deuda Pública en el tercer trimestre, afectaron negativamente a las rentabilidades de los FIM. Con carácter general, los FIM menos perjudicados fueron aquéllos con una mayor proporción de su cartera invertida en títulos de renta fija. No obstante, la estabilización de los precios de la Deuda Pública en el último trimestre del año y la recuperación de las cotizaciones bursátiles, contribuyeron a que los FIM consiguiesen las mayores rentabilidades trimestrales del año.

La gran inestabilidad en los mercados en la segunda mitad de 1992 hizo que la volatilidad en las rentabilidades de los FIM se incrementase respecto al año anterior. Por otro lado, la volatilidad de los rendimientos de los fondos con parte de sus inversiones materializadas en divisas todavía fue mayor debido a la inestabilidad en los mercados cambiarios.

Como podemos comprobar en la Figura 4.3, las variaciones en la rentabilidad de los FIMRV ante variaciones bruscas en los mercados, en promedio, son más suaves que las observadas para el Índice General de la Bolsa de Madrid (en adelante IGBM). Por otra parte, en la Figura 4.2 observamos una pauta similar a la comentada para los FIMRV en la rentabilidad de los FIMRF cuando la comparamos con la del Índice de Rendimiento de Deuda del Estado (en adelante IRDE), si bien dicho comportamiento obedece a diferencias en la composición de la cartera de los FIMRF en relación a la del IRDE. En concreto, la duración de la cartera de los FIMRF es menor¹⁵⁵ que la duración de la cartera a partir de la cual se obtiene el IRDE. Según el informe anual de la CNMV (1992), la parte de la cartera de los FIMRF invertida en Deuda Pública a muy corto plazo mostró una tendencia creciente en el segundo semestre de 1992, siendo la rentabilidad media de los FIMRF, en el tercer trimestre, de un 1,21% frente al -2,28% del IRDE.

En cuanto a los FIAMM, en 1992, sus rentabilidades se vieron condicionadas por la rentabilidad de la Deuda del Estado¹⁵⁶. La caída en los precios de la Deuda Pública a partir de junio afectó negativamente a los FIAMM, haciendo que éstos ofreciesen una rentabilidad inferior al tipo de interés que ofrecían las Letras del Tesoro. Por otra parte, en

¹⁵⁵ Los FIMRF mantienen una parte importante de su patrimonio materializada en Deuda Pública a muy corto plazo, mientras que la cartera a partir de la cual se obtiene el IRDE se compone de Bonos y Obligaciones del Estado. Ver Informe anual de la CNMV, 1992, pág. 179.

¹⁵⁶ Más del 80% de la cartera de los FIAMM estaba materializada en Deuda del Estado. Informe anual de la CNMV, 1992.

comparación a períodos anteriores, en 1992, el rango de variación en las rentabilidades de los FIAMM fue menor.

En 1993, los FIM obtuvieron unas rentabilidades medias superiores a las de 1992. Según el informe anual de la CNMV (1993), a partir del cuarto trimestre de 1992 comenzaron a recuperarse las rentabilidades, una vez que los mercados habían descontado las caídas en los tipos de interés que repercutieron favorablemente sobre los precios de los valores tanto de renta fija como de renta variable. Dado el buen comportamiento del mercado bursátil, cuanto mayor era la proporción del patrimonio de los fondos colocada en renta variable, mayor fue la rentabilidad lograda por los mismos.

Durante 1993, la rentabilidad de los FIMRV estuvo sujeta a una menor volatilidad que la del IGBM debido, básicamente, a que alguno de los FIMRV tenía valores de renta fija en su cartera que amortiguaban los movimientos del mercado. Por otro lado, la menor duración de las carteras de los FIMRF en relación a la cartera utilizada para calcular el IRDE permitía obtener unos resultados similares.

Por otra parte, la caída de los tipos de interés tuvo un efecto positivo a corto plazo sobre el rendimiento de los FIAMM, beneficiando, sobre todo, a los fondos con una mayor duración de sus carteras. Asimismo, la depreciación de la peseta durante ese período favoreció a aquellos fondos que invertían en valores extranjeros. Por contra, en el segundo semestre, como puede verse en la Figura 4.1, al seguir bajando los tipos de interés y renovarse las carteras de los FIAMM a unos tipos más bajos, la rentabilidad de estos fondos se vio afectada negativamente.

FIGURA 4.1
EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES TRIMESTRALES DE LOS FIAMM
Y REPOS A 1 MES DE LAS LETRAS DEL TESORO

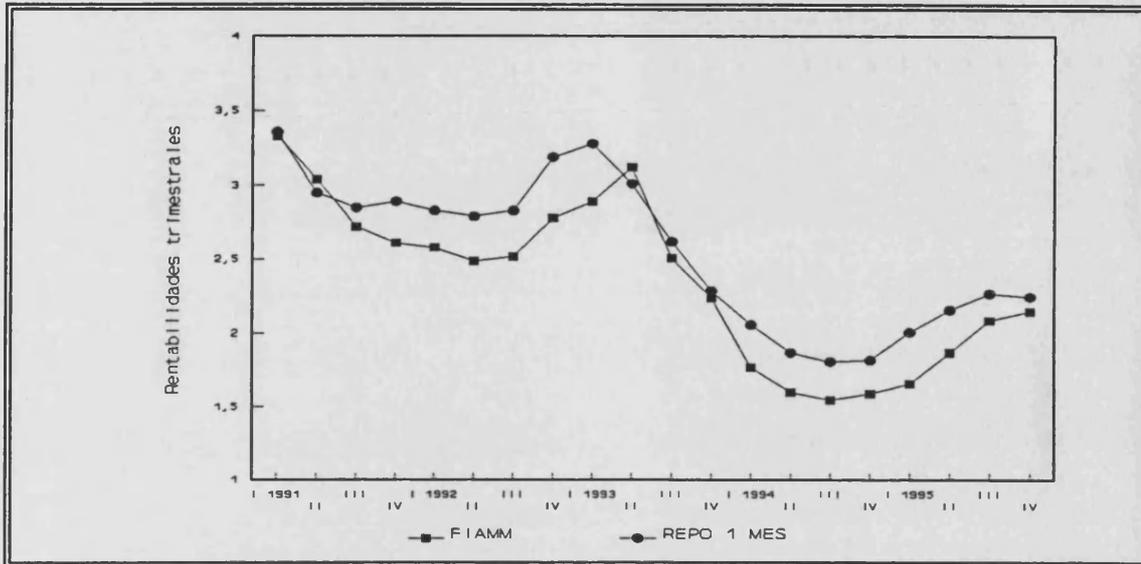


FIGURA 4.2
EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES TRIMESTRALES DE LOS FIM RF Y DEL IRDE

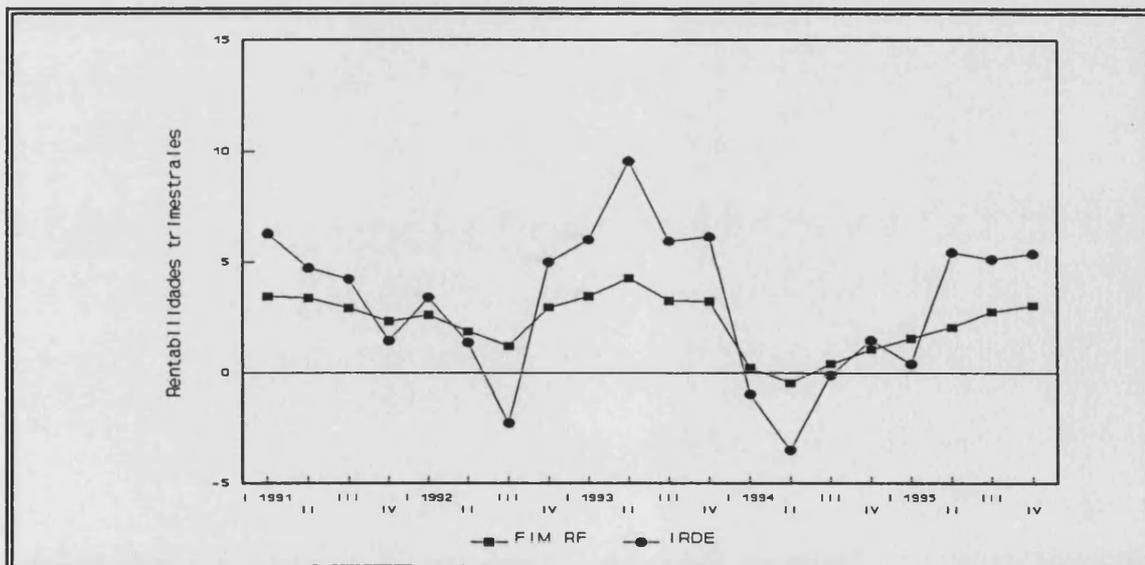
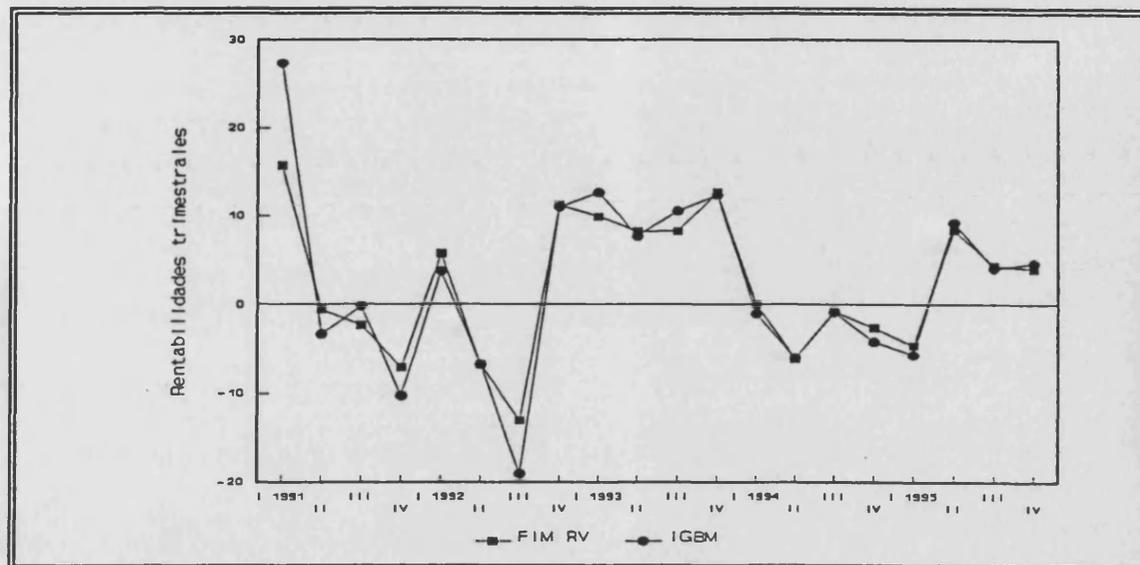


FIGURA 4.3
EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES TRIMESTRALES DE LOS FIM RV Y DEL IGBM



Si comparamos la rentabilidad de los FIAMM con la rentabilidad de las operaciones de adquisición temporal de deuda, observamos que la rentabilidad relativa de los FIAMM mejora cuando se producen caídas en los tipos de interés porque una parte del patrimonio de los FIAMM está invertido en valores en firme cuyo valor varía inversamente con los tipos de interés. Por este motivo, la relajación de la política monetaria durante 1993 permitió que los FIAMM mejorasen su rentabilidad relativa frente a la inversión en operaciones con pacto de recompra¹⁵⁷.

Debido a que las bajadas de tipos de interés en 1993 habían llevado a los gestores de fondos a incrementar las posiciones en Deuda Pública a largo plazo, a partir de febrero de 1994, la subida de tipos de interés en los mercados de Deuda Pública a largo plazo y el comportamiento desfavorable

¹⁵⁷ Informe anual de la CNMV, 1993, pág. 207.

de la Bolsa afectaron de forma negativa a la rentabilidad de los fondos. En el segundo trimestre de 1994, aquellos fondos con una mayor proporción de su cartera invertida en renta variable, sufrieron en mayor medida las fuertes convulsiones de los mercados de Deuda Pública.

En la segunda mitad de 1994, los FIM optaron por acortar la duración de sus carteras, produciéndose una pequeña recuperación en sus rentabilidades. En cualquier caso, las rentabilidades de los FIMRV y FIMRVM continuaron siendo de signo negativo por la tendencia bajista del mercado bursátil.

Al comparar los FIMRV con el IGBM, en 1994, como en años anteriores, los FIMRV reflejan una menor variabilidad en sus valores liquidativos que la que se observa en el IGBM, aunque de menor cuantía debido al comportamiento de los mercados de Deuda Pública. En cuanto a los FIMRF, éstos presentan también menor variación en sus rentabilidades que el IRDE.

En 1994, la rentabilidad de los FIAMM se vio menos afectada que la de los FIM por la evolución de los mercados de Deuda Pública. La menor duración de la cartera de los FIAMM en relación a los FIM hace que las variaciones en los tipos de interés incidan menos en sus valores liquidativos. Por otra parte, los aumentos en los tipos de interés se iniciaron en los mercados de Deuda Pública a largo plazo produciéndose, además, durante el año, reducciones en los tipos a muy corto plazo. Si comparamos la rentabilidad de los repos a 1 mes sobre Letras del Tesoro con las rentabilidades de los FIAMM, las comisiones de gestión y la evolución de los tipos de interés explican las diferencias observadas.

A partir del segundo trimestre de 1995, la recuperación de los mercados comenzó a reflejarse en las rentabilidades medias de los fondos de inversión, en especial, en aquellos fondos con un mayor peso de la renta variable en sus carteras, que se beneficiaron de la caída de los tipos de interés en los mercados de Deuda Pública a medio y largo plazo.

Durante 1995, las rentabilidades trimestrales de los FIMRV presentan una evolución muy similar a la rentabilidad del IGBM aunque, en general, las variaciones medias de los valores liquidativos de los FIMRV son algo menores a las oscilaciones del IGBM, ya que parte de la cartera de los FIMRV está materializada en valores de renta fija.

Por otra parte, en 1995, se aprecia una menor volatilidad de las rentabilidades trimestrales de los FIMRF con respecto a la del IRDE, ya que el porcentaje de adquisiciones temporales de activos que mantienen los FIMRF en sus carteras es muy alto.

Por último, los FIAMM, debido a la composición de sus carteras¹⁵⁸, se beneficiaron menos que los FIMRF de la caída de los tipos de interés de la Deuda Pública a medio y largo plazo y, por otra parte, la menor rentabilidad de los FIAMM en relación a la de los repos a 1 mes sobre Letras del Tesoro se vuelve a explicar por las comisiones de gestión y de depósito de los FIAMM.

4.3 - LAS VARIABLES EN EL ANÁLISIS

En este apartado exponemos aquellas variables que, a nuestro juicio, pueden incidir en la rentabilidad lograda por un fondo de inversión. Estas variables las utilizaremos posteriormente para tratar de detectar los atributos más importantes a la hora de explicar por qué un fondo resulta más rentable que otro de la misma vocación inversora.

En el análisis hay dos tipos de variables: por una parte, la variable dependiente, que en nuestro caso es la rentabilidad obtenida por el fondo y que definimos como la

¹⁵⁸ Las adquisiciones temporales de activos y Letras del Tesoro suponen, a finales de 1995, un 92,25% del patrimonio de los FIAMM.

variación porcentual entre la suma del valor liquidativo al final del período considerado más los beneficios distribuidos durante dicho período y el valor liquidativo al principio del período y, por otra, las variables independientes o explicativas¹⁵⁹. Ya que no parece existir consenso respecto al nombre con que referirnos a las mismas, utilizaremos indistintamente los términos explicativas y clasificadoras.

En el Cuadro 4.1 figuran las variables potencialmente explicativas de la rentabilidad de los FIM, así como las siglas que utilizamos para referirnos a cada una de ellas en los análisis posteriores. Hemos optado por establecer cuatro grupos de variables clasificadoras:

- variables relativas a la distribución del patrimonio del fondo, expresadas como un porcentaje del mismo;
- variables de mercado;
- una variable referente al riesgo asumido por el fondo;
- dos variables cualitativas de carácter general.

A continuación describimos más detalladamente cada una de las variables de los diferentes grupos establecidos:

1 - Variables relativas a la distribución del patrimonio de cada fondo

El patrimonio o activo total de que consta un fondo de inversión es la suma de tres componentes: la liquidez del fondo, la composición de su cartera (cartera exterior + cartera interior) y el saldo neto. Estas variables, así como las distintas partidas resultantes del desglose de la denominada cartera interior, están expresadas en términos porcentuales del patrimonio total del fondo.

¹⁵⁹ Las variables clasificadoras no deben ser combinación lineal de otras variables y, además, dos variables perfectamente correlacionadas no deben utilizarse al mismo tiempo.

Cuadro 4.1
VARIABLES EXPLICATIVAS

A - Distribución del patrimonio

- Liquidez (L)
- Cartera interior
 - Acciones y participaciones (A)
 - Activos monetarios privados (AMP)
 - Adquisiciones temporales de activos (ATA)
 - Fondos públicos (FP)
 - Opciones nacionales compradas (ONC)
 - Otros valores de renta fija (OVRF)
- Cartera exterior (CEXT)
- Saldo neto (SN)

B - Variables de mercado

- Crecimiento neto del patrimonio (CNPAT)
- Poder de mercado sobre patrimonio (PMPAT)
- Poder de mercado sobre partícipes (PMPAR)
- Comisión de gestión sobre patrimonio (CGsP)
- Comisión de gestión sobre resultados (CGsR)
- Comisión de depósito (CD)

C - Variable de riesgo

- Volatilidad (VOL)

D - Variables generales dicotómicas

- Grupo financiero (BCOI)
- Antigüedad del fondo (ANT2)

Nota: Todas las variables, salvo las generales (dicotómicas) y CNPAT (en millones de pesetas), están expresadas en porcentajes. La abreviatura referente a cada variable figura entre paréntesis.

La liquidez (L), como su propio nombre indica, hace referencia a la parte del patrimonio (en porcentaje) que el fondo tiene en situación de liquidez, básicamente depósitos a la vista. Podemos definirla como el saldo de las cuentas

corrientes mantenidas por el fondo en la entidad depositaria sobre el total del patrimonio, de manera que la mayor o menor incidencia de esta variable en la rentabilidad de un fondo dependerá de la remuneración de las cuentas. Además, la parte del patrimonio mantenida en liquidez puede permitir a los gestores aprovechar determinadas situaciones en los mercados financieros.

El saldo neto (SN) se define como la diferencia (en porcentaje) entre los saldos de las cuentas de deudores y acreedores sobre el total del patrimonio. En los balances de los fondos, las partidas deudoras vienen dadas, básicamente, por los pagos a cuenta en el Impuesto de Sociedades¹⁶⁰ y por los impuestos anticipados. Por otra parte, la partida «acreedores a corto plazo» hace referencia, sobre todo, a las comisiones a pagar por la gestión y custodia del fondo.

Para analizar la influencia de la composición de la cartera de un fondo en su rentabilidad, distinguimos entre cartera exterior y cartera interior, desglosando esta última en las siguientes partidas:

- acciones y participaciones en fondos de inversión;
- fondos públicos (adquisiciones de títulos en firme);
- activos monetarios privados, básicamente pagarés de empresa de elevada liquidez;
- otros valores de renta fija, sobre todo, obligaciones privadas;
- warrants y opciones nacionales compradas;
- adquisiciones temporales de activos.

Todas estas partidas, expresadas como porcentajes sobre el total del patrimonio, dan lugar a posibles variables explicativas en el ADM o en el AL. La composición de la cartera que tenga un fondo de inversión, ante determinadas

¹⁶⁰ Cuando un fondo de inversión termina el ejercicio con pérdidas no devenga Impuesto de Sociedades. El saldo de las retenciones y pagos a cuenta del impuesto es un saldo deudor en el activo del balance del fondo.

situaciones políticas y de mercado, será decisiva en la rentabilidad que obtenga en la misma.

2 - Variables de mercado

Dentro de este conjunto de características consideramos dos tipos de variables: por una parte, aquéllas que nos determinan la cuota de mercado que ostenta un fondo en relación a los demás fondos del sector, y por otra parte, las comisiones, expresadas en porcentaje, que cobra un fondo de inversión y que se tienen en cuenta en el valor liquidativo que se determina diariamente.

En relación a las primeras, hemos diseñado tres variables: la cuota de mercado respecto del número total de partícipes (PMPAR), la cuota de mercado respecto del patrimonio total gestionado (PMPAT) y el crecimiento neto del patrimonio del fondo (CNPAT), expresado este último en millones de pesetas.

Pensamos que la cuota de partícipes que ostenta un fondo respecto del total de partícipes (PMPAR) no va a influir de forma notable en la rentabilidad del fondo porque ningún inversor tiene asignada una cantidad fija de patrimonio en un fondo concreto. En cuanto a la cuota de patrimonio que representa un fondo dentro del sector (PMPAT), podemos pensar que una mayor cuota de mercado lleva consigo un mayor poder de negociación. Además, la acumulación de patrimonio ofrece la posibilidad de diversificar la inversión sin perder con ello el mencionado poder de negociación. Con esta variable tratamos de investigar si, para fondos de similar vocación inversora, el poder de mercado que ostentan, medido éste en términos de volumen patrimonial gestionado, influye en la rentabilidad que obtienen.

El crecimiento neto del patrimonio gestionado por un fondo (CNPAT) vendrá dado por la expresión (1):

$$CNPAT = PAT_t - PAT_{t-1} (1+R) \quad (1)$$

donde PAT_{t-1} y PAT_t representan el patrimonio, en millones de pesetas, gestionado por el fondo al comienzo y al final del año respectivamente y R la rentabilidad anual, en tanto por uno, obtenida por el fondo neta de las comisiones de gestión y depósito. Dado que se trata de fondos de acumulación, un valor positivo de esta variable indicará que el fondo ha captado recursos durante el año analizado, mientras que si el valor es negativo, aunque el patrimonio al final del año supere al existente a principios de año, esta diferencia obedecerá simplemente a la revalorización del patrimonio inicial y no a la captación de nuevos recursos por parte del fondo.

Con la inclusión de esta variable en el análisis pretendemos analizar si el crecimiento neto en el patrimonio de un fondo es un factor que determina que ese fondo sea más (menos) rentable que otro de la misma categoría inversora pero que ha sufrido desinversiones en su patrimonio en el año analizado.

Por otra parte, las comisiones que cobra un fondo de inversión constituyen un factor importante a la hora de determinar su rentabilidad ya que, en ocasiones, pueden resultar bastante elevadas y poco justificadas. La competencia entre las sociedades gestoras para ganar cuota de mercado ha dado lugar a que éstas traten de buscar ventajas competitivas en las comisiones que se cobran por la inversión en fondos. Además, los malos resultados obtenidos en el año 1994 indujeron a muchas sociedades gestoras a tratar de compensarlos con una reducción en las comisiones¹⁶¹.

¹⁶¹ A pesar de ello, la mayoría de las comisiones establecidas en España están próximas a los límites máximos legales y casi siempre son superiores a las del resto de Europa. El análisis de las comisiones en los fondos de inversión puede consultarse en el capítulo segundo.

En el presente estudio nos centramos en la comisión de depósito y en las comisiones de gestión, diferenciando la calculada sobre el patrimonio gestionado y la calculada en función de los resultados, ya que son las que reflejan el coste de las gestoras por realizar estas actividades por cuenta de terceros¹⁶² y, además, son las que están incluidas en el valor liquidativo diario del fondo puesto que, tanto la comisión de suscripción como la de reembolso, las paga el partícipe directamente a la sociedad gestora en el momento de entrar o salir del fondo.

3 - Variable indicadora de riesgo

En el análisis incluimos como variable indicativa del riesgo la volatilidad (VOL), que recoge la dispersión de la rentabilidad con respecto a una media de referencia. Como medida de la misma tomamos la desviación típica de las rentabilidades mensuales del fondo en los últimos seis meses. Cuanto mayor es la volatilidad de un fondo de inversión, mayor es su riesgo, lo cual a priori no es ni bueno ni malo, porque la variación en la rentabilidad puede darse tanto a la baja como al alza y lo que cuenta es la rentabilidad media anual efectivamente alcanzada.

4 - Variables generales

Finalmente, incluimos dos variables cualitativas que, a priori, puede que influyan en que un fondo obtenga una mayor o menor rentabilidad que otro con idéntica vocación inversora. Estas variables son: la antigüedad del fondo (ANT2) y el grupo financiero (BCOI) al que está vinculada la sociedad gestora del fondo, distinguiendo, en este sentido, entre el grupo financiero integrado por bancos y cajas de ahorros y un grupo, al que denominamos independiente, que recoge al resto de sociedades gestoras no vinculadas al primero. Trataremos de

¹⁶² Tanto la comisión de gestión como la comisión de depósito están periodificadas para evitar alteraciones importantes en el valor liquidativo.

analizar si las sociedades gestoras pertenecientes al grupo de bancos y cajas gestionan sus fondos en favor de los intereses de sus partícipes o lo hacen en beneficio de la entidad matriz a la que están vinculadas.

La posible influencia de estos dos atributos la expresamos mediante dos variables cualitativas de carácter dicotómico, que toman el valor 0, si el fondo no cuenta con más de dos años de antigüedad o pertenece a una sociedad gestora vinculada al grupo de bancos y cajas respectivamente, y el valor 1, en caso contrario.

La antigüedad del fondo tal vez sea una variable importante si se asocia con una buena gestión producto de la capacidad y experiencia acumulada. Consideramos que un fondo que lleva funcionando un período de tiempo superior a dos años está suficientemente contrastado en el mercado. No obstante, esta variable puede presentar limitaciones importantes por diversas razones: cambios en el equipo gestor, número de personas encargadas de la gestión y toma de decisiones, etc.

Para finalizar esta exposición de las variables explicativas incluidas en el análisis, queremos señalar que el conjunto de variables expuesto no es exhaustivo ni excluyente, ya que somos conscientes de la existencia de otras variables que también influyen en la rentabilidad de los fondos de inversión, si bien, por falta de información disponible o por la dificultad en su medición, no las hemos podido utilizar en nuestro trabajo.

4.4 - MODELOS MULTIVARIANTES UTILIZADOS EN EL ANÁLISIS

En este epígrafe exponemos dos modelos alternativos que utilizaremos para determinar los factores explicativos de la rentabilidad lograda por los fondos de inversión en el período objeto de estudio: el análisis discriminante con regla de

asignación lineal y el modelo logit de respuesta cualitativa¹⁶³.

Si bien se trata de modelos diferentes, en cuanto a las hipótesis que realizan y las técnicas estadísticas que utilizan para estimar sus parámetros, presentan un aspecto común, ya que en ambos se relaciona un conjunto de variables independientes con una variable dependiente que únicamente toma en nuestro caso dos valores, encontrándonos, por tanto, ante un problema dicotómico.

4.4.1 - El análisis discriminante

El análisis discriminante es una técnica de análisis estadístico multivariante que parte de dos o más grupos de elementos previamente definidos y caracterizados, cada elemento, por una serie de variables explicativas.

En nuestro caso, aplicamos el análisis discriminante a la industria de fondos de inversión mobiliaria, siendo las variables clasificadoras las expuestas en el epígrafe tercero de este capítulo.

Como punto de partida, consideramos dos grupos de fondos de inversión: no rentables (grupo 1) y rentables (grupo 2), siendo nuestro objetivo conocer las diferencias entre estos dos grupos en base a una función que contiene las variables que justifican la separación establecida.

Siguiendo a URIEL (1995), el análisis discriminante se puede utilizar básicamente para dos tipos de actividades:

¹⁶³ A este tipo de modelos también se les denomina categóricos o de elección discreta. Sobre estos modelos puede consultarse el estudio de GRACIA DÍEZ, M., 1988, págs. 7-49.

- Descriptiva: sirve para separar los distintos grupos de elementos y explicar sus diferencias básicas mediante el estudio de las formas en las que difieren los grupos.
- Predictiva: permite clasificar de forma óptima en el futuro a un nuevo elemento dentro de uno de los grupos previamente definido.

A través de esta técnica de análisis, construimos una función discriminante que sintetiza el conjunto de variables explicativas y que nos permite estudiar las diferencias entre los grupos de elementos. La ecuación (2) refleja la combinación lineal de las variables explicativas que mejor diferencia a los dos grupos. Esa combinación lineal se denomina función discriminante de Fisher:

$$D_i = B_1V_{1i} + B_2V_{2i} + \dots + B_pV_{pi} \quad (2)$$

siendo:

- V_{ji} el valor que toma la variable discriminante j del fondo i
- B_j el coeficiente de ponderación de la variable explicativa j
- D_i la puntuación en la función discriminante correspondiente al fondo i .

El problema planteado consiste en obtener los coeficientes de ponderación¹⁶⁴. Los coeficientes B_j , estimados a partir de los datos muestrales, son los que hacen que la función discriminante maximice la separación entre los grupos y minimice la variación dentro de los mismos. Por tanto, se

¹⁶⁴ El método para calcular los coeficientes de la función discriminante puede encontrarse, por ejemplo, en KLECKA, W.R., 1980.

calculan de forma que la distancia entre las medias de las puntuaciones de los dos grupos sea lo mayor posible.

Siguiendo a URIEL (1995), el criterio para la obtención de la función discriminante de Fisher consiste en maximizar la ratio siguiente, a la que denominamos E :

$$\text{Max } E = \frac{\text{Variabilidad de } D \text{ entre-grupos}}{\text{Variabilidad de } D \text{ intra-grupos}} \quad (3)$$

De esta forma, se consigue que los grupos estén muy alejados entre sí, variabilidad entre grupos elevada, y que los componentes de cada grupo se encuentren muy próximos unos de otros, variabilidad intragrupos baja. Con cualquier otra combinación de las variables distinta de la propuesta en la expresión (3), la ratio que obtendríamos sería más pequeña.

Para resumir la posición de un grupo se puede calcular su centroide, que se define como la media de las puntuaciones de todos los elementos que integran ese grupo. Además, la comparación entre centroides permite obtener una visión de cómo difieren los grupos, de forma que la función discriminante de Fisher es la que permite separar al máximo los centroides de los distintos grupos y, al mismo tiempo, que se concentren las puntuaciones de los elementos de un mismo grupo alrededor de su centroide.

En nuestro caso, si partimos de una muestra formada por n fondos de inversión, dividida en dos grupos, en la cual existen n_1 fondos que pertenecen al grupo 1 y n_2 fondos que pertenecen al grupo 2, siendo $n=n_1+n_2$, la ratio E que tratamos de maximizar vendrá dada por la expresión (4):

$$E = \frac{(\bar{D}_1 - \bar{D}_2)^2}{\sum_{g=1}^2 \sum_{i=1}^{n_g} (D_{ig} - \bar{D}_g)^2} \quad (4)$$

donde \bar{D}_1 y \bar{D}_2 son los centroides de los grupos 1 y 2 y D_{ig} es la puntuación del fondo i del grupo g . El valor de esta ratio será mayor cuanto más diferentes sean los grupos.

A partir de la función discriminante, si conocemos el punto que se toma como referencia para efectuar esa clasificación, podemos clasificar a los fondos en uno de los dos grupos. A este punto se le conoce como punto de corte discriminante (C) y se calcula promediando los centroides:

$$C = \frac{\bar{D}_1 + \bar{D}_2}{2} \quad (5)$$

El criterio seguido para clasificar al fondo de inversión i es el siguiente: si $D_i < C$, se le clasifica en el grupo 1, y si $D_i > C$, se le clasifica en el grupo 2. No obstante, normalmente, se resta el valor C a la función, obteniéndose la expresión (6):

$$D_i - C = B_1 V_{1i} + B_2 V_{2i} + \dots + B_p V_{pi} - C \quad (6)$$

que nos permite clasificar a un fondo de inversión en el grupo 1 si $D_i - C < 0$, y en el grupo 2, en otro caso¹⁶⁵.

Para obtener la ecuación de la recta que delimita a los dos grupos igualamos a cero el segundo término de la expresión (6):

$$B_1 V_{1i} + B_2 V_{2i} + \dots + B_p V_{pi} - C = 0 \quad (7)$$

Aplicando este criterio de clasificación podemos cometer dos tipos de errores, denominados error de tipo I y error de tipo II. Si la puntuación discriminante para un fondo que efectivamente no ha sido rentable es superior a cero, se

¹⁶⁵ Ver URUEL, E., 1995, págs. 271-272.

produce un error de tipo I, ya que mediante el análisis discriminante estamos clasificando a un fondo que realmente no ha sido rentable como entidad rentable. De manera similar, si la puntuación discriminante para un fondo que en la realidad ha sido rentable es menor que cero, se produce un error de tipo II, ya que clasificamos como no rentable a una entidad rentable.

Siguiendo a URIEL (1995), cuando con el análisis discriminante se desea ir más lejos de la simple clasificación se requiere la formulación previa de hipótesis estadísticas. En concreto, cuando el número de variables es muy elevado y no se conoce cuáles son las más relevantes, para realizar contrastes de significación sobre el modelo así como contrastes utilizados en el proceso de selección de variables, se requieren hipótesis sobre la población y sobre el proceso de obtención de la muestra.

Los grupos tienen que ser muestras de poblaciones distribuidas como una normal multivariante y las matrices de varianzas-covarianzas de las poblaciones aproximadamente iguales¹⁶⁶. No obstante, se trata de una técnica robusta que admite, sin grandes errores en la clasificación, desviaciones en los mencionados requisitos¹⁶⁷.

Casi todos los estudios de carácter aplicado ignoran el problema de la distribución de las variables y admiten que el análisis proporciona aproximaciones razonables aunque no se cumpla la hipótesis de normalidad¹⁶⁸.

El cumplimiento de la hipótesis de normalidad es importante para la validez del test de significación, es

¹⁶⁶ A este último requisito se le conoce como «hipótesis de homoscedasticidad».

¹⁶⁷ Ver LACHENBRUCH, P.A., 1975, págs. 41-46.

¹⁶⁸ Ver EISENBEIS, R.A., 1977, pág. 876.

decir, cuando utilizamos una muestra de una población, tendríamos que validar la significación estadística de la función discriminante¹⁶⁹. En tal test se compara un estadístico de una muestra a una distribución de probabilidad teórica para ese estadístico. No obstante, cuando la muestra de la población es muy grande, como señala KLECKA (1980), se puede ignorar el test de significación.

Respecto a la hipótesis de igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas de los grupos, su incumplimiento afecta a la función discriminante, ya que, para estimar los coeficientes de esta función, se utiliza la matriz de varianzas-covarianzas combinada de los dos grupos. De forma alternativa, se pueden utilizar las matrices separadas de los grupos, dando lugar a una función discriminante cuadrática¹⁷⁰.

Siguiendo a FANJUL y MARAVALL (1985), un problema importante que se plantea en el análisis discriminante es el de determinar qué variables incluir en la función. Cuando disponemos de observaciones de un número relativamente elevado de variables con potencial discriminante se suele aplicar un sistema que permita seleccionar aquéllas con mayor capacidad para discriminar, ya que tratamos de obtener un modelo que comprenda un número relativamente reducido de variables y que a su vez integre una gran cantidad de información.

El procedimiento que generalmente se utiliza para seleccionar las variables que tienen un poder discriminatorio significativo y eliminar las que sean redundantes es el método paso a paso o proceso *stepwise*¹⁷¹. Este método tiene en cuenta

¹⁶⁹ El test de significación puede consultarse, por ejemplo, en KLECKA, W.R., 1980, págs. 38-41.

¹⁷⁰ Generalmente se aplica un esquema lineal, ya que aunque no se cumpla la hipótesis de homoscedasticidad, éste parece lo suficiente robusto para obtener resultados de clasificación similares a los obtenidos con un esquema cuadrático.

¹⁷¹ Ver NORUSIS, M., 1993, SPSS, Professional Statistics, págs. 21-27.

a la vez la selección hacia adelante (*forward*) y la selección hacia atrás (*backward*).

Se trata de un proceso iterativo que comienza seleccionando la variable que implica un mayor poder de discriminación univariante. Después, empareja la variable seleccionada con cada una de las otras y elige la combinación con mayor poder discriminador. Luego, vuelve a emparejar ese par de variables con cada una de las demás y así sucesivamente, hasta que la adición de nuevas variables no contribuya a mejorar significativamente la eficacia discriminadora del modelo. A su vez, en cada etapa se reevalúan las variables que ya han sido introducidas anteriormente en el modelo. «Este procedimiento es una forma eficiente y lógica de buscar la mejor combinación, pero no garantiza que el resultado final sea superior a todos los demás»¹⁷².

Entre los diferentes criterios de selección que existen¹⁷³, vamos a utilizar la minimización del estadístico *lambda* de Wilks, que considera las diferencias entre los grupos y la homogeneidad de los elementos dentro de los mismos.

La ratio *lambda* viene dada por la expresión (8):

$$\frac{\text{variabilidad dentro de los grupos}}{\text{variabilidad total}} \quad (8)$$

con p , $g-1$ y $n-g$ grados de libertad, siendo p el número de variables seleccionadas, g el número de grupos y n el número de casos en la muestra. Cuanto menor sea la variabilidad

¹⁷² KLECKA, W.R., 1980, pág. 53.

¹⁷³ Según FANJUL, O. y MARAVALL, F., 1985, pág. 192, los criterios más utilizados son la *lambda* de Wilks, la distancia cuadrática de Mahalanobis entre los dos centroides y la V de Rao. Una exposición rigurosa de estos y otros criterios puede consultarse en KLECKA, W.R., 1980, págs. 54-58.

dentro de los grupos en comparación a la variabilidad total, más cercano a cero estará el valor que tome la ratio λ . Para contrastar el nivel de significación podemos transformar el estadístico λ en un estadístico F aproximado con p y $n-g-p+1$ grados de libertad.

Como medida de la bondad del ajuste, en cada iteración podemos utilizar como regla de decisión la minimización del estadístico λ de Wilks, siendo el grado de ajuste mayor cuanto menor sea el valor de este estadístico.

Antes de comenzar el proceso de selección es necesario fijar un valor de la F mínimo para entrar y un valor máximo para salir. Tanto la F -para-entrar como la F -para-salir, referidas a la distribución F de Snedecor, son estadísticos que nos permiten contrastar el impacto sobre la discriminación entre grupos derivado de la entrada o salida de cada variable.

La F -para-entrar prueba la discriminación adicional introducida por una variable teniendo en cuenta la discriminación alcanzada por las variables ya seleccionadas. Un valor pequeño de esta F indica que la variable no aumenta casi el poder de discriminación y, conociendo su nivel de significación, podemos saber si el incremento en el poder discriminatorio es estadísticamente significativo o no.

La F -para-salir prueba, al comienzo de cada etapa, la disminución de la discriminación entre los grupos si cada variable ya seleccionada saliera. En el último paso del proceso, este estadístico se puede utilizar para ordenar las variables seleccionadas por su poder único de discriminación considerando la discriminación ya hecha por las otras variables¹⁷⁴.

Finalmente, vamos a hacer una breve referencia a los contrastes sobre la hipótesis de homoscedasticidad del modelo

¹⁷⁴ Ver KLECKA, W.R., 1980, pág. 56.

y comprobar si difieren significativamente las medias poblacionales de los dos grupos. Para determinar si la matriz de covarianzas es la misma para los dos grupos, se utiliza un contraste basado en el estadístico M de Barlett-Box¹⁷⁵. Como el estadístico M no tiene una distribución exacta nos basaremos en su aproximación a la distribución F .

Para juzgar la utilidad de la función discriminante podemos examinar la correlación canónica, que nos proporciona una medida del grado de asociación entre las puntuaciones discriminantes y los grupos. Al tratarse de dos grupos, la correlación canónica coincide con el coeficiente de correlación de Pearson entre la función discriminante y la variable que define los grupos. Cuanto más se aproxime el valor del coeficiente a 1, mayor será el grado de asociación y, por tanto, existirá una relación más fuerte entre los dos grupos y la función.

4.4.2 - El modelo logit

En este subapartado presentamos el análisis logit, que es un modelo alternativo al análisis discriminante que también permite clasificar a los elementos de una población, en nuestro caso fondos de inversión. Se trata de una técnica estadística multivariante desarrollada para investigar las relaciones entre una variable cualitativa binaria y una o más variables independientes, pudiendo ser estas últimas categóricas o continuas.

Como ya hemos comentado anteriormente, para que el análisis discriminante lineal sea óptimo se requiere el supuesto de normalidad multivariante de las variables independientes y la igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas en los dos grupos. Frente a este inconveniente, la ventaja que presenta el modelo logit es, precisamente, su

¹⁷⁵ Este estadístico puede consultarse en URIEL, E., 1995, pág. 236.

suavidad en las hipótesis de partida¹⁷⁶, que son fácilmente verificables en cualquier problema empírico.

Si suponemos que existen p variables independientes, el modelo de regresión logística viene dado¹⁷⁷ por la expresión (9):

$$P_i = \text{Prob} (\text{suceso}) = \frac{1}{1+e^{-Z_i}} \quad (9)$$

donde Z_i es la combinación lineal

$$Z_i = B_0 + B_1 V_{1i} + B_2 V_{2i} + \dots + B_p V_{pi} \quad (10)$$

siendo B_j , ($j=0,1,\dots,p$), los coeficientes a estimar a partir de los datos, V_{ji} , ($j=1,2,\dots,p$), las variables independientes y e la base de los logaritmos naturales, aproximadamente 2,72. En consecuencia, la probabilidad de que el suceso no ocurra vendrá dada por la expresión (11):

$$1 - P_i = \text{Prob} (\text{no suceso}) = 1 - \text{Prob} (\text{suceso}) \quad (11)$$

Una vez obtenidas estas probabilidades para cada uno de los individuos, se clasifica a los mismos, tomando como punto crítico o punto de corte¹⁷⁸ el valor $P(\text{suceso})=0,5$.

¹⁷⁶ El modelo logit no requiere que las variables independientes estén distribuidas de forma normal multivariante, uno de los mayores problemas de los modelos de análisis discriminante multivariante.

¹⁷⁷ «Esta ecuación representa la denominada función de distribución logística (acumulativa)». GUJARATI, D.N., 1993, pág. 420.

¹⁷⁸ Ver LAFFARGA, J., MARTÍN, J.L. y VÁZQUEZ, M.J., 1987, pág. 105, en donde se justifica que el punto de corte adecuado es 0,5.

Planteado el modelo, sus parámetros son estimados por el método de máxima verosimilitud¹⁷⁹. Como el modelo de regresión logística no es lineal, ni en V ni en B , para estimar los parámetros se requiere un algoritmo iterativo. Una vez estimados los coeficientes, según sea la probabilidad estimada del suceso, (P), tendremos dos casos: si $P > 0,5$ predeciremos que el suceso ocurrirá, y si $P < 0,5$, pronosticaremos que no ocurrirá.

Para contrastar la hipótesis básica de nulidad de los coeficientes por separado, si las muestras son de tamaño grande, podemos utilizar el estadístico de Wald¹⁸⁰, que se distribuye como una *chi-cuadrado*.

Cuando el estadístico de Wald asociado a una variable sólo tiene un grado de libertad es el cuadrado del cociente entre el coeficiente (B) y su error estándar (SE). Para variables categóricas, el estadístico de Wald tiene $N-1$ grados de libertad, siendo N el número de categorías. Para un nivel de significación de 0,05, un coeficiente es significativamente distinto de cero si el nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald es menor que 0,05.

La contribución de cada variable al modelo depende de las demás variables que forman el mismo. Para ver la correlación parcial entre la variable dependiente y cada una de las variables independientes podemos utilizar el estadístico R , definido en la ecuación (12):

¹⁷⁹ Se seleccionan los coeficientes que hacen a los resultados observados más probables.

¹⁸⁰ «Este estadístico presenta el inconveniente de que cuando el valor absoluto del coeficiente de regresión es grande, el error típico estimado es demasiado grande. En ese caso, el estadístico es demasiado pequeño y nos conduce equivocadamente a no rechazar la hipótesis nula de que el coeficiente es cero». Ver NORUSIS, M., 1993, SPSS, Advanced Statistics, 6.0., pág. 5.

$$R = \pm \sqrt{\frac{\text{Wald} - 2K}{-2L_{(0)}}} \quad (12)$$

siendo K los grados de libertad del estadístico¹⁸¹, $L_{(0)}$ la probabilidad logarítmica de un modelo base que contiene sólo la constante y $2K$ un ajuste por el número de parámetros estimados. Cuando $\text{Wald} < 2k$, R tiende a cero.

A través del signo del coeficiente de las variables independientes se puede analizar el comportamiento de las variables. Si el signo es positivo, la expresión tenderá a uno y, por tanto, aumentará la probabilidad de asignar la observación al grupo de fondos rentables. Si el signo es negativo, dicha probabilidad disminuirá, siendo más posible su asignación al grupo de fondos no rentables.

Un valor positivo de R indica que, a medida que el valor de la variable incrementa, mayor será la probabilidad de que el suceso ocurra. Además, valores pequeños de R indican una pequeña contribución parcial de la variable al modelo.

Tomando el logaritmo natural de la probabilidad de ocurrencia de un suceso, podemos expresar el modelo logístico como:

$$L_i = \log \left(\frac{\text{Prob} (\text{suceso})}{\text{Prob} (\text{no suceso})} \right) = B_0 + B_1 V_{1i} + \dots + B_p V_{pi} \quad (13)$$

A este logaritmo se le conoce como el «logit» y es lineal, tanto en las variables como en los parámetros, pero como indica GUJARATI (1993), las probabilidades mismas no son lineales en las variables.

¹⁸¹ Ver ATKINSON, 1980, citado en NORUSIS, M., 1993, SPSS, Advanced Statistics, pág. 5.

En un modelo logit, el coeficiente de una variable independiente puede interpretarse como el cambio en el logaritmo de la razón de las dos probabilidades, en favor de que la entidad sea rentable, asociado a un cambio unitario en la variable independiente, suponiendo que no cambian las otras variables independientes¹⁸².

Para evaluar la bondad del ajuste del modelo existen diferentes alternativas. Una primera manera de valoración consiste en analizar la matriz de clasificación para comparar nuestras predicciones con los resultados observados¹⁸³. La matriz de clasificación sólo muestra para cada grupo si la probabilidad estimada es mayor o menor que 0,5, no revelando la distribución de las probabilidades estimadas para los individuos en los dos grupos preespecificados.

Otra posibilidad se basa en analizar los histogramas de probabilidades estimadas. Si el modelo distingue a los dos grupos convenientemente, los casos para los cuales el suceso ha ocurrido deberían estar a la derecha de 0,5, mientras que aquellos casos para los que el suceso no ha ocurrido deberían situarse a la izquierda de 0,5, siendo mejor cuanto mayor sea la proximidad del caso al extremo del grupo al que pertenece.

Alternativamente, dadas las estimaciones de los parámetros, podemos examinar si los resultados muestrales son realmente apropiados. A la probabilidad de los resultados observados, dadas las estimaciones de los parámetros, se le denomina verosimilitud (*likelihood*).

Como medida de la bondad del ajuste se suele utilizar -2 veces el log de la verosimilitud, $(-2L)$. Una verosimilitud alta indicará que el modelo es bueno y $-2L$ será un valor

¹⁸² Una expresión alternativa para interpretar los coeficientes puede verse en NORUSIS, M., 1993, SPSS, Advanced Statistics, 6.0., pág. 6.

¹⁸³ En nuestro caso, en el que suponemos dos grupos, observando los resultados contenidos en la diagonal de la tabla podemos apreciar el número de casos incorrectamente clasificados.

pequeño. Si el modelo se ajusta perfectamente la verosimilitud será 1 y $-2L$ será igual a 0.

Otra medida de la bondad del ajuste viene dada por el estadístico bondad del ajuste (*goodness-of-fit*), que compara las probabilidades observadas a las pronosticadas por el modelo y viene dado por la ecuación (14):

$$Z^2 = \sum \frac{\text{Residual}^2_i}{P_i(1-P_i)} \quad (14)$$

donde *residual* es la diferencia entre el valor observado, Y_i , y el valor pronosticado, P_i .

Para evaluar la bondad del ajuste del modelo con todas las variables, hay que tener en cuenta que el valor $-2L$ es más pequeño para el modelo de referencia que para el modelo que contiene sólo una constante.

-2 veces el logaritmo de la razón de verosimilitud, que es la diferencia entre $-2L$ para el modelo con sólo una constante ($-2L_0$) y $-2L$ para el modelo de referencia¹⁸⁴ ($-2L_R$), permite contrastar la hipótesis básica de nulidad de los coeficientes para todos los términos en el modelo de referencia, a excepción de la constante. Los grados de libertad de -2 veces el logaritmo de la razón de verosimilitud vienen dados por la diferencia del número de parámetros en los dos modelos.

Por otra parte, la mejora (*improvement*), que representa el cambio en $-2L$ en los sucesivos pasos de la construcción del

¹⁸⁴ Cuando no se incluye una constante en el modelo, para comparar se utiliza la verosimilitud para el modelo sin alguna de las variables. Por otra parte, si las variables están ya en la ecuación cuando comienza la selección de variables, el modelo con estas variables es utilizado como modelo base. Ver NORUSIS, M., 1993, SPSS, Adv. Statistics, 6.0., pág. 11.

modelo, contrasta la hipótesis de nulidad de los coeficientes para las variables incorporadas en el último paso.

En cuanto a las variables categóricas, los coeficientes resultantes para las variables que tienen sólo dos categorías nos dan la diferencia entre el logaritmo de la ratio entre la probabilidad de que el suceso ocurra y la probabilidad de que no ocurra cuando un caso pertenece a la categoría rentable y cuando no pertenece.

El paquete estadístico SPSS dispone de varios métodos para seleccionar variables explicativas. Se pueden introducir variables en el modelo libremente o utilizar un método de selección paso a paso.

El proceso de selección paso a paso *forward* comienza con un modelo que, en principio, sólo contiene la constante. En cada paso, se introduce en el modelo la variable con menor nivel de significación para el estadístico utilizado para la entrada de variables (estadístico *score*), siempre que ese nivel sea menor que el valor de corte preespecificado, por defecto 0,05. A continuación, se examinan todas las variables que han sido introducidas en el modelo para ver si reúnen el criterio de salida.

Si utilizamos el estadístico de Wald para retirar variables del modelo, se retira del modelo la variable con un mayor nivel de significación para este estadístico, siempre que exceda del valor de corte elegido, que por defecto es 0,1. Si ninguna variable reúne el criterio de salida, la siguiente variable elegible es introducida en el modelo y el proceso termina cuando ninguna variable puede ya ser retirada o introducida en el modelo.

El test de la razón de verosimilitud, que constituye un mejor criterio para determinar las variables a retirar del modelo, y que se obtiene dividiendo la verosimilitud para el modelo reducido y la verosimilitud para el modelo completo,

contrasta la hipótesis de nulidad de los coeficientes de las variables retiradas.

4.5 - CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA INVESTIGADA

Para realizar el estudio, siguiendo el criterio adoptado por la CNMV, que clasifica los fondos en función de la composición de sus carteras al final del período considerado, hemos agrupado los fondos de inversión en cinco categorías diferentes.

El criterio adoptado para construir la muestra de fondos que representa a cada categoría inversora ha consistido en incluir en un grupo concreto a aquellos fondos que cumplieran tres condiciones: existir al comienzo del año 1994, pertenecer a la misma categoría inversora al final de los dos años analizados y no tener más del 25% del patrimonio invertido en cartera exterior, ya que nuestro objetivo es analizar los factores determinantes de la rentabilidad de los fondos de inversión que invierten su patrimonio mayoritariamente en el mercado financiero español.

Los datos referentes a la composición de la cartera de los fondos utilizados en el estudio han sido extraídos de los correspondientes informes que publica la CNMV sobre las IIC y, por tanto, el nivel de detalle aplicado en el estudio en el desglose de la cartera de los fondos coincide con el que realiza la CNMV en sus informes periódicos sobre los fondos de inversión.

El número de fondos incluidos en la muestra de cada una de las categorías estudiadas, lógicamente, no coincide, ya que la distribución del mercado no es uniforme. En la industria de fondos de inversión en España, para los dos años analizados, el número de fondos FIMRF supone más del 50% del total de fondos FIM existentes (el 52,5% en 1994 y el 55,5%

en 1995). Las otras tres categorías de fondos FIM analizadas representan porcentajes bastante similares, en torno al 15%, del número total de fondos FIM. El número total de fondos mixtos coincide en 1994 y en 1995, aunque en este período pierden cuota de mercado en beneficio de los FIMRV, que pasan de suponer un 13,8% del número de total de FIM, en 1994, a un 15%, en 1995.

Por otra parte, el número de fondos FIM en el mercado español de fondos de inversión es casi cuatro veces superior al número de fondos FIAMM en los dos años analizados. No obstante, aunque los 120 FIAMM considerados en este estudio representan un porcentaje muy alto del total de FIAMM existentes (el 87% en 1994 y el 78% en 1995), a la hora de seleccionar los FIM de la muestra nos encontramos con la dificultad de que muchos fondos cambiaban de categoría inversora en los dos años analizados por lo que fueron eliminados de la muestra.

En el estudio utilizamos, para cada categoría inversora, una muestra de estimación y una muestra más reducida de validación. Las muestras son las mismas para los dos años analizados.

Cuadro 4.2

REPRESENTATIVIDAD DE LA MUESTRA

(Porcentaje sobre el total de la categoría analizada)

	FIM RF		FIM RFM		FIM RVM		FIM RV		FIAMM	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
s/Patrimonio	88,9	74,2	53,5	85,5	71,7	81,6	79,3	69,9	97,9	94,4
s/Partícipes	90,3	67,4	53,1	88,7	71,5	83,7	80,5	67,9	98,6	94,6

Fuente: Informe anual de la CNMV, años 1994 y 1995 y elaboración propia.

Por último, antes de pasar a estudiar cada una de las categorías de fondos establecidas, en el Cuadro 4.2 exponemos la representatividad de la muestra de cada categoría

analizada, tanto en términos del patrimonio que representa al final de cada año en relación al patrimonio total correspondiente a cada categoría inversora, como en relación al número de partícipes que incluye respecto del total de partícipes existente en cada categoría inversora al final de cada uno de los dos años analizados.

Como puede observarse en el Cuadro 4.2, las muestras representativas de cada una de las categorías inversoras establecidas engloban unos porcentajes elevados, tanto de patrimonio como de partícipes, por lo que estamos en condiciones de afirmar que la industria de fondos de inversión mobiliaria está suficientemente representada por los fondos que se tienen en cuenta en el estudio.

4.6 - FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN 1994

En este apartado vamos a tratar de identificar qué variables de las consideradas en el epígrafe tercero son determinantes para explicar la rentabilidad financiera obtenida por los fondos de inversión. Para ello, en cada categoría inversora, dividimos la muestra de fondos en dos grupos mutuamente excluyentes:

Grupo 1 - *Fondos no rentables*: aquéllos con una rentabilidad financiera inferior a la rentabilidad media de los fondos de esa categoría.

Grupo 2 - *Fondos rentables*: aquéllos con una rentabilidad financiera superior a la rentabilidad media de los fondos de esa categoría.

De esta forma, la variable dependiente es una variable de carácter dicotómico que toma el valor 0, si el fondo no es rentable, y el valor 1, si el fondo es rentable. Por otra parte, las variables explicativas consideradas son las ya expuestas en el epígrafe tercero.

Como primera aproximación al estudio, realizamos un análisis descriptivo univariante de cada una de las variables clasificadoras en cada uno de los grupos preestablecidos y para cada una de las categorías inversoras estudiadas. Dado que tratamos de ver la importancia que tiene por separado cada una de las variables consideradas, también reflejamos el valor que toma el estadístico F así como el nivel de significación crítico asociado al mismo. Cuanto mayor sea el valor de la F para la variable en cuestión y las muestras consideradas, con mayor propiedad podremos decir que diferencia bien a los dos grupos de fondos.

Posteriormente, aplicamos el análisis discriminante múltiple para obtener la combinación de las variables que mejor separan los dos grupos, utilizando el método *stepwise* para seleccionar las variables con mayor poder discriminatorio. La forma en la que exponemos los resultados derivados del ADM es la siguiente: en primer lugar, resumimos los resultados del proceso iterativo seguido para la selección de variables; después, exponemos la puntuación discriminante de Fisher y los resultados derivados de los distintos contrastes de significación aplicados y, por último, presentamos la matriz relativa a los resultados de la clasificación y las conclusiones del estudio efectuado.

Para finalizar, aplicamos la metodología del análisis logit para ver las posibles diferencias en la selección de variables respecto al ADM aplicado previamente. En los análisis empleamos, como criterio para seleccionar las variables explicativas, el método paso a paso de la razón de verosimilitud hacia adelante.

4.6.1 - ESTUDIO DE LOS FIAMM EN 1994

4.6.1.1 - Análisis descriptivo univariante

Si nos fijamos en el Cuadro 4.3, donde exponemos los resultados obtenidos del análisis descriptivo univariante de los fondos FIAMM en 1994, podemos establecer una serie de comentarios que a nuestro entender son interesantes. Para un nivel de confianza del 95%, atendiendo al nivel de significación crítico resultante de los contrastes del estadístico *F*, rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: CD (comisión de depósito), CGsP (comisión de gestión sobre patrimonio), CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) y OVRF (otros valores de renta fija).

Cuadro 4.3
FONDOS FIAMM: AÑO 1994

Medias, desviaciones típicas y estadístico *F* de las variables por grupos

Variable	FIAMM rentables		FIAMM no rentables		Estadístico <i>F</i> ⁽¹⁾	
	Media	Desv.Típica	Media	Desv.Típica	Valor	Signific.
AMP	2,7898	9,0234	2,9570	6,0788	0,0091	0,9241
ANT2	0,7907	0,4116	0,8108	0,3971	0,0491	0,8253
ATA	50,5633	33,9555	49,4460	30,9097	0,0234	0,8789
BCOI	0,1395	0,3506	0,1351	0,3466	0,0032	0,9553
CD	0,0937	0,0570	0,1338	0,0371	13,3948	0,0005
CEXT	0,1851	0,6815	0,6524	1,6092	3,0052	0,0869
CGsP	1,1565	0,3334	1,4554	0,1079	27,2452	0,0000
CNPAT	10606,4	22630,6	1092,9	8115,2	5,8789	0,0176
FP	42,0065	32,5126	39,7916	29,0464	0,1018	0,7506
L	2,8112	2,6584	3,0922	3,2073	0,1836	0,6695
ONC	0,0000	0,0000	0,0176	0,0761	2,2963	0,1337
OVRF	1,3137	2,5074	3,7846	7,5629	4,0766	0,0469
PMPAR	0,8659	1,5557	0,7665	1,6055	0,0788	0,7797
PMPAT	1,0222	1,7576	0,6024	0,9849	1,6597	0,2015
SN	0,3295	0,9098	0,2578	0,7549	0,1442	0,7051
VOL	0,0088	0,0192	0,0184	0,0283	3,1845	0,0782

(1) Con 1 y 78 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIAMM de la muestra en 1994 fue del 6,52%.

Fuente: Elaboración propia.

Las dos variables que de forma individual son las más relevantes para explicar las diferencias en rentabilidad entre

los dos grupos de fondos preestablecidos son: CGsP y CD. El análisis de la variable CD indica que, en promedio, los FIAMM rentables perciben una CD un 30% inferior a la cobrada en el caso de los FIAMM no rentables. Al analizar la variable CGsP obtenemos una conclusión similar, siendo la CGsP que cobran los fondos rentables un 20,5% menor a la que perciben los fondos no rentables.

Este resultado nos conduce a pensar que, por término medio, el cobro de unas mayores comisiones de gestión y de depósito no va unido a la obtención de mayores rentabilidades y, por tanto, tampoco a una gestión más adecuada.

Si nos fijamos en el valor que toma el estadístico F para las variables individualmente significativas, podemos afirmar que CGsP y CD son las que con mayor precisión distinguen a los dos grupos de fondos FIAMM predefinidos, siendo claramente la variable CGsP la que presenta un mayor poder discriminante.

La tercera variable que individualmente es más significativa es CNPAT. Por término medio, CNPAT es casi diez veces mayor en los FIAMM rentables, aunque su desviación típica es también casi tres veces superior. Por tanto, la mayor rentabilidad promedio de los fondos rentables puede estar relacionada con una mayor captación de recursos por parte de los fondos que integran ese grupo.

La cuarta y última variable que resulta significativa, para una confianza del 95%, es OVRF, que como ya indicamos, hace referencia básicamente a obligaciones privadas. La parte del patrimonio de los fondos rentables invertida en OVRF es, en promedio, inferior al 1,5%, mientras que en el caso de los fondos no rentables ese porcentaje se acerca al 4%.

4.6.1.2 - Análisis discriminante múltiple

En el Cuadro 4.4 presentamos el resumen del proceso iterativo de selección de las variables clasificadoras aplicado a los 80 FIAMM de la muestra de estimación en 1994.

Cuadro 4.4
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc. Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	CGSP	1	0,74113	0,0000	30,5324
2	VOL	2	0,68798	0,0000	5,9488

Como podemos apreciar, la función discriminante está formada sólo por dos variables: CGSP (comisión de gestión sobre patrimonio) y VOL (volatilidad). Además, exponemos los valores de la *lambda* de Wilks, cuya tendencia decreciente indica el aumento en el poder discriminante a medida que se suceden las iteraciones. Por otra parte, el coeficiente de significación crítico de la *F* equivalente nos permite rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en cada una de las etapas.

Como indica KLECKA (1980), el orden de selección de las variables no coincide necesariamente con su importancia relativa. En este sentido, la *F*-para-salir de la última etapa es un buen indicador de la importancia relativa de cada variable, por lo que también la indicamos en el Cuadro 4.4.

La puntuación discriminante de Fisher¹⁸⁵ viene dada por:

$$- 5,0787 \text{ CGSP} - 27,3362 \text{ VOL} + 7,0045$$

¹⁸⁵ Restando los coeficientes de las funciones discriminantes de Fisher que proporciona el paquete estadístico SPSS para cada grupo obtenemos los coeficientes de esta función.

Como vemos en el Cuadro 4.5, al aplicar el test basado en la M de Box a las variables discriminantes seleccionadas, para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas de los grupos, obtenemos un valor para la M de 47,49167, siendo el valor de la F aproximada 15,38750 con 3 y 4362892,1 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que rechazamos plenamente la hipótesis mencionada.

Por otra parte, también detallamos la información sobre el contraste de significación global de igualdad de medias y la medida de la bondad del ajuste. En concreto, la ratio E es 0,4535 y el estadístico λ de Wilks es 0,687976, siendo el nivel de significación crítico correspondiente a la χ^2 asociada 0,0000, lo que nos permite rechazar la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias y afirmar que las variables de la función ejercen globalmente un efecto significativo en la separación de los dos grupos, medido éste a través de la función discriminante.

Cuadro 4.5
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>						
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,4535	0,5586	:	0,687976	28,798	2	0,0000
		:				
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>						
Grupo	Rank	Log Determinant				
0	2	-11,651266				
1	2	-10,162895				
Pooled within-groups covariance matrix	2	-10,240968				
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.			
47,49167	15,38750	3,	4362892,1	0,0000		

En el Cuadro 4.6 presentamos el porcentaje de casos correctamente clasificados en la muestra de estimación¹⁸⁶, 77,5%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II que cometemos en la clasificación. Solamente se producen 3 errores de tipo I (8,1%), que son los que a nuestro juicio pueden tener una mayor trascendencia para el partícipe, ya que éste puede invertir en un fondo creyendo que es rentable y encontrarse con la sorpresa de que realmente no lo es.

Cuadro 4.6
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	37	34 (91,9%)	3 (8,1%)
Grupo	1	43	15 (34,9%)	28 (65,1%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				77,50%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	19	15 (78,9%)	4 (21,1%)
Grupo	1	21	7 (33,3%)	14 (66,7%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				72,50%

Por otra parte, para validar los resultados del ADM realizado sobre los 80 FIAMM de la muestra de estimación, utilizamos una muestra de validación formada por 40 FIAMM. En el mismo Cuadro 4.6 exponemos los resultados obtenidos sobre esta segunda muestra más reducida de fondos, con un porcentaje global de aciertos del 72,5%, resultado que consideramos satisfactorio.

¹⁸⁶ El porcentaje de casos correctamente clasificados es un indicador de la efectividad de la función discriminante.

4.6.1.3 - Análisis logit

En el Cuadro 4.7 sintetizamos los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit sobre los 80 fondos FIAMM de la muestra de estimación en el año 1994. Si nos fijamos en el nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, para un nivel de confianza del 95%, los coeficientes de las variables CGSP (comisión de gestión sobre patrimonio) y VOL (volatilidad) resultan ser por separado significativamente diferentes de cero, mientras que el coeficiente de la variable CNPAT (crecimiento neto del patrimonio), individualmente considerado, es significativamente distinto de cero para un nivel de confianza del 90%. Por tanto, los valores que toman estas variables para los diferentes fondos de la categoría inversora analizada condicionan claramente la probabilidad de que un fondo FIAMM concreto sea rentable o no.

Cuadro 4.7
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
CGSP	-9,1451	2,3674	14,9227	1	0,0001	-0,3420	0,0001
CNPAT	5,82E-05	3,31E-05	3,0901	1	0,0788	0,0993	1,0001
VOL	-50,2486	20,5847	5,9584	1	0,0146	-0,1893	0,0000
Constante	12,9066	3,4442	14,0429	1	0,0002		

Por otra parte, según el estadístico *R*, que analiza la correlación parcial de cada variable clasificadora con la variable dependiente (la probabilidad de que el fondo sea rentable o no rentable) del análisis, vemos que, cuanto menor es la CGSP que cobra un fondo, menor el riesgo que asume (medido éste por la variable VOL) y mayor su CNPAT, mayor es la probabilidad de que ese FIAMM sea rentable. Además, la correlación parcial de CGSP con la variable dependiente casi duplica a la influencia que ejerce la variable VOL.

Una primera forma de valorar la bondad del ajuste del modelo es la representada en el Cuadro 4.8, donde detallamos los porcentajes de clasificación correcta derivados de la aplicación del modelo estimado a las muestras de fondos utilizadas, tanto la de estimación como la de validación. En la muestra de estimación apreciamos como el 86,49% de los fondos no rentables son correctamente clasificados por el modelo, porcentaje que es del 72,09% en el caso de los fondos rentables. En total, se clasifica correctamente al 78,75% de los fondos, resultado que parece aceptable y que, además, concuerda con los resultados obtenidos al aplicar el ADM.

Si nos fijamos en los errores cometidos en la clasificación, de los 17 fondos que resultan mal clasificados, 5 corresponden a los errores de tipo I (13,5%), es decir, se clasifican como rentables 5 fondos que en realidad resultan ser no rentables y 12 son errores de tipo II (27,9%), fondos rentables predichos como no rentables. Por último, al aplicar el modelo estimado a la muestra de validación formada por 40 FIAMM, el porcentaje de casos correctamente clasificados disminuye al 67,5%, resultado que creemos que es aceptable.

Cuadro 4.8
TABLA DE CLASIFICACIÓN

MUESTRA DE ESTIMACIÓN			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	32	5	86,49%
1	12	31	72,09%
		Total	78,75%
MUESTRA DE VALIDACIÓN			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	12	7	63,16%
1	6	15	71,43%
		Total	67,50%

Alternativamente, para valorar la bondad del ajuste podemos calcular $-2L$ (-2 veces el logaritmo de la verosimilitud). Cuanto menor sea este valor, mejor será el modelo. En el Cuadro 4.9 se observa como el estadístico bondad del ajuste toma un valor de 62,721. Para el modelo completo, el valor $-2L$ es 66,387, que es más pequeño que el valor $-2L$ para el modelo que contiene sólo la constante, 110,453. Por otro lado, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 44,066 con 3 grados de libertad y un nivel de significación de 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis nula de que en el modelo completo los coeficientes para CGsP, CNPAT y VOL son igual a cero. Finalmente, para un nivel de confianza del 95%, también rechazamos la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable incorporada en el último paso, CNPAT, sea cero ya que su nivel de significación crítico es 0,0376.

Cuadro 4.9
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	110,453 (modelo con sólo la constante)		
-2 Log Verosimilitud	66,387 (modelo completo)		
Bondad del ajuste	62,721		
	<i>Chi-cuadrado</i>	<i>gl</i>	<i>Significación</i>
-2 Log Razón Verosimilitud	44,066	3	0,0000
Mejora	4,322	1	0,0376

4.6.1.4 - Interpretación de los resultados

La variable con un mayor poder discriminante es CGsP, variable que hace referencia a la comisión que percibe la sociedad gestora por la gestión que realiza del fondo. En principio, el cobro de una comisión más alta debería justificarse con la obtención de unas mayores rentabilidades como consecuencia de una gestión más idónea. Sin embargo, de los resultados del ADM y del AL podemos concluir la existencia de una relación inversa entre esta variable y la rentabilidad

que obtiene un fondo de dinero ya que, cuanto mayor es el valor que toma CGsP, menor es la puntuación discriminante que otorga la función y mayor es la probabilidad de que el fondo analizado pertenezca al grupo de fondos no rentables.

La otra variable que forma parte de la función discriminante es VOL (volatilidad), variable que también aparece en el modelo estimado logit, aunque no resultó ser significativa en el análisis univariante. El signo de esta variable en la función discriminante y en el modelo logit nos indica que, cuanto mayor sea VOL para un fondo de dinero, menor será su puntuación discriminante y mayor la probabilidad de que sea clasificado como un fondo no rentable.

Por otra parte, al estimar el modelo logit, la variable CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) también resulta significativa, resultado éste que ya podía intuirse en el análisis descriptivo univariante realizado de forma previa. Por tanto, dada la correlación positiva entre CNPAT y la rentabilidad de un FIAMM, un factor que puede influir en que un fondo sea más rentable que otro de esta misma categoría es la mayor captación de recursos en ese período.

En definitiva, en el año 1994, caracterizado por el mal comportamiento de los mercados, las características diferenciadoras básicas de un fondo de dinero rentable son el cobro de unas menores comisiones de gestión sobre patrimonio, una política inversora prudente, basada prácticamente en inversiones a corto plazo en Deuda Pública que dan lugar a un menor riesgo, medido éste por su volatilidad y, por último, un mayor crecimiento neto de su patrimonio.

4.6.2 - ESTUDIO DE LOS FIM DE RENTA FIJA EN 1994

4.6.2.1 - Análisis descriptivo univariante

En el Cuadro 4.10 detallamos los resultados del análisis descriptivo univariante realizado sobre los 124 fondos de la muestra que componen la categoría FIM-RF. Según la significación en los contrastes del estadístico F , para un nivel de confianza del 95%, rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: ATA (adquisiciones temporales de activos), CEXT (cartera exterior), FP (fondos públicos), OVRF (otros valores de renta fija), SN (saldo neto) y VOL (volatilidad).

En primer lugar, analizamos las tres variables que, de forma individual, parecen ser las más importantes para explicar las diferencias en rentabilidad entre los dos grupos de fondos FIMRF predefinidos. Estas variables son: VOL, ATA y FP.

Cuadro 4.10
FONDOS FIM DE RENTA FIJA: AÑO 1994
Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIM-RF rentables		FIM-RF no rentables		Estadístico $F^{(1)}$	
	Media	Desv.Típica	Media	Desv.Típica	Valor	Signific.
AMP	0,1730	1,0747	0,2897	1,1661	0,3363	0,5630
ANT2	0,8438	0,3660	0,8333	0,3758	0,0244	0,8760
ATA	53,2602	34,0456	24,4253	22,8001	30,2935	0,0000
BCOI	0,3281	0,4732	0,2667	0,4460	0,5522	0,4589
CD	0,2245	0,1322	0,1813	0,1393	3,1391	0,0789
CEXT	0,3286	1,6403	1,3053	3,1255	4,8326	0,0298
CGsP	1,5166	0,5301	1,4930	0,4330	0,0729	0,7876
CNPAT	-1336,5	5715,9	-2241,5	4000,7	1,0306	0,3120
FP	34,5281	29,3755	56,5163	26,0513	19,3486	0,0000
L	4,2955	5,8510	3,1715	3,9215	1,5577	0,2144
ONC	0,0014	0,0079	0,0010	0,0066	0,0957	0,7575
OVRF	6,8616	11,5595	12,5377	17,0876	4,7464	0,0313
PMPAR	0,1892	0,3278	0,2563	0,4643	0,8729	0,3520
PMPAT	0,2910	0,6665	0,2813	0,4225	0,0092	0,9236
SN	0,5508	2,4953	1,7693	3,2607	5,5022	0,0206
VOL	0,3150	0,4090	0,6755	0,2669	33,3100	0,0000

(1) Con 1 y 122 grados de libertad.
La rentabilidad financiera media de los FIM de renta fija de la muestra en 1994 fue del 0,71%.
Fuente: Elaboración propia.

El valor medio que toma la variable VOL resulta ser mucho mayor en el grupo de FIMRF no rentables siendo, además, su desviación típica menor que en el grupo de FIMRF rentables. Este resultado pone de manifiesto una mala gestión de los FIM de este grupo, ya que obtienen rentabilidades menores a la vez que soportan mayores riesgos.

La segunda variable individualmente más significativa es ATA, que nos indica que, en promedio, los FIMRF rentables tienen más de la mitad de su patrimonio invertido en ATA, mientras que este porcentaje, en el caso de los fondos no rentables sólo alcanza el 24% del patrimonio. Con FP, que es la tercera variable más significativa, ocurre justamente lo contrario. Los fondos no rentables invierten, en promedio, un 56% de su patrimonio en fondos públicos al vencimiento, mientras que en el caso de los fondos rentables este porcentaje se reduce al 34%.

De estos resultados se desprende que, para 1994, una de las características de los fondos rentables de esta categoría inversora es que adquieren los activos públicos temporalmente, en tanto que los fondos no rentables se centran más en las adquisiciones en firme de títulos públicos. La consideración conjunta de las variables ATA y FP representa en ambos grupos, por término medio, más del 80% del patrimonio de los fondos.

Atendiendo al valor del estadístico F y a su nivel de significación crítico, vemos la importancia destacada de la variable ATA, junto a la variable VOL, para diferenciar con precisión los dos grupos de fondos preestablecidos. La variable FP, individualmente considerada, es la tercera en importancia en poder discriminatorio.

Finalmente, las variables CEXT, OVRF y SN individualmente también son significativas y sus valores medios y desviaciones típicas resultan ser mayores en el grupo de fondos no rentables. Estas variables son significativas al 5%, pero no al 1%.

4.6.2.2 - Análisis discriminante múltiple

En el Cuadro 4.11 exponemos el resultado del proceso iterativo de selección de las variables aplicado en el ADM para 1994 a los 124 fondos FIMRF que componen la muestra de estimación. Como podemos comprobar, han resultado seleccionadas tres variables para formar parte de la función discriminante: VOL (volatilidad), ATA (adquisiciones temporales de activos) y L (liquidez). También reflejamos los valores de la λ de Wilks que, al mostrar una tendencia decreciente, indican un aumento en el poder discriminatorio a medida que se suceden las iteraciones. Por otra parte, la significación de la F equivalente nos permite rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en cada una de las etapas. Por último, según la F -para-salir de la última etapa, la variable más influyente es VOL, siendo la importancia de L y ATA bastante similar.

Cuadro 4.11
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc.	Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	VOL		1	0,78553	0,0000	12,6529
2	ATA		2	0,74138	0,0000	6,5173
3	L		3	0,70864	0,0000	5,5448

La puntuación discriminante de Fisher es:

$$0,0211 \text{ ATA} + 0,1023 \text{ L} - 2,4826 \text{ VOL} + 0,2060$$

Como puede apreciarse en el Cuadro 4.12, con el test basado en la M de Box, que lo aplicamos a las variables discriminantes seleccionadas para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas de los grupos, obtenemos un valor para la M de 37,35825, siendo el valor de la F aproximada 6,05992 con 6 y 106608,4 grados de

libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, lo que nos conduce a rechazar la citada hipótesis.

En el mismo Cuadro 4.12, ofrecemos información relativa al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste. En concreto, la ratio F es 0,4112 y el estadístico λ de Wilks 0,708639, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias, aceptando un efecto global significativo de las variables de la función discriminante en la separación de los dos grupos.

Cuadro 4.12
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>						
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,4112	0,5398	:	0,708639	41,501	3	0,0000
		:				
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>						
Grupo	Rank	Log Determinant				
0	3	6,090911				
1	3	8,234020				
Pooled within-groups covariance matrix	3	7,503814				
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad		Significac.		
37,35825	6,05992	6,	106608,4	0,0000		

En relación a la efectividad de la función discriminante, en el Cuadro 4.13 aparece el porcentaje de casos correctamente clasificados en la muestra de estimación, 80,65%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II que se cometen en la clasificación. Solamente se producen 8 errores de tipo I (13,3%), correspondientes a fondos que se clasifican como

rentables cuando realmente no lo son. Por otra parte, los 16 errores de tipo II (25%) que se producen, pueden interpretarse como un coste de oportunidad para el partícipe que prevé como no rentable un fondo que en la realidad resulta ser rentable.

Cuadro 4.13
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	60	52 (86,7%)	8 (13,3%)
Grupo	1	64	16 (25,0%)	48 (75,0%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				80,65%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	30	25 (83,3%)	5 (16,7%)
Grupo	1	32	8 (25,0%)	24 (75,0%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				79,03%

Por otra parte, para contrastar la capacidad explicativa del modelo, hemos aplicado la función discriminante a una muestra de validación más reducida formada por 62 fondos FIMRF, obteniendo un porcentaje global de aciertos del 79,03%, resultado que consideramos muy satisfactorio.

4.6.2.3 - Análisis logit

Los resultados a los que llegamos en la estimación del modelo logit para los 124 FIMRF que componen la muestra de estimación pueden observarse, de forma resumida, en el Cuadro 4.14. Atendiendo al nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, para un nivel de significación de 0,05, el coeficiente de la variable VOL (volatilidad) resulta ser significativamente diferente de cero y, para un nivel de

significación de 0,1, también resulta ser significativamente distinto de cero el coeficiente de la variable OVRF (otros valores de renta fija), por lo que podemos concluir que, la probabilidad de que un fondo concreto de la categoría inversora analizada resulte ser rentable dependerá del valor que tomen estas variables para ese fondo. Por otra parte, el estadístico R para estas dos variables nos indica que, cuanto menor es VOL para un fondo y menor el porcentaje de su patrimonio colocado en OVRF, mayor es la probabilidad de que ese fondo sea rentable.

Cuadro 4.14
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
OVRF	-0,0292	0,0151	3,7212	1	0,0537	-0,1001	0,9712
VOL	-3,7410	0,7651	23,9068	1	0,0000	-0,3571	0,0237
Constante	2,1300	0,4526	22,1464	1	0,0000		

Cuadro 4.15
TABLA DE CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	47	13	78,33%
1	13	51	79,69%
	Total		79,03%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	24	6	80,00%
1	6	26	81,25%
	Total		80,65%

Los porcentajes de clasificación correcta a los que llegamos aplicando el modelo estimado a la muestra de fondos FIMRF aparecen reflejados en el Cuadro 4.15. El 78,33% de los fondos no rentables en la muestra de estimación son correctamente clasificados por el modelo, porcentaje que es del 79,69% en el caso de los fondos rentables. En conjunto, se clasifica bien al 79,03% de los fondos de la muestra de estimación, resultado similar al obtenido al aplicar el ADM. En cuanto a los 26 errores cometidos en la clasificación, se califican como rentables a 13 fondos (21,6%) que en realidad resultan ser no rentables y 13 fondos (20,3%) rentables son prejuzgados como no rentables. Por último, al aplicar el modelo estimado a la muestra de validación, se clasifican correctamente el 80,65% de los fondos, resultado aceptable y similar al obtenido con el ADM.

Cuadro 4.16
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	171,771	(modelo con sólo la constante)	
-2 Log Verosimilitud	132,946	(modelo completo)	
Bondad del ajuste	5564,362		
	Chi-cuadrado	gl	Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	38,825	2	0,0000
Mejora	4,104	1	0,0428

En el Cuadro 4.16 vemos como el estadístico bondad del ajuste toma un valor de 5564,362. Para el modelo completo, el valor $-2L$ es 132,946, que es más pequeño que el valor $-2L$ para el modelo que contiene sólo la constante, 171,771. Por otra parte, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 38,825 con 2 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis nula de que los coeficientes para VOL y OVRF en el modelo completo son igual a cero. Por último también se rechaza, para un nivel de confianza del 95%, la hipótesis nula

de que el coeficiente para la variable OVRF es cero, dado que su nivel de significación crítico es 0,0428.

4.6.2.4 - Interpretación de los resultados

La variable que presenta un mayor poder diferenciador en la categoría inversora integrada por aquellos fondos FIM que invierten toda su cartera exclusivamente en renta fija es la variable VOL (volatilidad). Del análisis univariante se desprende que los fondos que resultaron ser rentables durante el año 1994 asumieron la mitad de riesgo que los fondos no rentables. Además, del ADM y del AL realizados se desprende que, cuanto mayor sea el valor que toma la variable VOL para un fondo concreto, menor será su puntuación discriminante y con mayor probabilidad se situará en el grupo de fondos no rentables.

Aquellos fondos con una duración mayor de sus carteras y que, por tanto, asumieron un mayor riesgo de variación en los tipos de interés, obtuvieron peores rentabilidades que aquellos otros que, ante la mala situación de los mercados en 1994, optaron por menores duraciones y llevaron a cabo políticas inversoras típicas de los FIAMM.

La segunda variable por poder discriminatorio es ATA (adquisiciones temporales de activos). Del análisis univariante se desprende la importancia que, por término medio, tienen las ATA en las carteras de los fondos rentables de esta categoría. La inversión en ATA supone para un fondo asumir muy poco riesgo de interés, al mismo tiempo que se asegura una rentabilidad aceptable. Según la función discriminante, cuanto mayor sea el valor que tome la variable ATA para un fondo, mayor será la probabilidad de clasificar a ese fondo como rentable.

La tercera variable seleccionada por su poder discriminante es L (liquidez), variable que no resultó ser

significativa cuando realizamos el análisis descriptivo univariante y que tampoco aparece en el modelo logit estimado. Su relación con la función discriminante es positiva, lo que implica que, cuanto mayor sea el valor que tome esta variable para un determinado fondo, mayor será su puntuación discriminante y más posibilidades tendrá de ser rentable.

Por último, en el modelo logit, junto con la variable VOL, es seleccionada la variable OVRF (otros valores de renta fija) que ya resultó significativa en el análisis descriptivo univariante. Cuanto mayor sea el valor que tome esta variable para un fondo concreto de esta categoría, mayor es la probabilidad de clasificarlo como no rentable.

El mal comportamiento generalizado en 1994, tanto en los mercados de renta fija como de renta variable, nos hace pensar que, cuando se produce una situación de este tipo, una buena opción para los fondos consiste en mantener una alta liquidez, pactando para el saldo de las cuentas corrientes mantenidas por los fondos en las entidades depositarias un tipo de interés razonable. Pensamos que esta postura fue la que adoptaron muchos de los fondos que hemos clasificado como rentables.

En resumen, en 1994, los fondos FIMRF rentables se caracterizaron por adoptar posiciones poco arriesgadas con una volatilidad muy pequeña. En muchos casos, llevaron a cabo una política inversora típica de los FIAMM, caracterizada por unas duraciones de cartera muy reducidas, porcentajes de liquidez más elevados y convenientemente retribuidos en espera de mejores oportunidades para invertir y, por último, un predominio claro de las ATA en sus carteras.

4.6.3 - ESTUDIO DE LOS FIM DE RENTA FIJA MIXTA EN 1994

4.6.3.1 - Análisis descriptivo univariante

Los resultados del análisis descriptivo univariante realizado sobre los 56 fondos que componen la muestra de estimación de la categoría FIMRFM se recogen en el Cuadro 4.17. Siguiendo con el criterio establecido en cuanto a la significación en los contrastes del estadístico F , para un nivel de confianza del 95%, en esta clase de fondos rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: A (acciones), ATA (adquisiciones temporales de activos) y VOL (volatilidad).

Cuadro 4.17

FONDOS FIM DE RENTA FIJA MIXTA: AÑO 1994

Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIM-RFM rentables		FIM-RFM no rentables		Estadístico $F^{(1)}$	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
A	4,4561	4,2539	10,4196	6,5927	16,1762	0,0002
AMP	1,2846	2,9023	0,8218	1,8120	0,5124	0,4772
ANT2	0,8214	0,3900	0,9286	0,2623	1,4551	0,2330
ATA	34,5421	23,8040	22,0489	19,0014	4,7109	0,0344
BCOI	0,4286	0,5040	0,4643	0,5079	0,0698	0,7927
CD	0,1886	0,1114	0,1764	0,1065	0,1738	0,6784
CEXT	2,0564	4,5747	3,3989	4,9121	1,1200	0,2946
CGsP	1,4304	0,4653	1,4893	0,6287	0,1589	0,6917
CGsR	0,1786	0,9449	0,0000	0,0000	1,0000	0,3218
CNPAT	-194,3	1422,2	-2493,2	10905,3	1,2234	0,2736
FP	38,7746	20,4854	44,0236	21,2525	0,8854	0,3509
L	4,4804	3,9760	4,0314	4,1647	0,1702	0,6816
ONC	0,0021	0,0079	0,0018	0,0055	0,0388	0,8445
OVRF	12,9668	15,2094	12,9600	12,9657	0,0000	0,9986
PMPAR	0,1775	0,4700	0,3178	1,1270	0,3693	0,5460
PMPAT	0,2223	0,4542	0,1788	0,4177	0,1394	0,7103
SN	1,4354	1,6868	2,2943	2,4950	2,2774	0,1371
VOL	0,4986	0,2801	0,9586	0,3870	25,9561	0,0000

(1) Con 1 y 54 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIM de renta fija mixta de la muestra en 1994 fue del -0,82%.

Fuente: Elaboración propia.

Si nos fijamos en el Cuadro 4.17, apreciamos cómo la variable VOL vuelve a ocupar un lugar destacado en el análisis. El valor medio que toma esta variable en el grupo

de fondos rentables es casi la mitad del valor que toma en el grupo de fondos no rentables, siendo su desviación típica también menor. Por tanto, en 1994, y siempre con la cautela que corresponde, los fondos de esta categoría inversora obtuvieron menores rentabilidades cuando adoptaron posiciones más arriesgadas. El estadístico F asociado a la variable VOL toma el valor más elevado de todas las variables consideradas en el estudio, siendo su nivel de significación crítico 0,0000.

La segunda variable que destacamos, atendiendo a su poder discriminatorio individual, es la variable A. El nivel de significación crítico del estadístico F asociado a esta variable es 0,0002. En promedio, la proporción del patrimonio de los fondos no rentables de esta categoría inversora colocada en acciones es mucho mayor que la de los fondos rentables, aunque su desviación típica es algo mayor.

La tercera y última variable que resulta significativa, para un nivel de confianza del 95%, es ATA. En promedio, la proporción del patrimonio de los fondos FIMRFM rentables colocada en repos es del 34% frente a un 22% en los fondos no rentables.

4.6.3.2 - Análisis discriminante múltiple

En el Cuadro 4.18 se resume el proceso iterativo de selección de las variables clasificadoras efectuado para 1994 sobre los 56 fondos de la muestra de estimación. La función discriminante está formada por tres variables: VOL (volatilidad), ATA (adquisiciones temporales de activos) y CNPAT (crecimiento neto del patrimonio). Por otra parte, la tendencia decreciente en los valores de la λ de Wilks pone de manifiesto el aumento en el poder discriminatorio a medida que se suceden las iteraciones. Asimismo, la significación del estadístico F equivalente nos permite rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos

en todas y cada una de las etapas del proceso. Por último, según la *F*-para-salir de la última etapa, la variable VOL, como ya anticipamos en el análisis univariante, es la variable que tiene una mayor importancia relativa. Las otras dos variables, ATA y CNPAT, con una influencia mucho menor, presentan una importancia parecida.

Cuadro 4.18
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc. Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	VOL	1	0,67537	0,0000	31,7539
2	ATA	2	0,60999	0,0000	4,7528
3	CNPAT	3	0,56249	0,0000	4,3909

La puntuación discriminante de Fisher viene dada por la siguiente expresión:

$$0,0356 \text{ ATA} + 0,0001 \text{ CNPAT} - 5,0616 \text{ VOL} + 2,8142$$

Cuadro 4.19
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>						
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig	
0,7778	0,6614	: 0,562493	30,207	3	0,0000	
		:				
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>						
Grupo	Rank	Log Determinant				
0	3	22,291635				
1	3	18,076130				
Pooled within-groups covariance matrix		3	21,763635			
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.			
85,30663	13,35804	6,	21127,2		0,0000	

Al aplicar el test basado en la M de Box a las variables discriminantes seleccionadas para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas, como puede verse en el Cuadro 4.19, obtenemos un valor para la M de 85,30663, siendo el valor de la F aproximada 13,35804 con 6 y 21127,2 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que se rechaza la hipótesis de igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas de los dos grupos.

En relación al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste, en el mismo Cuadro 4.19 puede verificarse que la ratio E es 0,7778 y el valor del estadístico λ de Wilks es 0,562493, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0000, lo que implica rechazar globalmente la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias y admitir que las diferencias entre los grupos son significativas para los niveles de confianza habituales.

Cuadro 4.20
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo 0	0	28	22 (78,6%)	6 (21,4%)
Grupo 1	1	28	6 (21,4%)	22 (78,6%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:			78,57%	

En el Cuadro 4.20 reflejamos el porcentaje de casos correctamente clasificados, el 78,57%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II que se cometen en la clasificación. Solamente se incurre en 6 errores de tipo I (21,4%) y 6 errores de tipo II (21,4%). Los primeros, tienen una mayor trascendencia para el partícipe, ya que éste puede

invertir en un fondo creyendo que es rentable y encontrarse con que realmente no lo es. Los errores de tipo II pueden explicarse en términos de coste de oportunidad por no invertir en fondos rentables.

4.6.3.3 - Análisis logit

Los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit para la muestra de fondos FIMRFM se concretan en el Cuadro 4.21. Para un nivel de significación de 0,05, en base al nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, los coeficientes de las variables ATA (adquisiciones temporales de activos) y VOL (volatilidad), individualmente, resultan ser significativamente diferentes de cero, por lo que la probabilidad de que un fondo concreto de esta categoría inversora sea rentable depende de los valores que tomen estas variables en los fondos estudiados. Según el estadístico R, cuanto menor es el riesgo que asume un fondo, medido a través de la variable VOL, y mayor el porcentaje de su patrimonio colocado en ATA, mayor es la probabilidad que tiene ese fondo de ser rentable.

Cuadro 4.21
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
ATA	0,0510	0,0231	4,8803	1	0,0272	0,1926	1,0523
CNPAT	0,0003	0,0003	1,0722	1	0,3005	0,0000	1,0003
VOL	-6,7513	2,0881	10,4539	1	0,0012	-0,3300	0,0012
Constante	3,6287	1,3155	7,6096	1	0,0058		

En el Cuadro 4.22 se señalan los porcentajes de clasificación correcta a los que llegamos aplicando el modelo estimado a la muestra de fondos FIMRFM. El 82,14% de los fondos no rentables son correctamente clasificados por el

modelo, porcentaje que se reduce al 78,57% en el caso de los fondos rentables. Globalmente se clasifica correctamente al 80,36% de los fondos, porcentaje ligeramente superior al obtenido al aplicar el ADM. En cuanto al tipo de errores cometidos, 11 fondos resultan mal clasificados. De ellos, 5 (17,8%) son fondos no rentables pronosticados como rentables y 6 (21,4%) son fondos rentables prejuzgados como no rentables.

Cuadro 4.22
TABLA DE CLASIFICACIÓN

Observado	Predicción		Porcentaje Correcto
	0	1	
0	23	5	82,14%
1	6	22	78,57%
		Total	80,36%

Cuadro 4.23
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	77,632	(modelo con sólo la constante)	
-2 Log Verosimilitud	43,062	(modelo completo)	
Bondad del ajuste	40,616		
	Chi-cuadrado	gl	Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	34,570	3	0,0000
Mejora	5,321	1	0,0211

Como puede comprobarse en el Cuadro 4.23, el valor que toma el estadístico bondad del ajuste es 40,616. Para el modelo completo, -2L es 43,062, que es más pequeño que -2L para el modelo que contiene sólo la constante, 77,632. Por otro lado, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor

de 34,570 con 3 grados de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis nula de que los coeficientes de las variables del modelo completo son igual a cero. Por último, para un nivel de confianza del 95%, también rechazamos la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable añadida al modelo en el último paso, CNPAT, es cero, dado que su nivel de significación crítico es 0,0211.

4.6.3.4 - Interpretación de los resultados

La variable seleccionada que tiene mayor poder discriminante es VOL (volatilidad). Una vez más, los fondos que clasificamos como rentables en 1994 se caracterizan por una mayor prudencia a la hora de asumir riesgos. Los FIMRFM son fondos que pueden invertir un porcentaje reducido de su cartera en renta variable, centrandó la mayor parte de sus inversiones en títulos de renta fija. Por tanto, el riesgo que asumen depende, por una parte, del plazo de sus inversiones en renta fija, pero también, aunque en menor medida, del riesgo de exposición al mercado de renta variable.

Apoyándonos en el análisis univariante realizado vemos que, en promedio, los fondos rentables tienen una menor parte de su patrimonio colocada en acciones que los fondos no rentables, a la vez que el porcentaje invertido en adquisiciones temporales de activos es muy superior.

La última variable que ha resultado seleccionada por su poder separador es CNPAT (crecimiento neto del patrimonio), variable que no resultó ser significativa en el análisis univariante realizado previamente.

Por consiguiente, para un fondo FIMRFM, en base al ADM y al AL, cuanto mayor es el valor de ATA, mayor es el valor de CNPAT y menor es la VOL, mayor es su puntuación discriminante y mayor es la probabilidad de que resulte rentable.

4.6.4 - ESTUDIO DE LOS FIM RENTA VARIABLE MIXTA EN 1994

4.6.4.1 - Análisis descriptivo univariante

En el Cuadro 4.24 mostramos los resultados del análisis descriptivo univariante realizado sobre los 38 fondos que componen la muestra de estimación de la categoría FIMRVM. Fijándonos en la significación asociada al estadístico F , para un nivel de confianza del 95%, solamente se rechaza la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: BCOI (variable cualitativa referente a la vinculación de la gestora al grupo financiero de bancos y cajas o al grupo independiente) y VOL (volatilidad).

Cuadro 4.24

FONDOS FIM DE RENTA VARIABLE MIXTA: AÑO 1994

Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIM-RVM rentables		FIM-RVM no rentables		Estadístico $F^{(1)}$	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
A	36,7187	13,9100	43,8839	12,2172	2,8002	0,1029
AMP	0,3547	0,9393	0,1287	0,6172	0,8050	0,3756
ANT2	0,9333	0,2582	0,8696	0,3444	0,3752	0,5440
ATA	25,5047	18,5531	22,8609	13,6082	0,2569	0,6154
BCOI	0,5333	0,5164	0,1739	0,3876	5,9995	0,0193
CD	0,2333	0,0900	0,1961	0,1457	0,7811	0,3827
CEXT	2,9193	3,5615	4,1609	4,4967	0,8094	0,3743
CGsP	1,7367	0,5866	2,0117	0,5823	2,0145	0,1644
CGsR	0,0000	0,0000	0,8696	2,8810	1,3534	0,2523
CNPAT	1866,1	2340,7	2411,6	3364,3	0,2985	0,5882
FP	22,0133	16,1243	17,7861	11,8630	0,8671	0,3580
L	4,0093	4,3980	3,7622	3,1259	0,0411	0,8405
ONC	0,0000	0,0000	0,0065	0,0252	0,9986	0,3243
OVRF	7,3207	6,9462	3,8413	6,2081	2,5973	0,1158
PMPAR	0,1328	0,1910	0,1710	0,1925	0,3612	0,5516
PMPAT	0,0854	0,0908	0,1136	0,1152	0,6358	0,4305
SN	1,1580	1,7544	3,5678	6,3306	2,0525	0,1606
VOL	1,6293	0,4520	2,2352	0,4871	14,8484	0,0005

(1) Con 1 y 36 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIM de renta variable mixta en 1994 fue del -4,97%.

Fuente: Elaboración propia.

Según los resultados expuestos en el Cuadro 4.24, una vez más, la variable que sobresale en el análisis por su trascendencia es la variable VOL. Se trata de la única

variable analizada en esta categoría cuyo estadístico F asociado toma un valor con dos dígitos, siendo su nivel de significación crítico, 0,0005.

Si nos fijamos en el valor medio de la variable VOL en ambos grupos, vemos como éste es bastante superior en el grupo de fondos no rentables. Nos encontramos, por tanto, y siempre interpretando los resultados con prudencia, ante el hecho de que, para el año 1994, los FIMRVM que invirtieron su patrimonio en activos más arriesgados consiguieron rentabilidades inferiores a los fondos que asumieron políticas inversoras más prudentes. En principio, y a la vista de los resultados del análisis univariante, la variable VOL será la que determine en esta categoría inversora la pertenencia de cada fondo a un grupo concreto.

La otra variable que resulta individualmente significativa por su poder discriminante es la variable cualitativa BCOI, con una significación del estadístico F de 0,0193. Según indica su valor medio para cada grupo, el 17% de los fondos no rentables y el 53% de los rentables pertenecen a gestoras vinculadas a una entidad independiente. En consecuencia, la mayor parte de los fondos FIMRVM no rentables están gestionados por bancos y cajas de ahorros.

4.6.4.2 - Análisis discriminante múltiple

En el Cuadro 4.25 sintetizamos el proceso de selección de variables discriminantes aplicado a los 38 FIMRVM que componen la muestra de estimación de fondos de esta categoría, siendo sólo dos las variables seleccionadas para formar parte de la función discriminante: VOL (volatilidad) y BCOI (variable cualitativa relativa a la adscripción de la gestora del fondo a uno de los dos grupos financieros predefinidos: el grupo formado por bancos y cajas de ahorros y el grupo independiente).

Cuadro 4.25

RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc. Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	VOL	1	0,70799	0,0005	14,5692
2	BCOI	2	0,60522	0,0002	5,9429

Si nos fijamos en la significación de la F equivalente podemos rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en cada una de las etapas. Por otro lado, la F -para-salir de la última etapa, nos indica la mayor importancia relativa de la variable VOL.

La puntuación discriminante de Fisher viene dada por:

$$2,2220 \text{ BCOI} - 2,9508 \text{ VOL} + 4,9160$$

Cuadro 4.26

CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

Correlación canónica y test de igualdad de medias

Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,6523	0,6283	:	0,605222	17,576	2	0,0002

Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas

Grupo	Rank	Log Determinant
0	2	-3,429044
1	2	-2,920574
Pooled within-groups covariance matrix	2	-3,141124

M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.
3,24656	1,01247	3,	40667,3
			0,3861

Para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas, como puede verse en el Cuadro 4.26, al aplicar el test basado en la M de Box a las variables discriminantes seleccionadas, el valor que obtenemos para la M es de 3,24656, siendo el valor de la F aproximada 1,01247 con 3 y 40667,3 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,3861, por lo que no podemos rechazar la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas en ambos grupos.

En el mismo Cuadro 4.26 puede consultarse la información correspondiente al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste. En particular, la ratio E es 0,6523 y el valor del estadístico λ de Wilks es 0,605222, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0002, lo que supone rechazar la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias. Por tanto, el efecto que las variables seleccionadas en la función discriminante ejercen de forma global en la separación de los dos grupos es significativo.

Cuadro 4.27
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo 0	0	23	18 (78,3%)	5 (21,7%)
Grupo 1	1	15	3 (20,0%)	12 (80,0%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:			78,95%	

En el Cuadro 4.27 se expone el porcentaje de casos correctamente clasificados, 78,95%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II que se observan en la clasificación. Únicamente se cometen 5 errores de tipo I (21,7%) y 3 errores de tipo II (20%), resultado que consideramos satisfactorio.

4.6.4.3 - Análisis logit

En el Cuadro 4.28 resumimos los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit para la muestra de fondos FIMRVM. Los coeficientes de las variables VOL (volatilidad) y BCOI (variable cualitativa en relación al grupo financiero al que pertenece la gestora del fondo) resultan ser significativamente diferentes de cero, según el nivel de significación asociado al estadístico de Wald, para un nivel de significación de 0,05. Así pues, los valores que toman estas variables para los fondos de la categoría inversora analizada determinan la probabilidad de que un fondo concreto resulte ser rentable.

Por otra parte, si observamos el estadístico R, cuanto menor es el riesgo que asume un fondo, medido a través de su volatilidad, mayor es la probabilidad de que ese fondo sea rentable. Además, esta probabilidad también aumenta cuando el fondo está gestionado por una entidad vinculada a un grupo independiente.

Cuadro 4.28
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
BCOI	2,0000	1,0007	3,9946	1	0,0456	0,1978	7,3889
VOL	-2,7787	0,9969	7,7693	1	0,0053	-0,3364	0,0621
Constante	4,3387	1,8974	5,2290	1	0,0222		

En el Cuadro 4.29 exponemos los porcentajes de clasificación correcta a que da lugar la aplicación del modelo estimado a la muestra de fondos FIMRVM. El 86,96% de los fondos no rentables son correctamente clasificados por el modelo, mientras que dicho porcentaje baja hasta el 66,67% en el caso de los fondos rentables. En conjunto, se clasifica correctamente al 78,95% de los FIM-RVM. En cuanto a los

errores cometidos, de los 8 fondos mal clasificados (el 21,05% de los fondos investigados), 3 casos (13,04%) corresponden a errores de tipo I (se clasifican como rentables fondos que en la realidad resultan ser no rentables), y 5 (33,3%) a errores de tipo II (fondos rentables predichos como no rentables).

Cuadro 4.29
TABLA DE CLASIFICACIÓN

Observado	Predicción		Porcentaje Correcto
	0	1	
0	20	3	86,96%
1	5	10	66,67%
		Total	78,95%

Cuadro 4.30
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	50,982	(modelo con sólo la constante)
-2 Log Verosimilitud	33,490	(modelo completo)
Bondad del ajuste	31,938	
	Chi-cuadrado	gl Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	17,492	2 0,0002
Mejora	4,589	1 0,0322

El estadístico bondad del ajuste toma un valor de 31,938. Para el modelo completo, -2L es 33,490, que es más pequeño que -2L para el modelo que contiene sólo la constante, 50,982. Asimismo, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 17,492 con 2 grados de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0002, por lo que rechazamos la hipótesis nula de que los coeficientes para las variables del modelo completo son igual a cero. Por otra parte, para un nivel de confianza

del 95%, la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable incorporada en el último paso, BCOI, es cero, también se rechaza atendiendo a su bajo nivel de significación crítico, 0,0322.

4.6.4.4 - Interpretación de los resultados

En primer lugar, queremos destacar que en los tres análisis efectuados resultan ser significativas las mismas variables. La primera variable seleccionada con mayor poder separador es VOL (volatilidad), cuyo valor medio y desviación típica, según el análisis univariante previo, resulta ser menor para los fondos rentables. Por otro lado, según el ADM y el AL, cuanto mayor sea el riesgo asumido por un fondo de esta clase, menor será su puntuación discriminante y mayor será la probabilidad de que pertenezca al grupo de fondos no rentables.

Este tipo de fondos, aunque también son mixtos como los anteriores, se diferencian de aquéllos en que el porcentaje de la cartera colocado en renta variable es superior en los FIMRVM que en los FIMRFM y, por tanto, en teoría son fondos que asumen un poco más de riesgo. La mala situación de los mercados de renta fija y variable en 1994 produjo en sus rentabilidades efectos negativos.

La segunda variable seleccionada por su poder discriminador es BCOI. La puntuación discriminante que se le asigna a un fondo de esta categoría es mayor cuando éste pertenece a una sociedad gestora vinculada al grupo independiente. En el análisis univariante vemos que, sólo el 17% de los fondos no rentables pertenece al grupo independiente, mientras que el 53% de los fondos rentables son gestionados por gestoras independientes.

En definitiva, para el año 1994, atendiendo a los resultados de los análisis realizados, podemos decir que

aquellos fondos que estaban gestionados por sociedades gestoras pertenecientes al grupo independiente y, sobre todo, aquellos fondos que adoptaron una posición inversora prudente, centrándose, dentro de las restricciones legales, en activos a corto plazo con poco riesgo, fueron más rentables.

4.6.5. - ESTUDIO DE LOS FIM DE RENTA VARIABLE EN 1994

4.6.5.1 - Análisis descriptivo univariante

Los resultados del análisis descriptivo univariante realizado para los 41 FIMRV que componen la muestra de estimación para esta categoría se presentan en el Cuadro 4.31. Atendiendo al nivel de significación crítico resultante de los contrastes del estadístico F , solamente rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos, para un nivel de confianza del 95%, en el caso de la variable VOL (volatilidad).

Cuadro 4.31

FONDOS FIM DE RENTA VARIABLE: AÑO 1994

Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIM-RV rentables		FIM-RV no rentables		Estadístico $F^{(1)}$	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
A	81,2695	10,6998	79,0281	11,3978	0,4205	0,5205
ANT2	0,9000	0,3078	0,7619	0,4364	1,3582	0,2509
ATA	5,4720	5,6627	7,2667	6,0374	0,9615	0,3328
BCOI	0,3000	0,4702	0,4286	0,5071	0,7069	0,4056
CD	0,2185	0,1289	0,2538	0,1284	0,7716	0,3851
CEXT	3,2225	5,4753	2,6938	6,9826	0,0723	0,7894
CGsP	2,0110	0,5644	2,2319	0,3796	2,1821	0,1477
CGsR	0,5000	2,2361	0,0000	0,0000	1,0513	0,3115
CNPAT	2139,4	2311,4	1376,7	1932,1	1,3193	0,2577
FP	2,4155	5,9545	1,0891	1,8955	0,9429	0,3375
L	4,1745	4,8045	4,8086	3,1958	0,2499	0,6200
ONC	0,0520	0,1801	0,0000	0,0000	1,7522	0,1933
OVRF	1,3565	1,9863	0,4514	1,0871	3,3191	0,0762
PMPAR	0,1820	0,2485	0,1407	0,1505	0,4190	0,5212
PMPAT	0,0973	0,1042	0,0640	0,0655	1,5142	0,2259
SN	2,0395	3,3977	4,6624	5,7515	3,1199	0,0852
VOL	3,1615	0,3905	3,4833	0,3387	7,9710	0,0074

(1) Con 1 y 39 grados de libertad.

La rentabilidad financiera de los FIM de renta variable de la muestra en 1994 fue del -9,45%.

Fuente: Elaboración propia.

Como vemos en el Cuadro 4.31, el valor de la variable VOL, en promedio, es mayor en el grupo de fondos no rentables. Por tanto, y siempre interpretando los resultados con prudencia, en 1994, los FIMRV que asumieron mayores riesgos consiguieron rentabilidades inferiores a las obtenidas por aquellos FIMRV más conservadores. El estadístico *F* asociado a VOL toma un valor de 7,9710 con un nivel de significación de 0,0074, que calificamos como altamente significativo.

4.6.5.2 - Análisis discriminante múltiple

En el Cuadro 4.32 resumimos el proceso iterativo de selección de las variables clasificadoras aplicado a los FIMRV de la muestra de estimación donde, como podemos apreciar, sólo se ha seleccionado una variable para formar parte de la función discriminante. También exponemos el valor de la *lambda* de Wilks, la *F*-para-salir de la única etapa del proceso y el nivel de significación crítico de la *F* equivalente, que nos permite rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en la única etapa que tiene el proceso.

Cuadro 4.32
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc.	Retir.	N° variables introducidas	<i>Lambda</i> de Wilks	Nivel Signif.	<i>F</i> -para-salir última etapa
1	VOL		1	0,83030	0,0074	7,9710

La puntuación discriminante de Fisher es:

$$- 2,4178 \text{ VOL} + 8,0329$$

Como vemos en el Cuadro 4.33, al aplicar el test basado en la *M* de Box a las variables discriminantes seleccionadas para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de

covarianzas, obtenemos un valor para la M de 0,39330, siendo el valor de la F aproximada 0,38341 con 1 y 4555,0 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,5359, por lo que no podemos rechazar la hipótesis mencionada.

Cuadro 4.33
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>						
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,2044	0,4119	:	0,830299	7,160	1	0,0075
		:				
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>						
Grupo	Rank	Log	Determinant			
0	1	-2,165145				
1	1	-1,880882				
Pooled within-groups covariance matrix	1	-2,016573				
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.			
0,39330	0,38341	1,	4555,0	0,5359		

Por otra parte, en relación al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste, cabe señalar que la ratio E es 0,2044 y el valor del estadístico $lambda$ de Wilks es 0,830299, siendo el nivel de significación crítico de la Chi -cuadrado asociada 0,0075, lo que supone rechazar la hipótesis de igualdad de medias, por lo que la variable VOL, única en la función, ejerce un efecto significativo en la separación de los dos grupos, medido éste a través de la función discriminante.

Respecto a la efectividad de la función discriminante, en el Cuadro 4.34 presentamos el porcentaje de casos correctamente clasificados, 65,85%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II en que se incurre en la

clasificación. Se cometen 7 errores de tipo I (33,3%) y 7 errores de tipo II (35%), resultado que consideramos bastante aceptable.

Cuadro 4.34
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo 0	0	21	14 (66,7%)	7 (33,3%)
Grupo 1	1	20	7 (35,0%)	13 (65,0%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				65,85%

4.6.5.3 - Análisis logit

Los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit para la muestra de fondos FIMRV se muestran en el Cuadro 4.35. Para un nivel de significación de 0,05, atendiendo al nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, únicamente el coeficiente de la variable VOL (volatilidad) resulta ser significativamente diferente de cero, por lo que el valor que toma esta variable para esta clase de fondos influye de forma decisiva en la probabilidad de que un fondo concreto sea rentable. Por otra parte, según el estadístico R, la variable VOL tiene una correlación negativa con la variable dependiente, por lo que, cuanto menor sea el valor de VOL para un fondo, mayor será la probabilidad para ese fondo de ser rentable.

Cuadro 4.35
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
VOL	-2,4030	0,9714	6,1187	1	0,0134	-0,2692	0,0905
Constante	7,9475	3,2552	5,9606	1	0,0146		

Cuadro 4.36
TABLA DE CLASIFICACIÓN

Observado	Predicción		Porcentaje Correcto
	0	1	
0	14	7	66,67%
1	7	13	65,00%
		Total	65,85%

Los porcentajes de clasificación correcta a los que llegamos aplicando el modelo estimado a la muestra de FIMRV pueden verse en el Cuadro 4.36. En particular, se clasifica bien al 66,67% de los fondos no rentables y al 65,00% de los fondos rentables. En la clasificación se cometen 7 errores de tipo I (33,33%) y 7 errores de tipo II (35%), cuya interpretación ya ha sido comentada en análisis anteriores.

Cuadro 4.37
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	56,813	(modelo con sólo la constante)	
-2 Log Verosimilitud	49,406	(modelo completo)	
Bondad del ajuste	40,349		
	Chi-cuadrado	gl	Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	7,408	1	0,0065
Mejora	7,408	1	0,0065

Como puede verse en el Cuadro 4.37, el valor que toma el estadístico bondad del ajuste es 40,349. Para el modelo completo, -2L es 49,406, que es más pequeño que -2L para el modelo que contiene sólo la constante, 56,813. Finalmente, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 7,408 con

1 grado de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0065, por lo que se rechaza la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable VOL es igual a cero.

4.6.5.4 - Interpretación de los resultados

La única variable que ha resultado significativa en los análisis realizados para los FIMRV, por su poder para discriminar entre los dos grupos, ha sido la variable VOL (volatilidad). Los FIMRV son los que, por definición, asumen posiciones más arriesgadas en el mercado, invirtiendo una parte muy importante de su patrimonio en el mercado bursátil. Por tanto, ante una coyuntura desfavorable de los mercados, como la que se produjo en España en 1994, el signo negativo de esta variable en el ADM y en el AL nos indica que aquellos fondos que presentaban una mayor volatilidad tenían una mayor probabilidad de ser clasificados como no rentables, resultado ya anticipado con el análisis univariante.

4.7 - FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN 1995

Siguiendo la misma metodología utilizada en el epígrafe anterior para estudiar el año 1994, en este epígrafe analizaremos cuáles han sido las variables que explican la rentabilidad financiera de los fondos de inversión en 1995.

4.7.1 - ESTUDIO DE LOS FIAMM EN 1995

4.7.1.1 - Análisis descriptivo univariante

En el Cuadro 4.38 detallamos los resultados obtenidos del análisis descriptivo univariante de los fondos FIAMM. Centrándonos en la significación en los contrastes del

estadístico F , para un nivel de confianza del 95%, rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: CD (comisión de depósito), CGSP (comisión de gestión sobre patrimonio), CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) y VOL (volatilidad).

Al igual que ocurría en 1994, para el año 1995, las dos variables que de forma individual son más importantes para explicar las diferencias en rentabilidad entre los dos grupos de fondos FIAMM preestablecidos son CGSP y CD. El análisis de la variable CD indica que, en promedio, los FIAMM rentables perciben una CD un 37,4% inferior a la cobrada en el caso de los FIAMM no rentables, aunque con una desviación típica que casi duplica a la de los fondos no rentables. Al analizar la variable CGSP también apreciamos que los fondos rentables se caracterizan, por término medio, por el cobro de una CGSP un 22,4% menor a la que cobran los fondos no rentables. Por tanto, el cobro de mayores comisiones de gestión y de depósito incide negativamente en la rentabilidad de los FIAMM y no responde a una gestión más eficiente que pueda justificarlas.

Cuadro 4.38
FONDOS FIAMM: AÑO 1995

Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIAMM rentables		FIAMM no rentables		Estadístico $F^{(1)}$	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
AMP	1,2331	3,1472	1,5871	6,5757	0,0877	0,7679
ATA	59,4331	28,8891	69,8118	25,9101	2,8645	0,0945
BCOI	0,1667	0,3780	0,1136	0,3210	0,4605	0,4994
CD	0,0847	0,0546	0,1352	0,0295	27,8216	0,0000
CEXT	0,6839	3,0644	0,5546	1,7088	0,0569	0,8121
CGSP	1,1139	0,2758	1,4348	0,1184	48,6936	0,0000
CNPAT	7587,9	15603,2	-1454,1	9101,3	10,4499	0,0018
FP	34,2214	27,6663	23,8132	25,3657	3,0723	0,0836
L	3,4986	2,9737	3,6948	3,0186	0,0847	0,7717
OVRF	0,7981	2,5476	0,4471	1,4154	0,6074	0,4381
PMPAR	0,9283	1,7022	0,6491	1,2489	0,7144	0,4006
PMPAT	1,0254	1,5841	0,6146	1,1577	1,7920	0,1846
SN	0,1322	0,4650	0,0916	0,4819	0,1452	0,7042
VOL	0,0331	0,0486	0,0102	0,0282	6,8871	0,0104

(1) Con 1 y 78 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIAMM de la muestra en 1995 fue del 7,89%.

Fuente: Elaboración propia.

A nivel individual, la tercera variable más significativa es CNPAT. En el grupo de FIAMM no rentables, el valor que toma la variable CNPAT, por término medio, es negativo; mientras que en el grupo de FIAMM rentables ese valor es positivo. No obstante, la desviación típica en los FIAMM rentables es superior a la de los FIAMM no rentables. Pensamos, por tanto, que la mayor rentabilidad promedio de los fondos rentables puede obedecer, entre otros motivos, a una mayor captación y disposición de recursos por parte de los fondos que integran ese grupo.

En el análisis univariante efectuado, la última variable que resulta individualmente significativa, para una confianza del 95%, es la variable VOL que, aunque en esta clase de fondos no es demasiado relevante por el tipo de activos en que invierten, resulta ser tres veces mayor en el grupo de FIAMM rentables, indicándonos que en 1995, y a diferencia de 1994, los fondos que resultaron ser más rentables, en promedio, asumieron más riesgo.

Por último, si nos fijamos en el valor que toma el estadístico F para las cuatro variables que de forma individual resultan significativas, apreciamos como CGsP y CD son las que con mayor precisión distinguen a los dos grupos de fondos FIAMM previamente definidos, si bien CNPAT también es altamente significativa.

4.7.1.2 - Análisis discriminante múltiple

El proceso iterativo de selección de variables aplicado en 1995 a los 80 FIAMM de la muestra de estimación se resume en el Cuadro 4.39. Las cinco variables que forman la función discriminante son: CGsP (comisión de gestión sobre patrimonio), CD (comisión de depósito), VOL (volatilidad), CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) y FP (fondos públicos).

Cuadro 4.39
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc. Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	CGSP	1	0,61566	0,0000	33,6800
2	CD	2	0,53476	0,0000	13,2700
3	VOL	3	0,45294	0,0000	7,8999
4	CNPAT	4	0,42509	0,0000	6,6617
5	FP	5	0,39225	0,0000	6,1959

La tendencia decreciente en los valores de la *lambda* de Wilks indica que, a medida que se suceden las iteraciones, aumenta el poder discriminante. Por otra parte, el nivel de significación crítico de la *F* equivalente nos permite rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en cada una de las etapas. Por último, según la *F-para-salir* de la última etapa, que nos indica la importancia relativa de cada variable, sobresale la variable CGSP.

La puntuación discriminante de Fisher viene dada por la siguiente expresión:

$$- 29,7586 \text{ CD} - 9,1661 \text{ CGSP} + 0,0001 \text{ CNPAT} + 0,0357 \text{ FP} + 26,8331 \text{ VOL} + 13,1085$$

Para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas de los grupos utilizamos el test basado en la *M* de Box. Al aplicar este test a las variables discriminantes seleccionadas, como puede comprobarse en el Cuadro 4.40, obtenemos un valor para la *M* de 102,42849, siendo el valor de la *F* aproximada 6,35047 con 15 y 22439,2 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que se rechaza la hipótesis de igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas.

La información relativa al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste puede verse también en el mismo Cuadro 4.40.



Concretamente, la ratio E es 1,5494 y el estadístico λ de Wilks es 0,39225, siendo el nivel de significación crítico correspondiente a la χ^2 -cuadrado asociada 0,0000, lo que nos permite rechazar la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias, de manera que las variables de la función ejercen de forma global un efecto significativo en la separación de los dos grupos.

Cuadro 4.40
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>						
Eigenvalue	Correlac. Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
1,5494	0,7796	:	0,392252	70,657	5	0,0000
		:				
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>						
Grupo	Rank	Log Determinant				
0	5	5,243533				
1	5	11,089304				
Pooled within-groups covariance matrix	5	9,179821				
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.			
102,42849	6,35047	15,	22439,2	0,0000		

El porcentaje de casos correctamente clasificados en la muestra de estimación es del 88,75%. En cuanto al porcentaje de errores cometidos en la clasificación, como puede apreciarse en el Cuadro 4.41, sólo se incurre en 2 errores de tipo I (4,5%). Por otra parte, al aplicar la función discriminante sobre una muestra de validación formada por 40 fondos, obtenemos un porcentaje de aciertos del 85%, resultado que consideramos plenamente satisfactorio.

Cuadro 4.41
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	44	42 (95,5%)	2 (4,5%)
Grupo	1	36	7 (19,4%)	29 (80,6%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				88,75%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	24	22 (91,7%)	2 (8,3%)
Grupo	1	16	4 (25,0%)	12 (75,0%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				85,00%

4.7.1.3 - Análisis logit

En el Cuadro 4.42 se exponen los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit en la categoría de fondos FIAMM para el año 1995. Si nos fijamos en el nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, para un nivel de significación de 0,05, los coeficientes de las variables CD (comisión de depósito), CGsP (comisión de gestión sobre patrimonio), CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) y VOL (volatilidad), individualmente considerados, resultan ser significativamente diferentes de cero. Por tanto, los valores que toman estas variables en los diferentes fondos de la categoría inversora analizada determinan la probabilidad de que un fondo FIAMM concreto sea rentable.

Por otra parte, según el estadístico R, relativo a la correlación parcial de cada variable clasificadora con la variable dependiente del análisis, cuanto menores son la CGsP y la CD cobradas por un fondo y mayor es su CNPAT y su VOL, mayor es la probabilidad de que ese FIAMM sea rentable. La correlación parcial de las cuatro variables señaladas con la probabilidad de que un fondo sea o no rentable es muy similar.

Cuadro 4.42
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
CD	-34,7619	12,9778	7,1747	1	0,0074	-0,2168	0,0000
CGSP	-11,9714	3,8708	9,5653	1	0,0000	-0,2621	0,0000
CNPAT	0,0002	6,69E-05	8,1725	1	0,0043	0,2368	1,0002
PMPAR	0,8558	0,4700	3,3157	1	0,0686	0,1093	2,3532
VOL	65,9791	22,8700	8,3230	1	0,0039	0,2396	4,51E+28
Constante	17,7852	5,4609	10,6068	1	0,0011		

Respecto a la valoración de la bondad del ajuste del modelo, en el Cuadro 4.43 representamos los porcentajes de clasificación correcta derivados de la aplicación del modelo logit estimado a la muestra de fondos analizada. Apreciamos como el 93,18% de los fondos no rentables son correctamente clasificados por el modelo, porcentaje que es del 88,89% en el caso de los fondos rentables. En total, se clasifica correctamente al 91,25% de los fondos, resultado muy satisfactorio y que, además, mejora los resultados obtenidos al aplicar el ADM.

Cuadro 4.43
TABLA DE CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	41	3	93,18%
1	4	32	88,89%
		Total	91,25%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	21	3	87,50%
1	4	12	75,00%
		Total	82,50%

Centrándonos en los errores cometidos en la clasificación, de los 7 fondos que resultan mal clasificados, 3 de ellos corresponden a errores de tipo I (6,8%), es decir, clasificamos como rentables 3 fondos que en realidad resultan ser no rentables y 4 son errores de tipo II (11,11%), fondos rentables predichos como no rentables. Por otro lado, cuando aplicamos el modelo estimado a la muestra de validación formada por 40 FIAMM, el 82,5% de los fondos resultan clasificados correctamente, porcentaje que consideramos también aceptable.

Cuadro 4.44
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	110,102	(modelo con sólo la constante)	
-2 Log Verosimilitud	38,720	(modelo completo)	
Bondad del ajuste	60,798		
	Chi-cuadrado	gl	Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	71,382	5	0,0000
Mejora	3,080	1	0,0792

El estadístico bondad del ajuste, como se expone en el Cuadro 4.44, toma un valor de 60,798. Para el modelo completo, el valor $-2L$ es 38,720, que es más pequeño que el valor $-2L$ para el modelo que contiene sólo la constante, 110,102. Por último, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 71,382 con 5 grados de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que se rechaza la hipótesis nula de que los coeficientes de CD, CGSP, CNPAT, PMPAR y VOL en el modelo completo son igual a cero. Sin embargo, para un nivel de confianza del 95%, no podemos rechazar la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable incorporada en el último paso, PMPAR, es cero, dado que su nivel de significación crítico es 0,0792.

4.7.1.4 - Interpretación de los resultados

La variable con un mayor poder discriminante es CGSP, variable que hace referencia a la comisión que percibe la sociedad gestora por la gestión que realiza del fondo. En principio, el cobro de una comisión más alta debería justificarse con la obtención de unas mayores rentabilidades como consecuencia de una mejor gestión. Sin embargo, de los resultados del ADM y del AL podemos concluir la existencia de una relación inversa entre esta variable y la rentabilidad que obtiene un fondo de dinero, ya que cuanto mayor es el valor que toma CGSP, menor es la puntuación discriminante que otorga la función y mayor es la probabilidad de que el fondo analizado pertenezca al grupo de fondos no rentables.

La segunda variable por orden de importancia es CD (comisión de depósito), variable que también forma parte de la función discriminante y del modelo logit y que nos indica la existencia de una relación inversa entre la CD que cobra un fondo y la rentabilidad que este obtiene.

La tercera variable seleccionada es VOL (volatilidad), indicándonos que, para 1995, cuanto mayor es el riesgo asumido por un fondo de dinero, mayor es la puntuación discriminante de ese fondo y mayor es la probabilidad de ser clasificado como fondo rentable.

La cuarta variable seleccionada es CNPAT (crecimiento neto del patrimonio), variable que está correlacionada positivamente con la rentabilidad que obtenga un fondo de esta categoría. Por tanto, cuanto mayor es el valor que toma esta variable para un fondo concreto, mayor es su puntuación discriminante y mayor es la probabilidad de que ese fondo sea rentable.

Finalmente, la variable FP (fondos públicos), seleccionada en el ADM por su poder separador para formar parte de la función discriminante, no resultó ser

significativa en el análisis descriptivo univariante ni tampoco aparece en el modelo logit estimado. Según los resultados del ADM, cuanto mayor es el valor que toma esta variable para un fondo concreto, mayor es su puntuación discriminante.

En definitiva, en el año 1995, caracterizado por un comportamiento normal de los mercados, las características básicas que clasifican a un fondo de dinero como fondo rentable son: el cobro de una menor comisión de gestión sobre patrimonio y de una menor comisión de depósito, una política inversora en la cual se asuman ciertos riesgos (mayor duración de la cartera), una mayor presencia de fondos públicos en sus inversiones y un crecimiento neto positivo de su patrimonio indicativo de que ese fondo ha aumentado su patrimonio no sólo por la rentabilidad de sus inversiones, sino también por la captación de nuevos recursos.

4.7.2 - ESTUDIO DE LOS FIM DE RENTA FIJA EN 1995

4.7.2.1 - Análisis descriptivo univariante

Los resultados del análisis descriptivo univariante realizado sobre los 124 FIMRF que componen la muestra de estimación se recogen en el Cuadro 4.45. Para un nivel de confianza del 95%, si nos fijamos en la significación en los contrastes del estadístico F , rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos en las siguientes variables: ATA (adquisiciones temporales de activos), CD (comisión de depósito), CGSP (comisión de gestión sobre patrimonio), FP (fondos públicos) y VOL (volatilidad).

La variable que individualmente tiene un mayor poder separador para explicar las diferencias en rentabilidad entre los dos grupos de fondos FIMRF preestablecidos es la variable FP. Los fondos rentables tienen, en promedio, el 62% del patrimonio invertido en FP, mientras que ese porcentaje sólo

es del 24% en los fondos no rentables. Por otra parte, la desviación típica es muy parecida en ambos grupos.

Cuadro 4.45
FONDOS FIM DE RENTA FIJA: AÑO 1995
Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIM-RF rentables		FIM-RF no rentables		Estadístico F ⁽¹⁾	
	Media	Desv.Típica	Media	Desv.Típica	Valor	Signific.
AMP	0,1480	1,1366	0,0089	0,0719	0,9694	0,3268
ATA	22,5927	18,8400	63,9380	27,4614	93,6793	0,0000
BCOI	0,2373	0,4291	0,3539	0,4819	2,0071	0,1591
CD	0,1741	0,1414	0,2242	0,1194	4,5673	0,0346
CEXT	0,4051	1,7791	0,5712	3,8100	0,0936	0,7602
CGsP	1,3753	0,4471	1,5800	0,5097	5,6050	0,0195
CGsR	0,0000	0,0000	0,0615	0,4961	0,9070	0,3428
CNPAT	-2855,8	6253,5	-1624,7	4081,5	1,7151	0,1928
FP	62,7563	21,1411	24,1935	22,4932	96,2380	0,0000
L	4,7275	8,1400	4,7035	5,8337	0,0004	0,9849
ONC	0,0041	0,0313	0,0000	0,0000	1,1026	0,2958
OVRF	7,6661	12,3444	5,6203	9,3788	1,0915	0,2982
PMPAR	0,2002	0,3559	0,2227	0,4608	0,0917	0,7626
PMPAT	0,2683	0,3832	0,2872	0,7390	0,0309	0,8608
SN	1,6985	1,5741	0,9659	2,5735	3,5682	0,0613
VOL	0,4131	0,1779	0,1819	0,5534	9,4106	0,0027

(1) Con 1 y 122 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIM de renta fija de la muestra en 1995 fue del 10,07%.

Fuente: Elaboración propia.

La segunda variable individualmente más significativa por su poder discriminante es ATA. Esta variable nos indica que, en promedio, los FIMRF no rentables tienen casi el 64% de su patrimonio invertido en repos, mientras que este porcentaje, en el caso de los fondos rentables, no llega al 23% de su patrimonio.

Si observamos el valor que toma el estadístico F asociado a estas variables, podemos comprobar el alto nivel de significación que presentan ambas variables, consideradas individualmente, para diferenciar con precisión a los dos grupos de fondos preestablecidos.

De estos resultados se desprende que, en 1995, una de las características de los fondos rentables de esta categoría

inversora es que se centran en adquisiciones en firme de títulos públicos, mientras que la política de los fondos no rentables parece muy concentrada en la adquisición temporal de activos públicos. En definitiva, si bien la consideración conjunta de las variables ATA y FP representa en ambos grupos, por término medio, más del 80% del patrimonio de los fondos, el decantarse por una u otra condiciona fuertemente la rentabilidad del fondo.

Atendiendo a la importancia de las variables por separado, la tercera variable que sobresale es la variable VOL, cuyo valor medio resulta ser casi tres veces superior en el grupo de FIMRF rentables, siendo su desviación típica mucho menor. Este resultado nos indica que los fondos rentables en esta categoría se caracterizaron por ser más volátiles.

Finalmente, las variables CD y CGsP, referentes a las comisiones que cobran los fondos por su gestión, administración y depósito, individualmente también son significativas. El valor que toman estas dos variables en el grupo de fondos rentables es, en promedio, menor que en los fondos no rentables. En concreto, los FIMRF rentables perciben una CD un 22,4% inferior a la cobrada en el caso de los FIMRF no rentables y una CGsP también un 13% menor.

4.7.2.2 - Análisis discriminante múltiple

La función discriminante sólo la forman dos variables: VOL (volatilidad) y FP (fondos públicos). En el Cuadro 4.46 presentamos el resultado del proceso iterativo de selección de las variables aplicado para el año 1995 a los 124 FIMRF de la muestra de estimación.

El valor de la λ de Wilks indica un aumento en el poder de discriminación conforme se suceden las iteraciones. Por otra parte, la significación de la F equivalente nos permite rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos

grupos en cada etapa. Por último, de acuerdo con la *F*-para-salir de la última etapa, que nos mide la relevancia de cada variable, la variable fundamental es FP.

Cuadro 4.46

RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc.	Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	FP		1	0,55902	0,0000	88,2704
2	VOL		2	0,53679	0,0000	5,0108

La puntuación discriminante de Fisher se obtiene aplicando la siguiente expresión:

$$0,0805 \text{ FP} + 1,2897 \text{ VOL} - 3,8850$$

Cuadro 4.47

CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

Correlación canónica y test de igualdad de medias

Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,8629	0,6806	:	0,536793	75,279	2	0,0000

Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas

Grupo	Rank	Log Determinant
0	2	5,034805
1	2	2,509820
Pooled within-groups covariance matrix	2	4,430255

M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.
72,69407	23,80008	3,	3851360,5
			0,0000

Si observamos el Cuadro 4.47, donde mostramos los resultados a los que llegamos en los distintos contrastes de significación efectuados, vemos como al aplicar el test basado en la M de Box a las variables discriminantes seleccionadas para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas de los grupos, obtenemos un valor para la M de 72,69407, siendo el valor de la F aproximada 23,80008 con 3 y 3851360,5 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis planteada.

Respecto al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste, en el mismo Cuadro 4.47 observamos que la ratio E es 0,8629 y el valor del estadístico λ de Wilks es 0,53679, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0000, lo que permite rechazar la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias, o lo que es lo mismo, aceptar el efecto global significativo de las variables que componen la función discriminante en la distinción de los dos grupos.

Cuadro 4.48
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	65	51 (78,5%)	14 (21,5%)
Grupo	1	59	10 (16,9%)	49 (83,1%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				80,65%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>				
	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo	0	32	25 (78,1%)	7 (21,9%)
Grupo	1	30	6 (20,0%)	24 (80,0%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				79,03%

En el Cuadro 4.48 presentamos el porcentaje de casos correctamente clasificados, 80,65%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II que cometemos en la clasificación. Observamos 14 errores de tipo I (21,5%) y 10 errores de tipo II (16,9%). Finalmente, para validar los resultados del ADM, sobre una muestra de validación más reducida, formada por 62 FIMRF, hemos aplicado la función discriminante clasificando correctamente el 79,03% de los fondos, resultado que consideramos satisfactorio.

4.7.2.3 - Análisis logit

Para la muestra de fondos FIMRF, los resultados derivados de la estimación del modelo logit son los que se reflejan en el Cuadro 4.49. Según el nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, para un nivel de significación del 5%, los coeficientes de las siguientes variables resultan ser significativamente distintos de cero: ATA (adquisiciones temporales de activos), CGsP (comisión de gestión sobre patrimonio), FP (fondos públicos) y VOL (volatilidad). Así pues, los valores de estas variables para los FIMRF de la muestra, condicionan la probabilidad de que un fondo concreto resulte ser rentable.

Cuadro 4.49
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
ATA	-0,0379	0,0188	4,0683	1	0,0437	-0,1098	0,9628
CGSP	-1,6336	0,7102	5,2917	1	0,0214	-0,1385	0,1952
CGSR	-2,1190	5,5637	0,1450	1	0,7033	0,0000	0,1202
FP	0,0412	0,0195	4,4711	1	0,0345	0,1200	1,0421
VOL	1,1263	0,4906	5,2691	1	0,0217	0,1380	3,0841
Constante	1,6091	1,8986	0,7183	1	0,3967		

Por otra parte, según el estadístico R , cuanto mayor sea el valor que tome la variable VOL para un fondo, mayor el porcentaje de patrimonio que tenga colocado en FP, menor el porcentaje que tenga invertido en ATA y menor la CGsP que se cobre por su gestión, mayor será la probabilidad de que ese fondo sea rentable.

En el Cuadro 4.50, exponemos los porcentajes de clasificación correcta a los que llegamos aplicando el modelo estimado a la muestra de estimación formada por 124 FIMRF. El modelo clasifica correctamente al 81,54% de los fondos no rentables y al 88,14% de los fondos rentables. En conjunto, se clasifica bien al 84,68% de los fondos investigados. En cuanto a los 19 errores cometidos en la clasificación, 12 fondos (18,46%) son clasificados como rentables cuando en realidad resultan ser no rentables y 7 fondos (11,86%) rentables son prejuzgados como no rentables. Por otra parte, al aplicar el modelo estimado a la muestra de validación formada por 62 FIMRF, el 75,81% de los fondos resultan correctamente clasificados.

Cuadro 4.50
TABLA DE CLASIFICACIÓN

<u>MUESTRA DE ESTIMACIÓN</u>			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	53	12	81,54%
1	7	52	88,14%
		Total	84,68%
<u>MUESTRA DE VALIDACIÓN</u>			
	Predicción		Porcentaje Correcto
Observado	0	1	
0	25	7	78,13%
1	8	22	73,33%
		Total	75,81%

Cuadro 4.51
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	171,610	(modelo con sólo la constante)		
-2 Log Verosimilitud	88,901	(modelo completo)		
Bondad del ajuste	100,661			
	Chi-cuadrado	gl		Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	82,709	5		0,0000
Mejora	4,242	1		0,0394

Como puede comprobarse en el Cuadro 4.51, el estadístico bondad del ajuste toma un valor de 100,661. Para el modelo completo, el valor $-2L$ es 88,901, que es más pequeño que el valor $-2L$ para el modelo que contiene sólo la constante, 171,610. Por otra parte, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 82,709 con 5 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, lo que permite rechazar la hipótesis nula de que los coeficientes para FP, VOL, ATA, CGsP y CGsR sean igual a cero. Finalmente, para un nivel de confianza del 95%, también se rechaza la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable CGsR (comisión de gestión sobre resultados) es cero, dado que su nivel de significación crítico es 0,0394.

4.7.2.4 - Interpretación de los resultados

La variable que presenta un mayor poder clasificador en los fondos que invierten toda su cartera exclusivamente en renta fija es la variable FP (fondos públicos). Del análisis univariante se desprendía la fuerte presencia de FP en los fondos que resultaron ser rentables durante el año 1995. Su relación con la variable rentabilidad es positiva, lo que implica que, cuanto mayor sea el valor que tome esta variable para un determinado fondo, mayor será su puntuación discriminante y más posibilidades tendrá de ser rentable.

La otra variable que resulta seleccionada en el ADM para formar parte de la función discriminante es la variable VOL (volatilidad). El signo positivo de esta variable en la función discriminante y en el modelo logit nos indica que, en 1995, cuanto mayor era la volatilidad de un fondo, mayor era su puntuación discriminante y mayor la probabilidad de ser rentable.

La variable ATA (adquisiciones temporales de activos), que en el análisis descriptivo univariante ya resultó ser significativa, también aparece en el modelo logit estimado. Según el estudio realizado, esta variable nos indica que los FIMRF rentables tienen una menor parte de su patrimonio colocada en adquisiciones temporales de activos.

Finalmente, la variable CGsP (comisión de gestión sobre patrimonio), referente a la comisión que cobran los fondos por la gestión del mismo, individualmente resultó ser significativa y también aparece en el modelo logit. Según se desprende del análisis logit, los fondos rentables se caracterizan por el cobro de unas menores comisiones de gestión.

En 1995, aquellos fondos con una duración mayor de sus carteras y que, por tanto, asumieron un mayor riesgo de variación en los tipos de interés, obtuvieron mejores rentabilidades que aquellos otros que, ante la negativa experiencia de 1994, optaron por menores duraciones y llevaron a cabo políticas inversoras típicas de los FIAMM. En resumen, en 1995, los fondos FIMRF rentables se caracterizaron por una mayor volatilidad y por un predominio claro de los FP en sus carteras.

4.7.3 - ESTUDIO DE LOS FIM DE RENTA FIJA MIXTA EN 1995

4.7.3.1 - Análisis descriptivo univariante

Si nos fijamos en el Cuadro 4.52, donde exponemos los resultados del análisis descriptivo univariante aplicado a la muestra de FIMRFM para el año 1995, apreciamos como, para un nivel de confianza del 95%, atendiendo a la significación en los contrastes del estadístico *F*, en esta clase de fondos se rechaza la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: A (acciones), ATA (adquisiciones temporales de activos), FP (fondos públicos) y VOL (volatilidad).

La variable que, de forma individual, presenta un mayor poder de discriminación es FP. El porcentaje de patrimonio que invierten los fondos rentables en FP, en promedio, es del 45%, mientras que en los fondos no rentables ese porcentaje apenas supera el 25%.

Cuadro 4.52
FONDOS FIM DE RENTA FIJA MIXTA: AÑO 1995
Medias, desviaciones típicas y estadístico *F* de las variables por grupos

Variable	FIM-RFM rentables		FIM-RFM no rentables		Estadístico <i>F</i> ⁽¹⁾	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
A	9,7277	8,1493	5,8860	4,6451	4,3940	0,0408
AMP	0,0000	0,0000	0,4876	1,4014	3,7698	0,0574
ATA	27,1061	18,7908	42,6760	30,8618	5,4158	0,0237
BCOI	0,3548	0,4864	0,5600	0,5066	2,3728	0,1293
CD	0,1632	0,1134	0,1960	0,0979	1,3030	0,2587
CEXT	1,8658	3,6954	1,8304	4,6616	0,0010	0,9748
CGsP	1,4136	0,5216	1,5680	0,4962	1,2670	0,2653
CGsR	0,0000	0,0000	0,2000	1,0000	1,2455	0,2693
CNPAT	-958,4	1489,2	-4419,1	10969,4	3,0294	0,0875
FP	45,6871	16,3378	25,7736	22,4039	14,7774	0,0003
L	3,8848	3,9015	6,4800	6,2705	3,5943	0,0633
ONC	0,0055	0,0201	0,0536	0,2516	1,1300	0,2925
OVRF	10,1681	9,6358	15,0324	18,2166	1,6450	0,2051
PMPAR	0,0627	0,0749	0,3980	1,1343	2,7057	0,1058
PMPAT	0,1044	0,1451	0,2628	0,4884	2,9476	0,0917
SN	1,5532	2,3169	1,7812	2,8833	0,1077	0,7440
VOL	0,6226	0,2740	0,4592	0,3190	4,2491	0,0441

(1) Con 1 y 54 grados de libertad.
La rentabilidad financiera media de los FIM de renta fija mixta de la muestra en 1995 fue del 10,16%.
Fuente: Elaboración propia.

La segunda variable que destacamos, atendiendo a su poder discriminante individual, es la variable ATA. Por término medio, la proporción del patrimonio de los fondos no rentables de esta categoría inversora colocada en ATA es del 27%, mientras que los fondos no rentables tienen invertido, en promedio, más del 42% del patrimonio en ATA, aunque con una desviación típica mayor.

La tercera variable significativa por su poder clasificador individual es la variable A. Los fondos rentables tienen invertido en acciones, por término medio, casi el 10% de su patrimonio, porcentaje que no llega al 6% en los fondos no rentables.

La última variable significativa al 95% por su poder discriminatorio individual es la variable VOL. Los fondos rentables, por término medio, son bastante más volátiles que los fondos no rentables, siendo la desviación típica ligeramente menor.

4.7.3.2 - Análisis discriminante múltiple

En el Cuadro 4.53 sintetizamos el proceso iterativo de selección de variables clasificadoras, para 1995, en esta categoría inversora. Se han seleccionado tres variables para constituir la función discriminante: FP (fondos públicos), CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) y BCOI (variable cualitativa relacionada con el grupo financiero al que está vinculada la sociedad gestora de un fondo).

Los valores de la λ de Wilks muestran una tendencia decreciente, indicando así el aumento en el poder discriminatorio a medida que se suceden las iteraciones. Además, atendiendo a la significación del estadístico F equivalente, podemos rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en todas y cada una de las etapas. Por último, según la F -para-salir de la última etapa, la variable

que tiene una mayor importancia relativa es FP, seguida por CNPAT y, por último, la variable cualitativa BCOI.

Cuadro 4.53
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc. Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	FP	1	0,78514	0,0003	22,4544
2	CNPAT	2	0,68932	0,0001	11,7300
3	BCOI	3	0,60957	0,0000	6,8038

La puntuación discriminante de Fisher viene dada por:

$$- 1,8687 \text{ BCOI} + 0,0002 \text{ CNPAT} + 0,0775 \text{ FP} - 1,4685$$

Cuadro 4.54
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>						
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,6405	0,6248	:	0,609566	25,988	3	0,0000
		:				
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>						
Grupo	Rank	Log Determinant				
0	3	23,050923				
1	3	18,630640				
Pooled within-groups covariance matrix	3	22,081931				
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.			
80,28293	12,55745	6,	18613,0	0,0000		

Como puede verse en el Cuadro 4.54, rechazamos la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas ya que,

al aplicar el test basado en la M de Box a las variables discriminantes seleccionadas para contrastar esta hipótesis, el valor que toma la M es de 80,28293, siendo el valor de la F aproximada 12,55745 con 6 y 18613,0 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000.

Por otro lado, en el mismo Cuadro 4.54, ofrecemos información relativa al contraste de significación global de igualdad de medias y a la medida de la bondad del ajuste. En concreto, la ratio E es 0,6405 y el estadístico λ de Wilks es 0,609566, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0000, lo que implica rechazar la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias.

Si observamos los resultados contenidos en la matriz de clasificación expuesta en el Cuadro 4.55, tenemos que el porcentaje de casos correctamente clasificados por la función es del 75%. Por otra parte, el porcentaje de errores cometidos en la clasificación es del 24% en el caso de los errores de tipo I y del 25,8% para los errores de tipo II.

Cuadro 4.55
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo 0	0	25	19 (76,0%)	6 (24,0%)
Grupo 1	1	31	8 (25,8%)	23 (74,2%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				75,00%

4.7.3.3 - Análisis logit

En el Cuadro 4.56 resumimos los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit para la muestra de fondos FIMRFM. Para un nivel de significación de 0,05, atendiendo al

nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, resultan ser significativamente diferentes de cero los coeficientes de las variables FP (fondos públicos) y BCOI (variable cualitativa referente al grupo financiero al que pertenece la gestora del fondo), y para un nivel de significación de 0,1, la variable CNPAT (crecimiento neto del patrimonio) también resulta significativa, por lo que la probabilidad de que un fondo concreto de esta categoría inversora sea rentable depende de los valores que tomen estas variables para los fondos estudiados.

Cuadro 4.56
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
BCOI	-2,0247	0,8252	6,0205	1	0,0141	-0,2285	0,1320
CNPAT	0,0003	0,0002	3,3859	1	0,0658	0,1342	1,0003
FP	0,0741	0,0206	12,9558	1	0,0003	0,3772	1,0769
Constante	-0,9330	0,7275	1,6446	1	0,1997		

Cuadro 4.57
TABLA DE CLASIFICACIÓN

Observado	Predicción		Porcentaje Correcto
	0	1	
0	20	5	80,00%
1	6	25	80,65%
	Total		80,36%

Los porcentajes de clasificación correcta a los que llegamos aplicando el modelo estimado a la muestra de fondos FIMRFM son los que se exponen en el Cuadro 4.57. El 80% de los fondos no rentables son correctamente clasificados por el modelo, porcentaje que es del 80,65% en el caso de los fondos

rentables. En conjunto, se clasifica correctamente al 80,36% de los fondos, resultado sensiblemente mejor que el obtenido al aplicar el ADM. Por otro lado, de los 11 fondos que resultan mal clasificados, 5 de ellos (20%) son fondos no rentables predichos como rentables y 6 (19,35%) son fondos rentables pronosticados como no rentables.

Cuadro 4.58
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	76,988	(modelo con sólo la constante)		
-2 Log Verosimilitud	49,335	(modelo completo)		
Bondad del ajuste	77,991			
	Chi-cuadrado	gl		Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	27,653	3		0,0000
Mejora	7,316	1		0,0068

En el Cuadro 4.58 puede verse que el valor que toma el estadístico bondad del ajuste es 77,991. Para el modelo completo, -2L es 49,335, que es más pequeño que -2L para el modelo que contiene sólo la constante, 76,988. Por otro lado, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 27,653 con 3 grados de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis nula de que los coeficientes para las variables del modelo completo son igual a cero. Por último, para un nivel de confianza del 95%, también rechazamos la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable incorporada al modelo en el último paso, BCOI, es cero, dado que su nivel de significación crítico es 0,0068.

4.7.3.4 - Interpretación de los resultados

La primera variable que resaltamos por su poder de discriminación es FP (fondos públicos). Dado que el

coeficiente asociado a esta variable presenta un signo positivo, tanto en la función discriminante como en el modelo logit, cuanto mayor sea el porcentaje de patrimonio que un fondo tenga invertido en FP, mayor será la probabilidad de clasificarlo como rentable.

La segunda variable seleccionada por su capacidad para diferenciar a los dos grupos de fondos predefinidos es CNPAT (crecimiento neto del patrimonio). La correlación de esta variable con la rentabilidad de un fondo también es positiva, por lo que cuanto mayor sea el valor que tome esta variable para un fondo concreto de la muestra mayor será su puntuación discriminante y su probabilidad de ser clasificado como rentable. En el análisis univariante, esta variable no resultó ser significativa para una confianza del 95%, pero sí del 90%.

La última variable que integra la función discriminante por su poder clasificador, y que también aparece en el modelo estimado logit, es BCOI (variable relativa al grupo financiero en el que se enmarca la gestora), variable que no resultó ser significativa en el análisis univariante realizado previamente. Según este estudio, cuando un fondo de la muestra pertenece a una gestora vinculada al grupo financiero integrado por los bancos y las cajas de ahorros, dado que esa variable cualitativa tomará valor cero, mayor será la puntuación discriminante asignada al fondo y mayor será la probabilidad de que ese fondo sea clasificado como rentable.

En resumen, en 1995, las características básicas de un FIMRFM rentable son las siguientes: estar gestionado por una sociedad gestora perteneciente al grupo financiero formado por los bancos y cajas de ahorros, tener un mayor porcentaje de su patrimonio invertido en fondos públicos y que su patrimonio presentase un crecimiento neto positivo indicativo de que el fondo crece no sólo por la revalorización de su cartera sino también por la captación de nuevos recursos.

4.7.4 - ESTUDIO DE LOS FIM RENTA VARIABLE MIXTA EN 1995

4.7.4.1 - Análisis descriptivo univariante

En el Cuadro 4.59 presentamos los resultados obtenidos en el análisis descriptivo univariante efectuado en la categoría FIMRVM para el año 1995. Para un nivel de confianza del 95%, según el nivel de significación crítico asociado al estadístico *F*, solamente rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos para las siguientes variables: ATA (adquisiciones temporales de activos), CD (comisión de depósito) y PMPAT (poder de mercado en términos de patrimonio gestionado).

Cuadro 4.59
FONDOS FIM DE RENTA VARIABLE MIXTA: AÑO 1995
Medias, desviaciones típicas y estadístico *F* de las variables por grupos

Variable	FIM-RVM rentables		FIM-RVM no rentables		Estadístico <i>F</i> ⁽¹⁾	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
A	45,8789	13,8311	42,9480	12,7185	0,4632	0,5005
ATA	18,3744	13,5453	30,4080	19,1440	4,8983	0,0333
BCOI	0,2222	0,4278	0,4000	0,5026	1,3625	0,2508
CD	0,1317	0,1076	0,2625	0,1146	13,0829	0,0009
CEXT	3,4633	6,1941	2,0300	2,7428	0,8812	0,3541
CGsP	1,9222	0,6267	1,8865	0,5668	0,0341	0,8546
CGsR	0,5556	2,3570	0,0000	0,0000	1,1146	0,2981
CNPAT	-2008,7	2240,9	-1492,7	1834,9	0,6076	0,4408
FP	22,7622	15,3405	15,9885	17,3739	1,6073	0,2130
L	2,8800	1,7163	4,0450	3,7229	1,4769	0,2322
ONC	0,0106	0,0330	0,0615	0,2462	0,7567	0,3901
OVRF	4,8228	7,5506	2,2075	4,5289	1,7166	0,1984
PMPAR	0,1444	0,1725	0,1030	0,1300	0,7047	0,4068
PMPAT	0,1132	0,1090	0,0560	0,0560	4,2643	0,0462
SN	1,8078	2,2074	2,3115	4,3492	0,1957	0,6609
VOL	1,9417	0,5766	1,7840	0,5551	0,7369	0,3964

(1) Con 1 y 36 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIM de renta variable mixta de la muestra en 1995 fue del 10,53%.

Fuente: Elaboración propia.

La variable que, individualmente considerada, tiene un mayor poder de discriminación es CD. Por término medio, los fondos rentables cobran una CD un 50% inferior a la CD aplicada en los fondos no rentables. Se trata de la única

variable analizada cuyo estadístico F asociado toma un valor con dos dígitos, siendo su nivel de significación 0,0009.

La segunda variable más significativa por su poder separador es ATA. Por término medio, los fondos rentables tienen el 18% de su patrimonio invertido en ATA, mientras que ese porcentaje es algo más del 30% en el caso de los fondos no rentables.

La última variable que individualmente resulta significativa al 95%, por su poder de discriminación, es PMPAT. El valor que toma esta variable, en media, en el grupo de fondos rentables es el doble que el valor que toma en el grupo de fondos no rentables, aunque su desviación típica también es el doble.

4.7.4.2 - Análisis discriminante múltiple

El proceso de selección de variables aplicado a los FIMRVM en 1995 se expone en el Cuadro 4.60. La única variable que ha resultado seleccionada para formar parte de la función discriminante es CD. Si nos fijamos en el nivel de significación de la F equivalente, podemos rechazar la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos.

Cuadro 4.60

RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable Introduc. Retir.	N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
1	CD	1	0,73345	0,0009	13,0829

La puntuación discriminante de Fisher viene dada por:

$$- 10,5552 \text{ CD} + 2,0803$$

En el Cuadro 4.61 observamos que, al aplicar el test basado en la M de Box a la variable discriminante seleccionada para contrastar la hipótesis de igualdad de matrices de covarianzas de los grupos, obtenemos un valor para la M de 0,07021, siendo el valor de la F aproximada 0,06829 con 1 y 3856,1 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,7939, por lo que no podemos rechazar la hipótesis formulada. Por otra parte, también reflejamos la información correspondiente al contraste de significación global de igualdad de medias así como la medida de la bondad del ajuste. En concreto, la ratio E es 0,3634 y el valor del estadístico λ de Wilks es 0,733453, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0009, lo que implica rechazar la hipótesis de igualdad de medias. Por tanto, la variable seleccionada ejerce un efecto significativo en la separación de los dos grupos, medido a través de la función discriminante.

Cuadro 4.61
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>					
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda Wilks	Chi-cuadrado	gl	Sig
0,3634	0,5163	: 0,733453	11,005	1	0,0009
		:			
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>					
Grupo	Rank	Log Determinant			
0	1	-4,333236			
1	1	-4,458527			
Pooled within-groups covariance matrix	1	-4,390451			
M de Box	F Aproximado	Grados de Libertad	Significac.		
0,07021	0,06829	1,	3856,1	0,7939	

Cuadro 4.62
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo 0	0	20	13 (65,0%)	7 (35,0%)
Grupo 1	1	18	6 (33,3%)	12 (66,7%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:				65,79%

En relación a la efectividad de la función discriminante, en el Cuadro 4.62 presentamos el porcentaje de casos correctamente clasificados, el 65,79%, así como el porcentaje de errores de tipo I y de tipo II que cometemos en la clasificación. Se incurre en 7 errores de tipo I (35%) y en 6 errores de tipo II (33,3%), resultado que consideramos aceptable.

4.7.4.3 - Análisis logit

Los resultados procedentes de la estimación del modelo logit en 1995 para la muestra de fondos FIMRVM, se sintetizan en el Cuadro 4.63.

Cuadro 4.63
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp(B)
CD	-10,6138	3,8370	7,6517	1	0,0057	-0,3279	0,0000
Constante	1,9454	0,8030	5,8696	1	0,0154		

Según el nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, para un nivel de significación de 0,05,

el coeficiente de la variable CD (comisión de depósito) resulta significativamente distinto de cero, por lo que el valor que tome esta variable para los fondos de la categoría inversora analizada condicionará la probabilidad de que un fondo concreto resulte ser rentable. Por otra parte, según el estadístico R , la probabilidad de que un fondo sea rentable es mayor cuanto menor es la CD que aplica ese fondo.

En cuanto a la bondad del ajuste del modelo, en el Cuadro 4.64, exponemos los porcentajes de clasificación correcta a los que llegamos aplicando el modelo estimado a la muestra de fondos FIMRVM. El 65% de los fondos no rentables son correctamente clasificados por el modelo, porcentaje que es del 66,67% en el caso de los fondos rentables. En conjunto, se clasifica correctamente al 65,79% de los FIMRVM, resultado que coincide con el obtenido al aplicar el ADM. En cuanto a los errores cometidos, de los 13 fondos mal clasificados, 7 (35%) son fondos clasificados como rentables cuando en la realidad resultan ser no rentables, y 6 (33,33%) son fondos rentables predichos como no rentables.

Cuadro 4.64
TABLA DE CLASIFICACIÓN

Observado	Predicción		Porcentaje Correcto
	0	1	
0	13	7	65,00%
1	6	12	66,67%
		Total	65,79%

Como vemos en el Cuadro 4.65, el estadístico bondad del ajuste toma un valor de 37,480. Para el modelo completo, $-2L$ es 41,143, que es más pequeño que $-2L$ para el modelo que contiene sólo la constante, 52,574. Por último, -2 Log de la

razón de verosimilitud toma un valor de 11,431 con 1 grado de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0007, por lo que rechazamos la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable CD es igual a cero.

Cuadro 4.65
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	52,574	(modelo con sólo la constante)	
-2 Log Verosimilitud	41,143	(modelo completo)	
Bondad del ajuste	37,480		
	<i>Chi-cuadrado</i>	<i>gl</i>	<i>Significación</i>
-2 Log Razón Verosimilitud	11,431	1	0,0007
Mejora	11,431	1	0,0007

4.7.4.4 - Interpretación de los resultados

La única variable seleccionada para formar parte de la función discriminante y del modelo logit ha sido CD (comisión de depósito), cuyo valor medio y desviación típica, según el análisis univariante previo, resulta ser menor para los fondos rentables. Según este resultado, para el año 1995, cuanto menor sea el valor que tome la variable CD para un fondo en concreto, mayor será su puntuación discriminante y mayor la probabilidad de que ese fondo sea clasificado como rentable.

4.7.5 - ESTUDIO DE LOS FIM DE RENTA VARIABLE EN 1995

4.7.5.1 - Análisis descriptivo univariante

En el Cuadro 4.66 pueden verse los resultados del análisis descriptivo univariante, para 1995, realizado en la categoría FIMRV. En esta clase de fondos rechazamos la hipótesis nula de igualdad de medias en ambos grupos, para un nivel de confianza del 95%, únicamente en las variables CEXT

(cartera exterior) y PMPAT (cuota de mercado que, en términos de patrimonio gestionado, tiene un fondo dentro del sector).

Cuadro 4.66
FONDOS FIM DE RENTA VARIABLE: AÑO 1995
Medias, desviaciones típicas y estadístico F de las variables por grupos

Variable	FIM-RV rentables		FIM-RV no rentables		Estadístico F ⁽¹⁾	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Valor	Signific.
A	84,4804	8,9279	80,3929	9,3807	2,0005	0,1652
ATA	9,7967	6,8576	8,6065	6,9896	0,2951	0,5901
BCOI	0,2500	0,4423	0,5294	0,5145	3,4686	0,0701
CD	0,2204	0,1335	0,2559	0,1246	0,7418	0,3944
CEXT	0,8346	2,3997	4,5659	8,2703	4,4044	0,0424
CGsP	2,1917	0,4471	2,0741	0,4966	0,6277	0,4330
CGsR	0,4167	2,0412	0,0000	0,0000	0,7031	0,4069
CNPAT	-1153,6	1619,0	-410,2	464,8	3,3644	0,0743
FP	0,6858	2,4536	0,3924	1,4414	0,1947	0,6615
L	2,1729	1,7810	4,0524	4,3096	3,7039	0,0616
ONC	0,0096	0,0363	0,0182	0,0678	0,2795	0,6000
OVRF	0,4621	1,4354	0,9941	2,0467	0,9602	0,3332
PMPAR	0,1754	0,1864	0,0838	0,1278	3,0687	0,0877
PMPAT	0,1005	0,0995	0,0413	0,0390	5,3857	0,0256
SN	1,5579	3,9927	-0,9788	3,6957	0,2224	0,6398
VOL	3,3008	0,3671	3,5194	0,6606	1,8392	0,1828

(1) Con 1 y 39 grados de libertad.

La rentabilidad financiera media de los FIM de renta variable de la muestra en 1995 fue del 10,25%.

Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar queremos resaltar que, pese a que una de las restricciones de partida impuestas en el estudio era que el fondo no tuviese invertido más de un 25% de su patrimonio en cartera exterior, en el análisis univariante efectuado sobre esta categoría inversora, la variable CEXT, para los fondos de la muestra, resulta ser significativa al 95% de confianza por su poder individual de discriminación entre los grupos previamente definidos.

Aunque las inversiones de los fondos españoles en mercados exteriores suponen una parte muy pequeña de la cartera de los fondos, los FIMRV rentables se caracterizan por tener invertido en cartera exterior, en promedio, un porcentaje del patrimonio más de cinco veces inferior al que tienen los fondos no rentables colocado en mercados

exteriores. Además, la desviación típica también es menor en los fondos rentables.

La otra variable significativa individualmente es PMPAT. Si nos fijamos en el valor promedio de esta variable en ambos grupos, los fondos rentables tienen una cuota de mercado 2,5 veces superior a la de los fondos no rentables. Este resultado nos hace pensar que el tamaño de un fondo, en cuanto a patrimonio se refiere, puede condicionar la rentabilidad que éste obtenga.

4.7.5.2 - Análisis discriminante múltiple

El resumen del proceso iterativo seguido para seleccionar las variables discriminantes en esta categoría inversora, para 1995, puede consultarse en el Cuadro 4.67. La función discriminante únicamente la forman dos variables: PMPAT (poder de mercado en términos de patrimonio gestionado) y CEXT (cartera exterior).

Cuadro 4.67
RESUMEN «STEPWISE» DEL PROCESO DE SELECCIÓN DE VARIABLES

PASO	Variable		N° variables introducidas	Lambda de Wilks	Nivel Signif.	F-para-salir última etapa
	Introduc.	Retir.				
1	PMPAT		1	0,87866	0,0256	4,8306
2	CEXT		2	0,79719	0,0135	3,8837

La tendencia decreciente del valor de la λ de Wilks indica el aumento en el poder de discriminación de una iteración a otra. Por otra parte, el nivel de significación crítico de la F equivalente nos lleva a rechazar, para una confianza del 95%, la hipótesis de igualdad de medias en ambos grupos en las etapas que tiene el proceso. Por último, la F -

para-salir nos indica que la importancia relativa de la variable PMPAT es algo superior a la de la variable CEXT.

La puntuación discriminante de Fisher la obtenemos a partir de:

$$- 0,1204 \text{ CEXT} + 9,2617 \text{ PMPAT} - 0,3317$$

Al aplicar el test basado en la M de Box a las variables discriminantes seleccionadas para contrastar la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas, tal y como se refleja en el Cuadro 4.68, el valor para la M es de 39,96555, siendo el valor de la F aproximada 12,54842 con 3 y 83861,0 grados de libertad y con un nivel de significación crítico de 0,0000, por lo que rechazamos la hipótesis de igualdad de las matrices de covarianzas de los grupos.

Cuadro 4.68
CONTRASTES DE SIGNIFICACIÓN

<u>Correlación canónica y test de igualdad de medias</u>					
Eigenvalue	Correlac.Canónica	Lambda	Wilks	Chi-cuadrado	gl Sig
0,2544	0,4503	:	0,797187	8,613	2 0,0135
		:			
<u>Test M de Box. Contraste de igualdad de las matrices de covarianzas</u>					
Grupo	Rank	Log	Determinant		
0	2	-2,262960			
1	2	-2,864450			
Pooled within-groups covariance matrix	2	-1,592927			
M de Box	F Aproximado	Grados	de Libertad	Significac.	
39,96555	12,54842	3,	83861,0	0,0000	

En el mismo Cuadro 4.68, se detalla la información relativa al contraste de significación global de igualdad de

medias así como la medida de la bondad del ajuste. En concreto, la ratio E es 0,2544 y el valor del estadístico λ de Wilks es 0,797187, siendo el nivel de significación crítico de la χ^2 -cuadrado asociada 0,0135, lo que implica rechazar, para un nivel de confianza del 95%, la hipótesis de igualdad entre los dos vectores de medias. Así pues, las variables CEXT y PMPAT, conjuntamente, diferencian a los dos grupos de forma significativa.

Cuadro 4.69
MATRIZ DE RESULTADOS DE LA CLASIFICACIÓN

	Real	N° de casos	Predicción	
			Grupo 0	Grupo 1
Grupo 0	0	17	12 (70,6%)	5 (29,4%)
Grupo 1	1	24	11 (45,8%)	13 (54,2%)
Porcentaje de casos correctamente clasificados:			60,98%	

En el Cuadro 4.69 presentamos el porcentaje de casos correctamente clasificados, el 60,98%, así como los errores de tipo I y de tipo II que cometemos en la clasificación, 5 errores de tipo I (29,4%) y 11 errores de tipo II (45,8%).

4.7.5.3 - Análisis logit

En el Cuadro 4.70 resumimos los resultados obtenidos en la estimación del modelo logit, en 1995, para la muestra de fondos FIMRV. Para un nivel de significación de 0,05, atendiendo al nivel de significación crítico asociado al estadístico de Wald, únicamente el coeficiente de la variable PMPAT (cuota de mercado en términos de patrimonio gestionado) resulta ser significativamente diferente de cero, por lo que el valor que toma esta variable para esta clase de fondos influye de forma decisiva en la probabilidad de que un fondo

concreto sea rentable. Por otra parte, según el estadístico R , cuanto mayor es la cuota de mercado de un fondo, mayor es la probabilidad para ese fondo de ser rentable, ya que la correlación de PMPAT con la variable dependiente es positiva.

Cuadro 4.70
MODELO ESTIMADO LOGIT

Variable	B	S.E.	Wald	gl	Sig	R	Exp (B)
PMPAT	13,3405	6,8439	3,7995	1	0,0513	0,1798	621851,1
Constante	-0,4935	0,4866	1,0286	1	0,3105		

La tabla de clasificación reflejada en el Cuadro 4.71 muestra los porcentajes de clasificación correcta obtenidos aplicando el modelo estimado a los FIM-RV. Vemos como el 58,82% de los fondos no rentables y el 62,5% de los fondos rentables son correctamente clasificados por el modelo. En conjunto, se clasifica correctamente al 60,98% de los fondos, resultado similar al obtenido con el ADM. Se cometen 7 errores de tipo I (41,18%) y 9 errores de tipo II (37,5%).

Cuadro 4.71
TABLA DE CLASIFICACIÓN

Observado	Predicción		Porcentaje Correcto
	0	1	
0	10	7	58,82%
1	9	15	62,50%
		Total	60,98%

Como podemos ver en el Cuadro 4.72, el valor que toma el estadístico bondad del ajuste es 38,232. Para el modelo

completo, $-2L$ es 49,354, que es más pequeño que $-2L$ para el modelo que contiene sólo la constante, 55,637. Por último, -2 Log de la razón de verosimilitud toma un valor de 6,284 con 1 grado de libertad y un nivel de significación crítico de 0,0122, por lo que rechazamos, para un nivel de confianza del 95%, la hipótesis nula de que el coeficiente para la variable PMPAT es igual a cero.

Cuadro 4.72
BONDAD DEL AJUSTE

-2 Log Verosimilitud	55,637	(modelo con sólo la constante)	
-2 Log Verosimilitud	49,354	(modelo completo)	
Bondad del ajuste	38,232		
	Chi-cuadrado	gl	Significación
-2 Log Razón Verosimilitud	6,284	1	0,0122
Mejora	6,284	1	0,0122

4.7.5.4 - Interpretación de los resultados

Las dos variables que integran la función discriminante son precisamente las únicas dos variables que en el análisis univariante previo resultaron, para un nivel de confianza del 95%, significativas. Sin embargo, al utilizar el AL, sólo es seleccionada la variable PMPAT. Por tanto, la variable clave del análisis en esta categoría inversora es PMPAT.

Se trata de la primera variable seleccionada para formar la función discriminante por su poder de discriminación entre los grupos preestablecidos. Según el signo de esta variable en la función, cuanto mayor sea la cuota de mercado de un fondo de esta categoría inversora, mayor será la puntuación discriminante que le asigne la función y mayor la probabilidad de que resulte clasificado como rentable.

La otra variable seleccionada en el ADM por su poder de discriminación ha sido la variable CEXT, variable que sin embargo no resulta significativa en el AL. Según la función discriminante, cuanto menor sea el porcentaje del patrimonio de un FIMRV invertido en los mercados exteriores, mayor será la puntuación discriminante de ese fondo y la probabilidad de que sea clasificado como rentable será mayor.

En síntesis, para 1995, atendiendo al estudio realizado, las posibilidades de que un fondo resultase rentable aumentaban cuanto mayor era su cuota de mercado, en términos de patrimonio gestionado, y cuanto menor era el porcentaje de su patrimonio invertido en cartera exterior.

CAPÍTULO 5

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS



5.1 - INTRODUCCIÓN

En este capítulo pretendemos evaluar la calidad de la gestión en la industria de fondos de inversión en España. Para ello, no basta con conocer cuál ha sido la rentabilidad de los fondos, sino que es necesario tener en cuenta, simultáneamente, el riesgo que soportan, consideración que da lugar a lo que se conoce en la literatura financiera con el nombre de «performance».

El término *performance* hace referencia a la estructura del resultado de la gestión de una determinada cartera en un intervalo de tiempo. Este resultado consta, al menos, de dos componentes: el rendimiento de la cartera y su riesgo. Como referencia apropiada para la rentabilidad de una cartera se toma su rendimiento esperado, y para el riesgo, la desviación típica o la varianza de la variable aleatoria rentabilidad.

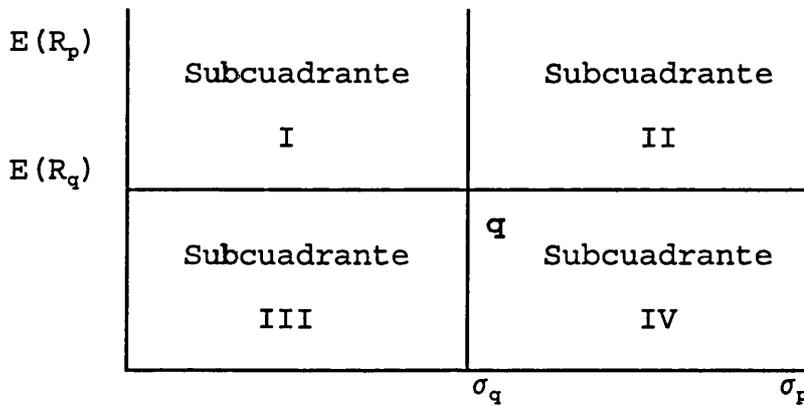
En base a estos parámetros, en el Gráfico 5.1 puede verse cómo queda determinada la *performance* de una cartera q en los ejes de rentabilidad y riesgo, siendo sus valores correspondientes $E(R_q)$ y σ_q . A partir de estos valores, $E(R_q)$ y σ_q , se pueden establecer cuatro subcuadrantes diferentes: I, II, III y IV.

Para un inversor averso al riesgo, las carteras situadas en el subcuadrante I tienen una *performance* superior a la de la cartera q , ya que ofrecen un valor de rentabilidad mayor a $E(R_q)$ y soportan un riesgo menor a σ_q . Por otra parte, aquellas carteras situadas en el subcuadrante IV presentan un valor de rentabilidad menor a $E(R_q)$ y un riesgo mayor a σ_q , por lo que la *performance* de estas carteras será menor que la de la cartera q .

El problema se plantea al intentar comparar la *performance* de la cartera q con la *performance* de las carteras situadas en la zona II (carteras con un valor de rentabilidad

mayor, pero también con mayor riesgo que la cartera q) o en la zona III (carteras con un valor de rentabilidad menor, pero también con menor riesgo que la cartera q), ya que la combinación rentabilidad-riesgo de estas carteras puede ser preferida, no preferida o indiferente con respecto a la cartera q .

Gráfico 5.1



Los índices de *performance*, que resumen en un único número la rentabilidad esperada y el riesgo de una cartera, pretenden resolver el problema de la comparación de carteras y tienen como objetivo el establecimiento de un ranking coherente de la *performance* de las carteras analizadas, en nuestro estudio fondos de inversión.

Estos índices posibilitan la ordenación de las carteras ubicadas en los subcuadrantes II y III según sus respectivos valores para un mismo índice, permitiendo así comparar la *performance* de diferentes carteras y medir, a posteriori, los resultados derivados de la gestión de las mismas. Además, también se puede comparar la *performance* de las carteras gestionadas con la *performance* de una cartera no gestionada, como la cartera de mercado, lo cual nos permite analizar, de forma conjunta, la calidad en la gestión de los fondos.

Para analizar la *performance* de los fondos de inversión españoles, la estructura que seguiremos en este capítulo es la siguiente: en primer lugar, comentaremos las principales líneas de investigación existentes en la literatura sobre la *performance* de los fondos de inversión. Después, describiremos las medidas clásicas de evaluación de la *performance* y, en el epígrafe cuarto, tras exponer algunas incoherencias en relación a la aplicación de las mismas, analizaremos la medida de *performance* propuesta por FERRUZ y SARTO (1993) para solucionar estos problemas. En el apartado quinto, expondremos los datos de partida para realizar el estudio y, en el sexto, aplicaremos las medidas descritas a nuestra base de fondos de inversión para, posteriormente, en el siguiente apartado, realizar un análisis de persistencia de los resultados.

5.2 - APORTACIONES MÁS RELEVANTES AL ESTUDIO DE LA PERFORMANCE

El estudio y evaluación de la *performance* de las carteras de inversión constituye un tema de interés que ha sido ampliamente desarrollado en otros países, como Estados Unidos, donde, a partir de los modelos generales de valoración de activos financieros arriesgados, se han elaborado diferentes medidas para evaluar la *performance*, desde los trabajos pioneros de TREYNOR (1965), SHARPE (1966) y JENSEN (1968), hasta las más recientes y cada vez más sofisticadas técnicas que desarrollan medidas dinámicas que incorporan la composición de las carteras de los fondos¹⁸⁷.

El análisis de la *performance* de las carteras se ha abordado desde dos perspectivas diferentes: por una parte, mediante la utilización de medidas globales de *performance* y, por otra, a través de medidas que intentan separar

¹⁸⁷ Entre los autores que desarrollan este tipo de medidas pueden consultarse, por ejemplo, CORNELL (1979), GRINBLATT y TITMAN (1989b) o ELTON y GRUBER (1991).

adecuadamente las causas implícitas que hay detrás de la medida global de la *performance*¹⁸⁸.

En general, en los trabajos publicados acerca de los fondos de inversión en Estados Unidos, la evidencia tiende a señalar la ausencia de capacidad en los gestores para obtener unos resultados superiores en términos de las medidas de evaluación aplicadas. Sin embargo, en una gran parte de los estudios realizados relativos a la evaluación de la *performance* se ignoran las características diferenciales y las limitaciones que presenta cada tipología de fondos, aspecto éste que, desde nuestro punto de vista, condiciona claramente los resultados obtenidos.

La disponibilidad y calidad de la información constituye uno de los motivos básicos a la hora de gestionar activamente una cartera de valores. Para descomponer la medida de evaluación global de la *performance*, de forma que podamos explicitar los motivos implícitos en dicha medida, debemos utilizar la información referente a la composición de las carteras de los fondos, ya que los valores liquidativos, aunque permiten una evaluación global, son insuficientes para identificar las causas últimas existentes detrás de los resultados globales.

En la literatura financiera, la mayoría de los estudios realizados sobre la *performance* de los fondos de inversión se han centrado en la elaboración y propuesta de medidas que permitan distinguir qué parte de la rentabilidad del fondo se debe a la habilidad de los gestores para seleccionar títulos en los que invertir (denominada «selectivity» en terminología anglosajona) y qué parte corresponde a la habilidad de elegir

¹⁸⁸ Entre los numerosos estudios realizados, en RUBIO IRIGOYEN, G., 1993, págs. 3-41, puede verse, de forma resumida, las principales técnicas de evaluación de la gestión de carteras.

el momento más adecuado para materializar dicha inversión (denominada «market timing» o, también, sincronización)¹⁸⁹.

A continuación comentamos algunas de las principales aportaciones al estudio de la *performance*, para después centrarnos en el caso español.

TREYNOR (1965) fue el primero en desarrollar una medida para evaluar la *performance* de una cartera. Mediante un ejemplo analizó la *performance* de los fondos de inversión suponiendo que las carteras que se analizaban eran eficientes.

SHARPE (1966) estudió la *performance* de 34 fondos de inversión en Estados Unidos aplicando la medida por él propuesta¹⁹⁰ a una serie de datos históricos de rentabilidad en el período 1954-1963. Dado que el índice de Sharpe para los 34 fondos analizados resultó ser, por término medio, inferior que la *performance* del Dow Jones Industrial Average (DJIA), los fondos de inversión estudiados, en promedio, se comportaron de una forma menos eficiente que este índice de referencia. Únicamente 11 fondos de los 34 analizados se comportaron mejor que el DJIA.

JENSEN (1968) analizó la *performance* de 115 fondos de inversión de diferentes categorías inversoras durante el período 1945-1964. En promedio, el 85% de la varianza de los fondos podía explicarse por las fluctuaciones del mercado. Al considerar los rendimientos netos de gastos, únicamente obtenían un coeficiente alfa positivo 39 fondos, mientras que con rendimientos brutos este coeficiente era positivo en 48 fondos. Como conclusión, llegó a que, en media, los fondos no

¹⁸⁹ En la bibliografía de la tesis pueden consultarse los trabajos de diferentes autores que han abordado el estudio de la *performance* de los fondos de inversión desde esta perspectiva. A modo de ejemplo, véase KON (1983), LEE y RAHMAN (1990), etc.

¹⁹⁰ Las medidas clásicas de evaluación de la *performance* propuestas por SHARPE, TREYNOR y JENSEN se exponen en el epígrafe tercero de este mismo capítulo.

eran capaces de actuar significativamente mejor de lo que podría esperarse de ellos en base a una simple estrategia aleatoria.

A partir de los trabajos anteriores, FAMA (1972) planteó descomposiciones más detalladas de la medida de la *performance*, identificando no sólo el nivel de *performance*, sino también la procedencia de ésta. Así, Fama propuso una metodología para determinar qué parte del rendimiento observado se debía a la capacidad de seleccionar los mejores títulos para un nivel de riesgo dado y qué parte era debida a predicciones sobre los movimientos en los precios del mercado en general.

En otra línea de investigación centrada, sobre todo, en el componente de sincronización, TREYNOR y MAZUY (1966) introdujeron por primera vez la distinción entre la selección de activos y la sincronización del mercado (*timing*) como componentes de la medida global de la evaluación de la *performance* de los fondos de inversión¹⁹¹ y se cuestionaron la capacidad de los gestores para anticiparse con éxito a los movimientos del mercado bursátil.

Según estos autores, el rendimiento de una cartera será una función no lineal del rendimiento del mercado, de manera que las observaciones alrededor de la línea de regresión ajustada tendrán forma de curva. Así, argumentan que los gestores que pueden pronosticar el rendimiento del mercado mantendrán una mayor proporción de la cartera de mercado, cuando el rendimiento del mercado sea alto, y una proporción menor, cuando sea bajo.

Estos autores propusieron una regresión cuadrática y estimaron la ecuación correspondiente a la misma durante los años 1953-1962, utilizando los rendimientos anuales de 57

¹⁹¹ Trabajos posteriores como los de BHATTACHARYA, S. y PFLEIDERER, P. (1983) o LEE, CH. y RAHMAN, S. (1990), entre otros, matizan y perfeccionan esta técnica de análisis de la *performance*.

fondos de inversión. Dado que no encontraron indicio alguno de curvatura en la línea característica de ninguno de los fondos, la relación curvilínea planteada se redujo a una relación lineal. Los resultados de este estudio, en general, sugieren la falta de capacidad de los gestores para prever correctamente cambios en los mercados financieros, de manera que la posible *performance* superior se deberá más a la capacidad del gestor para identificar títulos infravalorados.

MERTON (1981), HENRIKSSON y MERTON (1981) y HENRIKSSON (1984) tratan la sincronización del mercado de una forma diferente, ya que se apoyan en la valoración con opciones. El modelo básico desarrollado por HENRIKSSON y MERTON (1981), en donde el gestor prevé cuando las acciones se comportarán mejor que los títulos libres de riesgo y viceversa, es aplicado por HENRIKSSON (1984) a una muestra de 116 fondos de inversión en el período 1968-1980. Los resultados obtenidos llevan a este autor a concluir que existe poca evidencia de que los gestores de carteras tengan capacidad para dedicarse con éxito tanto a la selección como a la sincronización en el período analizado. Asimismo, estas conclusiones son confirmadas al dividir el período de análisis en dos subperíodos.

A continuación, repasaremos algunos de los principales trabajos realizados sobre la *performance* de los fondos de inversión en España, si bien todavía son relativamente pocos los estudios empíricos que versan sobre este tema¹⁹².

RUBIO (1992) analiza los componentes de la medida de evaluación global de los resultados. Según este autor, los FIM de renta variable en España son capaces de obtener una sincronización del mercado que contribuye de forma positiva a los resultados globales de los fondos. Sin embargo, la selección de activos individuales por parte de los gestores, en general, ha sido pobre.

¹⁹² Aunque nos centraremos en los estudios posteriores al *boom* de los fondos a partir de 1991, existen trabajos anteriores como, por ejemplo, los de PALACIOS, J.A. (1973) o MATEOS-APARICIO MORALES, P. (1977).

En RUBIO (1993) se realiza un repaso de las principales técnicas de evaluación de la *performance* y su aplicación a una muestra de 50 fondos de inversión españoles. Los resultados obtenidos no parecen ser sensibles a la técnica aplicada. Además, el autor concluye que para evaluar la calidad de la información distinguiendo entre los componentes selección y *timing*, no basta sólo con conocer el valor liquidativo de los fondos, sino que se requiere conocer la composición de sus carteras.

RUBIO (1994), tras aplicar algunas de las diferentes técnicas de evaluación utilizadas en la gestión de carteras, concluye que existe una *performance* mediocre con independencia de la técnica utilizada. Para separar los componentes *timing* y selección, utiliza datos acerca de la composición de las carteras de 14 fondos de inversión españoles. Según el autor, los resultados de la evaluación de la *performance*, tanto en Estados Unidos como en España, son desalentadores.

RUBIO (1995) analiza la *performance* de los fondos de inversión en España en el período 1980-1990 y compara los resultados obtenidos utilizando los rendimientos mensuales y la composición de las carteras de una muestra representativa de fondos. Obtiene unos resultados robustos a diferentes técnicas y carteras de referencia, lo que indica que, por término medio, los fondos no generan rendimientos suficientes para compensar los gastos en los que incurren. En cuanto a la descomposición de la medida global de *performance*, concluye que la información de *timing* contribuye positivamente a la *performance* total, mientras que la selección tiene un efecto negativo sobre dicha *performance*.

ÁLVAREZ (1994 y 1995) concreta los modelos de valoración de activos al caso particular de las carteras de renta fija y analiza la *performance* de una muestra de 53 FIM de renta fija en España en el período 1991-1993. En general, obtiene un pobre comportamiento para la mayoría de fondos en el período analizado, detectando una influencia notable del

factor suerte en el comportamiento de los fondos. En lo relativo a las comisiones cobradas por los fondos, éstas no justifican la obtención de información adicional a la incluida en los precios. Por último, obtiene que el tamaño del fondo, medido por su patrimonio, influye en la rentabilidad del mismo, siendo los fondos más grandes los menos rentables.

GALÁN (1995) estudia la efectividad de los FIM en la Bolsa de Madrid en 1993 a partir de una muestra formada por 26 FIM de renta variable y 24 FIM de renta variable mixta. Utiliza los valores liquidativos diarios de los fondos y el valor del IGBM y aplica las medidas clásicas de SHARPE (1966), TREYNOR (1965) y JENSEN (1969), así como la descomposición más detallada de la medida de *performance* propuesta por FAMA (1972). Sus resultados indican que la efectividad de los FIM de renta variable mixta es superior a la de los FIM de renta variable pura, sea cual sea la evolución general del período estudiado, ya que la mayor rentabilidad de los FIM de renta variable en períodos alcistas de la Bolsa no compensa el mayor riesgo que asumen este tipo de fondos. En general, no se detectan grandes diferencias entre los dos tipos de fondos estudiados. No obstante, el autor señala que los fondos de renta variable están mejor diversificadas, pero la selección de títulos es más eficaz en los fondos de renta variable mixta.

El último trabajo que vamos a comentar es el de MARTÍNEZ SEDANO (1995), que se centra en la importancia de la cartera de referencia a la hora de evaluar la *performance* de los fondos de inversión. Este autor elabora una cartera de referencia ex ante sujeta a las mismas restricciones que los fondos de inversión y analiza 25 fondos de renta variable en el período 1980-1992 trabajando con los rendimientos mensuales de los fondos. Concluye que cambios en la cartera de referencia no afectan sensiblemente a los resultados obtenidos.

5.3 - LAS MEDIDAS CLÁSICAS DE EVALUACIÓN DE LA PERFORMANCE

En este apartado describiremos brevemente los principales aspectos de los índices clásicos de evaluación de la *performance*. Posteriormente, estos índices clásicos, junto con otra medida innovadora, los aplicaremos a los fondos de inversión españoles durante el período 1993-1995.

5.3.1 - El índice de Sharpe

Esta medida de *performance*, propuesta por SHARPE (1966), parte de la línea del mercado de capitales¹⁹³ o «Capital Market Line» (CML), línea que representa la situación de equilibrio en el mercado. Se define como el cociente entre la prima por rentabilidad que ofrece la cartera gestionada, respecto a la rentabilidad del activo libre de riesgo, y su riesgo total, medido éste a través de la desviación típica del rendimiento de la cartera.

El índice de Sharpe, también denominado «ratio premio/variabilidad», toma la siguiente expresión:

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

donde $E(R_p)$ es la rentabilidad media esperada de la cartera gestionada, R_f la rentabilidad media del activo libre de riesgo y σ_p la desviación típica del rendimiento de la cartera que mide el riesgo total.

Según se deduce de la expresión (1), cuanto mayor es la prima de rentabilidad que ofrece la cartera gestionada por

¹⁹³ Véase SUÁREZ, A., 1995, págs. 509-511.

unidad de riesgo total, mayor es el valor que toma este índice para esa cartera y, por tanto, mayor es su *performance*, lo cual es indicativo de una mejor gestión y una mayor preferencia por la misma.

Si lo que se pretende es comparar la *performance* de un conjunto de carteras gestionadas con la *performance* del mercado, según un índice de referencia adecuado que represente el mercado donde invierten esas carteras, se debe calcular el índice de Sharpe para cada una de esas carteras y para la cartera de mercado, en base a su rentabilidad media y su riesgo total. Después, según el valor que tome este índice para cada cartera, se ordenan de mayor a menor preferencia las carteras. Si el valor que toma el índice de Sharpe para una cartera gestionada es mayor que el valor de ese índice para la cartera de mercado, podremos decir que la cartera analizada, en base a esta medida de *performance*, ha batido al mercado. En caso contrario, si el valor del índice de Sharpe para una cartera gestionada es inferior al índice de Sharpe para la cartera de mercado, el gestor de esa cartera habrá demostrado una capacidad profesional limitada.

5.3.2 - El índice de Treynor

TREYNOR (1965) es el primero que propone una medida para evaluar la *performance* o eficacia en la gestión de las carteras. Parte de los conceptos fundamentales de la línea del mercado de valores¹⁹⁴ o «Security Market Line» (SML), que es la relación fundamental del «Capital Asset Pricing Model» (CAPM), según el cual en un mercado en equilibrio sólo se remunera el riesgo sistemático, ya que el riesgo específico desaparece con una adecuada diversificación.

La medida de *performance* elaborada por Treynor relaciona la prima de rentabilidad de una cartera, respecto a la

¹⁹⁴ Véase SUÁREZ, A., 1995, págs. 514-520.

rentabilidad del activo libre de riesgo, con su riesgo sistemático, medido éste a través del coeficiente beta β_p . También se le denomina «ratio premio/volatilidad», porque representa el premio que, por término medio, ha pagado la cartera por cada unidad de volatilidad. Por tanto, Treynor supone que la cartera está completamente diversificada, que no tiene riesgo específico, de manera que la medida relevante del riesgo es el riesgo sistemático.

La expresión de este índice es la siguiente:

$$T_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p} \quad (2)$$

donde β_p es el coeficiente beta que mide la variabilidad de la rentabilidad de la cartera en función de la variabilidad de la rentabilidad del mercado.

Según se deduce de la expresión (2), cuanto mayor es la prima de rentabilidad que ofrece la cartera gestionada por unidad de riesgo sistemático, mayor es el valor que toma este índice para esa cartera y, por tanto, la *performance* de la misma es mayor, indicando una mejor gestión y siendo mayor su preferencia.

De manera similar a la comentada para el índice de Sharpe, mediante el índice de Treynor también podemos comparar la *performance* de un conjunto de carteras gestionadas con la *performance* del mercado. Aquellas carteras para las que el valor que toma el índice de Treynor sea mayor que el valor que toma ese índice para la cartera de mercado, en base a esta medida de *performance*, se puede decir que han batido al mercado. En caso contrario, cuando el valor del índice de Treynor para una cartera gestionada sea inferior al valor de ese índice para la cartera de mercado, el gestor de esa cartera habrá demostrado no saber seleccionar activos con una

prima media por unidad de riesgo igual o superior a la del mercado teniendo, por tanto, una capacidad profesional limitada.

Como terminamos de exponer, tanto el índice de Treynor como el de Sharpe relacionan la prima de rentabilidad con el riesgo de la cartera, si bien la concepción del riesgo es diferente en ambas medidas. Mientras que Sharpe utiliza como medida del riesgo la desviación típica de la rentabilidad, Treynor se basa en el coeficiente β o riesgo sistemático de la cartera.

Cuando una cartera está suficientemente diversificada, las ordenaciones que proporcionan el índice de Sharpe y el índice de Treynor para esa cartera son similares, ya que el riesgo sistemático se aproxima al riesgo total. Sin embargo, cuando la cartera no está suficientemente diversificada, el valor del índice de Treynor para la misma puede ser alto y el valor del índice de Sharpe bajo, debido al riesgo específico de sus títulos. En base a esta idea, el índice de Sharpe parece más apropiado para evaluar la *performance* de carteras que no están completamente diversificadas.

5.3.3 - El índice de Jensen

JENSEN (1968) estudia la *performance* de los fondos de inversión en Estados Unidos suponiendo que las carteras de los fondos están bien diversificadas y que, por tanto, su riesgo específico es nulo, así que sólo considera el riesgo sistemático cuando determina la *performance* de las carteras, ya que un mercado en equilibrio únicamente paga el riesgo sistemático de los activos financieros y todas las combinaciones rentabilidad-riesgo sistemático de los activos financieros se sitúan sobre la siguiente recta:

$$E(R_p) = R_f + \beta_p [E(R_m) - R_f] \quad (3)$$

donde $E(R_m)$ es la rentabilidad media esperada de la cartera de mercado.

A posteriori, todo activo cuya combinación rentabilidad-riesgo sistemático se encuentre por encima de la SML habrá batido al mercado, siendo mayor su preferencia cuanto mayor sea su distancia respecto a la SML. Si un activo p ha generado una rentabilidad media $E'(R_p)$ superior a $E(R_p)$ en una cantidad J_p , tomando como referencia la recta de regresión (3), tendremos la siguiente recta paralela:

$$E'(R_p) = R_f + \beta_p [E(R_m) - R_f] + J_p \quad (4)$$

de donde, despejando J_p , llegamos a la expresión (5):

$$J_p = [E(R_p) - R_f] - \beta_p [E(R_m) - R_f] \quad (5)$$

Cuanto mayor sea el valor que tome el índice de Jensen J_p para una cartera, mayor será su *performance*, indicando que el gestor ha mostrado habilidad para pronosticar el futuro o ha sabido seleccionar títulos subvalorados por el mercado.

En base a este índice, según que J_p sea positivo, negativo o nulo, Jensen clasifica los activos financieros en superiores, inferiores o neutros, respectivamente¹⁹⁵.

Si dividimos la expresión (5) por β_p , obtenemos que:

$$JM = \frac{J_p}{\beta_p} = \frac{[E(R_p) - R_f]}{\beta_p} - [E(R_m) - R_f] \quad (6)$$

¹⁹⁵ Una exposición rigurosa de los índices comentados puede consultarse en SUÁREZ, A.S., 1995, cap. 35 o, también, en DE PABLO, A. y FERRUZ, L., 1996, cap. 12.

en donde $JM = J_p / \beta_p$ es el índice propuesto por SMITH y TITO (1969) y denominado «índice de Jensen modificado». Una cartera p habrá batido al mercado si el valor que toma el índice JM para esa cartera es positivo. Cuanto mayor sea el valor que toma este índice para una cartera, mayor será su preferencia.

5.4 - ÍNDICES ALTERNATIVOS DE MEDIDA DE LA PERFORMANCE

FERRUZ y SARTO (1993), tomando como punto de partida la idea de que cuanto mayor sea el valor correspondiente a la rentabilidad esperada de la cartera y cuanto menor sea el nivel de riesgo de la misma, mayor será el nivel de performance de esa cartera, demuestran algunas limitaciones de las medidas clásicas de evaluación de la performance a la hora de evaluar carteras de inversión colectiva (planes de pensiones y fondos de inversión mobiliaria) y sugieren medidas innovadoras¹⁹⁶ de la performance que proporcionan clasificaciones coherentes.

Las medidas propuestas por estos autores son de dos tipos:

- medidas de coherencia relativa: resuelven el problema de la medida de la performance en situaciones concretas.
- medidas de coherencia absoluta: son válidas para toda cartera y situación de mercado, siendo, por tanto, de aplicabilidad universal.

¹⁹⁶ Véase también SARTO, J.L. (1995) y FERRUZ, L. y SARTO, J.L., (1995), donde se realiza un estudio más completo sobre estas medidas de performance alternativas.

5.4.1 - Medidas de coherencia relativa

Este conjunto de medidas pretende resolver determinadas incoherencias que se producen en los rankings de carteras al aplicar las medidas clásicas de evaluación de la *performance* cuando se dan ciertas situaciones coyunturales y anómalas en los mercados financieros.

Estas irregularidades pueden provenir de los siguientes supuestos:

- que la rentabilidad del activo libre de riesgo sea mayor que la rentabilidad media que ofrece el mercado;
- que la rentabilidad del activo libre de riesgo sea mayor que la rentabilidad media que ofrece la cartera analizada y que incurre en riesgo;
- que el coeficiente beta o riesgo sistemático de la cartera estudiada sea negativo, lo que provoca inconsistencias en aquellas medidas que, como la de Treynor o la de Jensen, están basadas en esta concepción del riesgo.

SARTO (1995) modifica y adapta los índices clásicos de evaluación de la *performance* a las anomalías concretas que afectan a los mercados financieros en cada caso y confecciona medidas que permiten evaluar de una forma coherente la gestión de los productos de inversión colectiva en esas situaciones coyunturales y anómalas. Por tanto, se trata de medidas que resuelven de forma parcial el problema de la evaluación de la *performance* de carteras, pero no tienen una aplicación universal.

El principal problema que plantea la aplicación de estas medidas a un conjunto de carteras, en un período determinado, es que las inconsistencias que presenten las diferentes carteras puedan ser distintas, de manera que, a la hora de

proceder a una evaluación conjunta de las mismas, habrá que formar subconjuntos de carteras agrupando aquéllas que estén afectadas por el mismo tipo de anomalía y estableciendo después la prioridad entre los diferentes subconjuntos preestablecidos.

Una vez comentada la razón de ser de este conjunto de medidas, así como su principal inconveniente, vamos a exponer, de forma sintética¹⁹⁷, las medidas alternativas a cada uno de los índices clásicos de evaluación de la *performance* propuestas en función de las anomalías concretas que se produzcan y que afecten a los mismos.

5.4.1.1 - Medida alternativa al índice de Sharpe: el Producto Pérdida-Riesgo Total

Cuando la rentabilidad media de la cartera gestionada es inferior a la rentabilidad que proporciona el activo libre de riesgo, el numerador en la expresión del índice de Sharpe toma un valor negativo, de manera que, cuanto mayor sea el riesgo total de la cartera, medido por la desviación típica de su rentabilidad, la *performance* de esa cartera será mayor, resultado éste que contradice la teoría financiera.

En este caso, lo que realmente se produce es una pérdida de rentabilidad de la cartera gestionada respecto al activo libre de riesgo, que vendrá dada por la diferencia entre la rentabilidad del activo libre de riesgo y la rentabilidad de la cartera gestionada¹⁹⁸. Esa pérdida de rentabilidad se multiplica por el nivel de riesgo total de la cartera, medido por la desviación típica de la rentabilidad, consiguiendo así que ambos componentes actúen en el mismo sentido.

¹⁹⁷ Para un mayor detalle véase SARTO, J.L., 1995, capítulos cuarto y quinto.

¹⁹⁸ *Ceteris paribus*, cuanto mayor sea esa pérdida de rentabilidad, peor será la *performance* de esa cartera.

La medida propuesta, a la que FERRUZ y SARTO (1993) denominan «Producto Pérdida-Riesgo Total» (en adelante PPRT), toma la siguiente expresión:

$$PPRT_p = [R_f - E(R_p)] * \sigma_p \quad (7)$$

Cuanto menor sea el valor que toma esta medida, mayor será la *performance* de la cartera, lo cual indicará una mejor gestión de la misma.

Cuando pretendemos evaluar la *performance* de un conjunto de carteras en un intervalo de tiempo y nos encontramos con que existen unas carteras con una rentabilidad media superior a la del activo sin riesgo y otras con una rentabilidad media inferior a la de ese activo, habrá que aplicar el índice de Sharpe a las primeras y la medida PPRT a las segundas. El problema que surge es que los dos subconjuntos de carteras son muy diferentes y estamos realizando un tratamiento heterogéneo de la información.

5.4.1.2 - Medidas alternativas al índice de Treynor

Siguiendo la misma argumentación expuesta para la medida PPRT, cuando suponemos que la cartera gestionada está bien diversificada y consideramos que el único riesgo que retribuye el mercado es el riesgo sistemático, como medida alternativa al índice de Treynor, SARTO (1995) propone la siguiente expresión a la que denomina «Producto Pérdida-Riesgo Sistemático» (en adelante PPRS):

$$PPRS_p = [R_f - E(R_p)] * \beta_p \quad (8)$$

Cuanto menor sea el valor que toma esta medida, mayor será la *performance* de la cartera, señalando una mejor gestión de la misma.

Por otra parte, al aplicar el índice de Treynor nos podemos encontrar con el problema de que tengamos carteras con betas negativas¹⁹⁹, de manera que, cuanto mayor sea la rentabilidad media de la cartera, menor valor tomará el índice de Treynor. Para resolver esta dificultad, Sarto propone el siguiente índice que, además, resulta válido para cualquier valor del coeficiente beta:

$$T'_p = \frac{[E(R_p) - R_f]}{\beta_p^2} \quad (9)$$

Cuanto mayor sea el valor que toma esta medida, mayor será la *performance* de la cartera y mejor será la gestión de la misma.

Cuando pretendemos evaluar la *performance* de un conjunto de carteras en un intervalo de tiempo y nos encontramos con que existen unas carteras con una rentabilidad media superior a la del activo sin riesgo y otras con una rentabilidad media inferior a la de ese activo y, además, unas con betas negativas y otras con betas positivas, tenemos que analizar la *performance* de ese conjunto de carteras diferenciando cuatro grupos de carteras:

Grupo 1 - Carteras con una rentabilidad media superior a la del activo libre de riesgo y con una beta positiva. En este caso se aplica el índice de Treynor

Grupo 2 - Carteras con una rentabilidad media superior a la del activo libre de riesgo y con un beta negativa. En este caso se aplica el índice T'_p .

Los resultados derivados de aplicar las medidas propuestas para los grupos 1 y 2 no son homogéneos y no es

¹⁹⁹ Una cartera con una beta negativa indica que su rentabilidad está inversamente relacionada con la del índice de referencia.

correcto establecer un ranking conjunto, ya que ninguno de los dos subconjuntos tiene preferencia sobre el otro. Sin embargo, como la medida T'_p es válida para todo beta, podemos valorar las carteras del grupo 1 y del grupo 2 en base a la misma.

Grupo 3 - Carteras con una rentabilidad media inferior a la del activo libre de riesgo y con una beta positiva. En este caso se aplica la medida PPRS. Todas las carteras de este grupo son inferiores a las carteras de los grupos 1 y 2.

Grupo 4 - Carteras con una rentabilidad media inferior a la rentabilidad del activo libre de riesgo y con una beta negativa. Este subconjunto de carteras no es objeto de análisis.

5.4.1.3 - Medidas alternativas al índice de Jensen

Siguiendo los mismos razonamientos expuestos para las medidas anteriores, la utilización del índice de Jensen para evaluar la *performance* de las carteras también puede dar lugar a clasificaciones inconsistentes en función de los valores que tomen las variables principales que intervienen en la medida. En concreto, las posibles inconsistencias pueden resumirse de la siguiente forma:

a - Cuando la rentabilidad media de la cartera de mercado sea inferior a la rentabilidad del activo libre de riesgo, la medida de Jensen siempre será positiva. En ese caso, cuando la beta varía en un sentido, la medida de Jensen varía en esa misma dirección. Si, además, la beta de la cartera estudiada es positiva, como alternativa a la medida de Jensen, Sarto propone evaluar la *performance* de esta cartera utilizando la siguiente expresión, a la que denomina J''_p :

$$J''_p = [E(R_p) - R_f] - [R_f - E(R_m)] * \beta_p \quad (10)$$

Existe una relación directa entre el valor que toma esta medida y la *performance* de la cartera. Por tanto, cuanto mayor sea el valor que toma este índice para una cartera, mejor gestionada habrá estado ésta.

b - Cuando la rentabilidad media de la cartera gestionada sea inferior a la rentabilidad del activo libre de riesgo, la medida de Jensen siempre será negativa. Esta circunstancia no ofrece particularidades y puede aplicarse la medida original de Jensen, J_p .

Cuando se dan conjuntamente las circunstancias a y b, la medida de Jensen de una cartera será mayor cuanto mayor sea la beta de la cartera. En este caso, la medida de *performance* a aplicar sería J''_p .

c - Cuando la beta de la cartera gestionada es negativa, la medida de Jensen varía en la misma dirección que la beta. Si se da esta circunstancia y la rentabilidad media de la cartera de mercado es superior a la rentabilidad del activo libre de riesgo, como alternativa al índice de Jensen, se sugiere la siguiente expresión, a la que Sarto denomina J''''_p :

$$J''''_p = [E(R_p) - R_f] - [E(R_m) - R_f] * (-\beta_p) \quad (11)$$

Como podemos comprobar, para solucionar las inconsistencias, con carácter general, se plantea cambiar el signo de la variable que da lugar a la anomalía financiera.

Cuando pretendemos evaluar la *performance* de un conjunto de carteras en un intervalo de tiempo y nos encontramos con que existen carteras sujetas a diferentes tipos de anomalías, Sarto sugiere que se analice la *performance* de ese conjunto de carteras diferenciando cuatro grupos:

Grupo 1 - Carteras con betas positivas y que la rentabilidad media de la cartera de mercado sea superior a la del activo libre de riesgo. En este caso se aplica el índice de Jensen, J_p .

Grupo 2 - Carteras con betas negativas y que la rentabilidad media de la cartera de mercado sea superior a la del activo libre de riesgo. En este caso se aplica el índice J''''_p .

Los resultados derivados de aplicar las medidas propuestas para los grupos 1 y 2 no son homogéneos y no es correcto establecer un ranking conjunto, ya que ninguno de los dos subconjuntos tiene preferencia sobre el otro. Además, el índice J''''_p sólo es válido para valores de beta negativos. Como solución, se sugiere aplicar el índice J''''_p para ambos subconjuntos, siendo su expresión:

$$J'''_p = [E(R_p) - R_f] - [E(R_m) - R_f] * \beta_p^2 \quad (12)$$

Grupo 3 - Carteras con betas positivas y que la rentabilidad media de la cartera de mercado sea inferior a la del activo libre de riesgo. En este caso se aplica J''_p . Las carteras del grupo 3 no tienen porqué ser inferiores a las de los grupos 1 y 2.

Grupo 4 - Carteras con betas negativas y que la rentabilidad media de la cartera gestionada sea inferior a la del activo libre de riesgo. Este subconjunto de carteras no es objeto de análisis.

5.4.2 - Medidas de coherencia absoluta

Se trata de un conjunto de medidas de *performance* válidas desde un punto de vista puramente matemático para cualquier cartera y situación de los mercados financieros y que

proporcionan clasificaciones completas y sin inconsistencias. Por tanto, constituyen una herramienta de evaluación de la gestión de carteras cuya aplicación pretende tener carácter universal.

En la construcción de estas medidas innovadoras se sustituyen las diferencias de rentabilidad, en las medidas tradicionales de la *performance*, por cocientes, evitando así las posibles inconsistencias que pueden producirse en aquellas situaciones en que la rentabilidad del activo libre de riesgo sea mayor que la rentabilidad media de la cartera gestionada y/o de la cartera de mercado, dando lugar a valores negativos en las diferencias de rentabilidad que implican un tratamiento equivocado del riesgo. Por otra parte, en aquellas medidas que únicamente consideran el riesgo sistemático, se incorpora el coeficiente beta elevado al cuadrado para evitar, de este modo, posibles inconsistencias derivadas de los valores negativos de las betas.

Como alternativa a los índices clásicos de *performance*, Sarto propone las siguientes medidas de coherencia absoluta con aplicabilidad universal:

a - Índice S^*

Esta medida indica la rentabilidad media que ofrece un fondo, en relación al activo libre de riesgo, por unidad de riesgo total y tiene la siguiente expresión:

$$S_p^* = \frac{E(R_p) / R_f}{\sigma_p} \quad (13)$$

b - Índice T*

Esta medida indica la rentabilidad media generada por un fondo, en relación al activo libre de riesgo, por unidad de riesgo sistemático y viene expresada por:

$$T_p^* = \frac{E(R_p) / R_f}{\beta_p^2} \quad (14)$$

c - Índice J*

Tiene una estructura similar al índice de Jensen, diferenciándose de éste en que se sustituyen las diferencias por cocientes y la beta está elevada al cuadrado para evitar la problemática de posibles valores negativos para beta. Toma la siguiente forma:

$$J_p^* = \frac{E(R_p)}{R_f} - \frac{E(R_m)}{R_f} * \beta_p^2 \quad (15)$$

Dado que parece razonable pensar que las medidas de *performance* tienen que relacionar, en forma de cociente, por una parte, la rentabilidad media de la cartera analizada con la rentabilidad del activo libre de riesgo y, por otra parte, la rentabilidad media del mercado de referencia con la rentabilidad del activo libre de riesgo y, además, las carteras de inversión colectiva en España no están suficientemente diversificadas, por lo que resulta más conveniente incorporar el riesgo total a las medidas de *performance* de las mismas, Sarto propone dos nuevas medidas de coherencia absoluta, denominadas ICA(I) e ICA(II), que toman respectivamente las siguientes expresiones:

d - Índice de Coherencia Absoluta I, «ICA(I)»

$$ICA(I) = \frac{E(R_p)}{R_f} - \frac{E(R_m)}{R_f} * \sigma_p \quad (16)$$

e - Índice de Coherencia Absoluta II, «ICA (II)»

$$ICA(II) = \frac{E(R_p)}{R_f} * \frac{E(R_m)}{R_f} \frac{1}{\sigma_p^2} \quad (17)$$

Mientras que el ICA(I) puede tomar tanto valores positivos como negativos, el ICA(II) únicamente toma valores positivos.

Por último, en cuanto a la forma en que clasifican las cinco medidas de coherencia absoluta señaladas, hay que decir que existe una relación directa entre el valor que toma la medida utilizada y la performance de la cartera evaluada, de manera que, cuanto mayor sea el valor que toma el índice propuesto, mejor gestionada habrá estado la cartera.

5.5 - LOS DATOS DE PARTIDA EN EL ANÁLISIS

Como ya hemos expuesto anteriormente, en este capítulo pretendemos evaluar la calidad en la gestión de los fondos de inversión en España en los últimos años. Una vez presentadas las principales medidas clásicas de evaluación de la performance, así como las alternativas propuestas para resolver posibles incoherencias financieras en las clasificaciones, nuestro objetivo en este epígrafe consiste en describir los principales aspectos que configuran el

esquema de partida previo a la aplicación práctica de las medidas de *performance*.

5.5.1 - El período de estudio y las características de la muestra

El período objeto de estudio es el horizonte de tres años comprendido entre enero de 1993 y diciembre de 1995. Las dos razones principales por las que hemos seleccionado este intervalo de tiempo son:

a - Por motivos de carácter informativo, dado el coste y la dificultad de obtener datos fiables con anterioridad a esta fecha.

b - Porque se trata de un intervalo de tiempo que, pese a ser relativamente corto, permite comprobar si los buenos gestores han sabido demostrar sus habilidades ante distintas circunstancias, ya que los mercados han atravesado situaciones claramente diferenciadas. En efecto, al buen comportamiento de los mercados en 1993, le siguió un período de crisis durante 1994 y, posteriormente, en 1995, los mercados fueron recuperándose de la anterior coyuntura desfavorable²⁰⁰.

La muestra de fondos analizada está compuesta por un total de 141 fondos de inversión mobiliaria divididos en tres categorías inversoras²⁰¹:

- *Fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)*: disponemos de una muestra de 38 fondos que durante todo el período analizado han invertido

²⁰⁰ Para más detalle véase el capítulo primero.

²⁰¹ En el Anexo 5.1 puede consultarse la relación completa de fondos analizados, clasificados por categorías y sociedades gestoras, diferenciando entre sociedades independientes y sociedades vinculadas al grupo financiero integrado por bancos y cajas de ahorros.

mayoritariamente su patrimonio en activos del mercado monetario.

- *FIM de renta fija*: disponemos de una muestra de 65 fondos que durante la mayor parte del período analizado han invertido todo su patrimonio en títulos de renta fija

- *FIM mixtos y de renta variable*: disponemos de una muestra de 38 fondos que durante el período analizado han invertido una parte mayor o menor de su patrimonio en títulos de renta variable.

El conjunto de fondos considerados representa más del 46% del patrimonio total gestionado por los fondos al inicio del período analizado y el 44,5% al final de dicho período. En cuanto al número de fondos, la muestra contiene el 30% de los fondos existentes a principios de 1993. Por último, los fondos investigados corresponden a un total de 21 sociedades gestoras, de las cuales 6 de ellas son sociedades independientes y 15 son sociedades vinculadas a bancos y cajas de ahorros. En base a la cuantía de estas cifras, consideramos que la muestra de que disponemos puede orientarnos acerca del comportamiento de la industria de fondos de inversión en España.

5.5.2 - La rentabilidad de los fondos de inversión y el problema de la medición del riesgo

Para realizar el estudio, partimos de las series históricas correspondientes a los valores liquidativos de cada viernes, en el período examinado, para cada uno de los 141 fondos investigados²⁰². El rendimiento de un fondo de inversión en un período de tiempo t (R_t) se define como la

²⁰² Los datos de partida han sido facilitados por las sociedades gestoras que administran los fondos que componen la muestra. Para cada fondo disponemos de un total de 156 observaciones.

diferencia entre su valor liquidativo al final del período (VL_t) y su valor liquidativo al comienzo del período (VL_{t-1}) dividida por este último:

$$R_t = \frac{VL_t - VL_{t-1}}{VL_{t-1}} \quad (18)$$

A partir de los valores de estas series, determinamos la rentabilidad semanal neta de las comisiones de gestión y depósito correspondiente a cada fondo y, en base a la misma, calculamos su rentabilidad media semanal neta en el período analizado, así como su riesgo, que vendrá dado por la variabilidad de su rentabilidad.

Sin embargo, para analizar correctamente la verdadera gestión de los fondos de inversión y, además, poder compararla con un índice de referencia adecuado que represente al mercado potencial en el cual pueden operar ese tipo de fondos, es necesario calcular la rentabilidad media semanal en términos brutos para cada fondo, ya que las citadas comisiones no hacen referencia a la calidad en la gestión y, además, la rentabilidad de esos índices no tiene en cuenta las comisiones. Para ello, sumamos a la rentabilidad semanal neta de cada fondo la parte semanal correspondiente a las comisiones de gestión y de depósito de cada fondo y recalculamos la rentabilidad media semanal, obteniendo así la rentabilidad media semanal bruta (RMSB).

En cuanto al riesgo, conviene hacer una serie de comentarios:

Respecto al riesgo de una cartera p , hay que distinguir distintas clases de riesgo: por una parte, el riesgo total de la cartera, que viene dado por la varianza o desviación típica de su rentabilidad, y por otra parte, la descomposición de ese riesgo total en riesgo sistemático, que es inherente al

mercado en que funcionan los títulos de las carteras y no es susceptible de ser reducido, y en riesgo específico²⁰³, que es propio de la cartera y que sí puede minorarse con una adecuada diversificación.

Existen dos tipos de medidas de *performance* según el tipo de riesgo incluido en las mismas:

1 - Aquéllas que consideran todo el riesgo que asume el inversor. En este caso, cuanto mayor sea el precio pagado por el mercado por unidad de riesgo total, mejor será la cartera.

2 - Aquéllas que tienen en cuenta únicamente el riesgo sistemático del inversor, ya que, diversificando convenientemente la cartera, puede reducirse (incluso eliminarse) el riesgo específico. En este caso, cuanto mayor sea el precio pagado por el mercado por unidad de riesgo sistemático, mejor será la cartera.

Por tanto, si bien la forma de medir la rentabilidad de un fondo en un período dado no presenta problemas, no ocurre lo mismo con la medida del riesgo. La medida del riesgo que soportan los fondos de inversión, a través de la desviación típica de los rendimientos, nos permite ver la estabilidad de las carteras de los fondos y sus fluctuaciones en la rentabilidad respecto a la media de los valores de rentabilidad obtenidos en un período precedente que tomamos como referencia.

En el supuesto de que los fondos tuviesen sus carteras bien diversificadas, sería deseable disponer de magnitudes más precisas a la hora de incluir el riesgo en las medidas de evaluación de la gestión de los fondos. En este sentido, conocer la beta de las carteras de los fondos de renta

²⁰³ Al riesgo sistemático también se le conoce como riesgo de mercado o riesgo no diversificable, y al riesgo específico, como riesgo propio, único, residual, no sistemático o diversificable.

variable y la duración de las carteras de los fondos de renta fija, como medida aproximada del riesgo de interés, permitiría realizar valoraciones más precisas.

La duración de un fondo de renta fija muestra la sensibilidad del valor liquidativo del fondo a variaciones en los tipos de interés y mide, de forma aproximada, el riesgo asumido por una cartera de renta fija si las previsiones del gestor sobre la evolución de los tipos de interés resultan erróneas.

Indudablemente, la incorporación de esta variable en el análisis del riesgo de interés en los fondos de renta fija españoles sería aconsejable. Sin embargo, en España, la CNMV sólo exige a las sociedades gestoras la entrega de informes donde se detalla la composición de las carteras de los fondos por ellas gestionados, con una periodicidad trimestral y, además, la composición de estas carteras corresponde a un momento puntual de la gestión de los fondos que puede diferir bastante de la verdadera gestión seguida a lo largo del trimestre. Por tanto, para poder utilizar adecuadamente la duración de los fondos de inversión, como medida del riesgo de interés, sería necesario su conocimiento no sólo al final del trimestre, sino su evolución a lo largo del mismo.

Hechas estas observaciones, a partir de la serie de rentabilidades semanales para cada fondo y para el mercado de referencia, calculamos su riesgo total en el período analizado, medido éste por la desviación típica de la variable aleatoria rentabilidad. Por otra parte, también obtenemos el valor del coeficiente beta para cada fondo, como medida de su riesgo sistemático. El coeficiente β_p lo calculamos a través del modelo de mercado²⁰⁴:

²⁰⁴ SHARPE, W., ALEXANDER, G. y BAILEY, J., 1995, proponen calcular la beta de la cartera utilizando los rendimientos en exceso de la cartera analizada y de la cartera de mercado respecto al activo libre de riesgo. Según estos autores, el valor numérico de la beta obtenido por ambos procedimientos es muy similar.

$$E(R_p) = \alpha + \beta_p E(R_m) + \mu_p \quad (19)$$

donde β_p es una medida del riesgo sistemático²⁰⁵ y μ_p es una variable aleatoria de media aritmética nula.

Por otra parte, además de la rentabilidad y riesgo de la cartera analizada y del mercado de referencia, otro dato que necesitamos conocer para aplicar las medidas de *performance* planteadas es la rentabilidad que un inversor hubiese obtenido invirtiendo en títulos sin riesgo. Un activo sin riesgo puede consistir en un título de renta fija, a corto plazo y emitido por una entidad solvente. Como aproximación a la rentabilidad que ofrece el activo libre de riesgo utilizamos la rentabilidad semanal del Índice AFI de repos a un día sobre Letras del Tesoro a un año elaborado por Analistas Financieros Internacionales²⁰⁶.

5.5.3 - La cartera de referencia apropiada para cada tipología de fondos

El gestor de un fondo de inversión establece su estrategia para que la cartera tenga una determinada exposición al riesgo de interés. La evaluación del resultado de la gestión de ese fondo, como consecuencia de la estrategia seguida por el gestor del mismo, puede realizarse en relación a una cartera de referencia o «*benchmark*» que ignore cualquier opinión sobre la evolución futura de los mercados.

²⁰⁵ Las *t-Student* se han obtenido a partir de una estimación de la matriz de covarianzas consistente respecto a problemas de heteroscedasticidad. Para ello, se ha utilizado la aproximación propuesta por WHITE (1980).

²⁰⁶ Este índice se construye a partir del tipo medio de las operaciones repo a un día entre titulares de cuenta, publicados en el Boletín de la Central de Anotaciones del Banco de España. Ver EZQUIAGA, I. y KNOP, R., 1994, pág. 29.

En la práctica, suelen construirse índices de referencia²⁰⁷ que representan a las carteras de referencia. «Un índice de referencia puede definirse como la representación pasiva del proceso de inversión de un gestor, que muestra las características financieras que exhibiría la cartera de éste en ausencia de decisiones activas de inversión»²⁰⁸.

Como ya hemos visto en el capítulo segundo, en España, existen diferentes tipos de fondos de inversión según cuál sea su vocación inversora. En este sentido, el índice de referencia para el gestor de un determinado tipo de fondos de inversión sólo contempla una parte específica del mercado, aquélla que refleja el ámbito de inversión de ese tipo de fondos.

En el caso de los FIM de renta fija y de los FIAMM, la duración de referencia del gestor es la del índice de referencia, de manera que éste estructurará su cartera en función de sus previsiones sobre la evolución de los mercados donde puedan operar ese tipo de fondos²⁰⁹. Para los FIM de renta variable, la referencia adecuada para el gestor es la composición del índice de referencia, de manera que éste estructurará su cartera de acuerdo con sus previsiones sobre la evolución del mercado bursátil. En definitiva, en base a la rentabilidad y riesgo de los índices de referencia, podemos evaluar la gestión de los fondos de inversión en un determinado período de tiempo.

²⁰⁷ Las características generales que deben cumplir los índices de referencia pueden consultarse en REILLY, F.K., KAO, G.W. y WRIGHT, D.J., 1992.

²⁰⁸ EZQUIAGA, I. y KNOP, R., 1994, pág. 23.

²⁰⁹ Por ejemplo, en el caso de un FIM de renta fija, si el gestor piensa que los tipos de interés van a bajar, estructurará su cartera para que la duración de la misma supere a la duración de referencia.

Para elaborar índices de referencia se requieren índices de mercado homogéneos. En este sentido, Analistas Financieros Internacionales (AFI) elabora diferentes índices²¹⁰ y, entre ellos, nos interesa resaltar:

- el Índice AFI de Deuda del Estado a Medio y Largo Plazo (IDMLP): con una duración en torno a 4,5 años.
- el Índice AFI del Mercado Monetario: con una duración aproximada de 0,5 años.
- el Índice AFI de Letras del Tesoro a un año: con una duración aproximada de 1 año.
- el Índice AFI de Repos a un día

Combinando y ponderando los índices expuestos pueden elaborarse carteras de referencia apropiadas para los distintos tipos de fondos de inversión existentes.

En nuestro estudio, hemos optado por utilizar las siguientes carteras de referencia, según el tipo de fondos:

a - Los Índices AFI, elaborados por Analistas Financieros Internacionales, como referencia para los FIAMM y los FIM de renta fija

El Índice AFI del Mercado Monetario, que representa el valor de mercado de una teórica cartera invertida al 50% en letras a una año y al 50% en repos a un día y que tiene una duración de 0,5 años, constituye la referencia apropiada para los fondos FIAMM.

Para los FIM de renta fija, si tenemos en cuenta su vocación a medio y largo plazo, la referencia ideal sería el Índice AFI de Deuda. Sin embargo, en la práctica, como señalan EZQUIAGA y KNOP (1994), la comercialización real del FIM y del FIAMM no presenta importantes diferencias, por lo que el

²¹⁰ Una exposición rigurosa de estos índices puede verse en EZQUIAGA, I. y KNOP, R., 1994, págs. 24-29.

gestor no puede asumir los riesgos que le corresponderían inicialmente. Por este motivo, la referencia apropiada para los FIM de renta fija es el Índice AFI tipo FIM, construido por combinación del Índice AFI del Mercado Monetario y del Índice AFI de Deuda a Medio y Largo Plazo²¹¹, bajo la restricción de que la duración media sea constantemente 2,5 años.

b - El índice IBEX-35 como referencia para los FIM mixtos y de renta variable

El índice IBEX-35 suele considerarse la referencia adecuada para evaluar la gestión de los fondos de renta variable básicamente por las siguientes razones:

- Los títulos que lo componen tienen una elevada liquidez y son los más representativos del comportamiento del mercado²¹².
- La mayor parte de las inversiones de los fondos de renta variable en el mercado bursátil se concentran en los valores que componen este índice.

No obstante, debemos señalar que podríamos haber elaborado carteras de referencia que cumplieran los mismos requisitos de liquidez que los fondos y que tuvieran, por tanto, un determinado porcentaje del capital total invertido en renta fija y en disponible²¹³ aunque, como comprueba MARTÍNEZ SEDANO (1995), la introducción en la cartera de

²¹¹ El IDMLP trata de representar el valor de mercado de una cartera compuesta de valores del Estado originariamente emitidos a medio y largo plazo y de plazo de vida residual superior a dos años.

²¹² A finales de 1995, los valores que componen el IBEX-35 representan la mayor parte de la capitalización del mercado continuo (más del 80%) y del volumen efectivo negociado en el mercado continuo (más del 85%). Fuente: MEFF Renta Variable.

²¹³ MARTÍNEZ SEDANO, M.A., 1995, estudia los fondos de renta fija utilizando una cartera de referencia construida de esta forma.

referencia de las restricciones sobre liquidez que afectan a los fondos no modifica sustancialmente los resultados obtenidos.

5.6 - APLICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE PERFORMANCE

Como ya hemos mencionado anteriormente, cada tipología de fondos de inversión presenta unas determinadas particularidades y se ve afectada de forma diferente por la coyuntura de los mercados.

Siguiendo, entre otros, a SUÁREZ (1995) y a BREALEY y MYERS (1994), las carteras de los fondos, generalmente, tienen una parte de riesgo específico, pues difícilmente una cartera p se halla tan diversificada como para que dicho riesgo haya desaparecido completamente. Además, de acuerdo con el modelo de mercado, si el riesgo específico hubiera desaparecido, tendría que cumplirse que:

$$\beta_p = \frac{\sigma_p}{\sigma_m} \quad (20)$$

Sin embargo, en nuestro caso, para todos los fondos de la muestra se cumple que:

$$\beta_p < \frac{\sigma_p}{\sigma_m} \quad (21)$$

por lo que podemos concluir que las carteras de estos fondos contienen una parte de riesgo específico y que, por tanto, son más apropiadas aquellas medidas de performance que incorporan el riesgo total como medida del riesgo de las carteras de los

fondos. Esta circunstancia es especialmente destacable en los FIAMM y en los FIM de renta fija de nuestra muestra.

Una vez determinadas las medidas más apropiadas para juzgar, en función de la clase de riesgo asumido, la calidad en la gestión de los fondos de inversión en España en el período 1993-1995, en este apartado aplicaremos las medidas clásicas de evaluación de la *performance* a nuestra muestra de fondos, comprobaremos las posibles inconsistencias en las clasificaciones proporcionadas por estas medidas ante situaciones atípicas de los mercados y valoraremos aquellos fondos afectados por este tipo de problemática en base a la medida *Producto Pérdida-Riesgo*, propuesta por FERRUZ y SARTO (1993).

En los comentarios relativos a cada una de las clasificaciones que obtengamos nos centraremos, sobre todo, en los siguientes aspectos:

- comprobar la coherencia desde el punto de vista financiero de la clasificación obtenida;
- valorar si el porcentaje de fondos de cada categoría que bate al índice de referencia para esa categoría es o no relevante;
- estudiar las posibles diferencias en la gestión de los fondos realizada por sociedades gestoras independientes y por gestoras vinculadas a entidades bancarias y cajas de ahorros;
- analizar el comportamiento de los Fondtesoros en relación a los fondos de inversión libre;
- verificar si se produce o no un efecto tamaño en la *performance* de los fondos en España.

Una de las ventajas que se atribuye a los fondos de inversión es la posibilidad que tienen los gestores de aprovechar las economías de escala en la gestión de las carteras. Para comprobar si efectivamente los fondos con mayor patrimonio obtienen una mejor *performance* que aquellos otros

que disponen de una menor cantidad de recursos para invertir, realizaremos el siguiente contraste de corte transversal:

$$M_t = a + bP_t + \mu_t \quad (22)$$

donde M_t es el valor que toma para cada fondo la medida de performance utilizada y P_t es el patrimonio representativo de ese fondo en el período estudiado.

5.6.1 - Los fondos de dinero

Previamente a la aplicación de las medidas de evaluación de la performance, en el Cuadro 5.1 exponemos los valores *ex post* obtenidos, a partir de las series históricas de los rendimientos de las carteras de los fondos y del mercado, de la rentabilidad media semanal bruta (RMSB), la desviación típica (DT) y la beta para cada uno de los 38 FIAMM de la muestra, así como los valores *ex post* para el índice AFI FIAMM, que constituye la referencia para esta tipología de fondos.

Cuadro 5.1
RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS FIAMM

DENOMINACIÓN	RMSB (%)	DT (%)	BETA
AFI FIAMM	0,18852	0,10365	1,00000
AB DINERPLUS	0,18766	0,04901	0,25186 (5,7734)
AC CUENTA FT	0,18253	0,03802	0,20100 (6,0502)
AC DINERO	0,17901	0,03493	0,18270 (6,2550)
AHORRO ACTIVO FT	0,18219	0,04024	0,21330 (6,1213)
BBV ACTIVOS FT	0,18596	0,06091	0,23220 (6,3916)
BBV DINER RENTA	0,18497	0,04873	0,22360 (6,1283)
BBV DINERO	0,18508	0,04984	0,26710 (8,5587)
BETA DINERO	0,18475	0,04863	0,23030 (5,0111)
BEXDINER	0,18541	0,06466	0,20298 (2,5184)

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

BK FONDO MONETARIO	0,18608	0,04275	0,17760 (7,0384)
BSN DINERO	0,18831	0,05917	0,40200 (7,0447)
BSN TESORERIA FT	0,18861	0,06030	0,42240 (5,9413)
CAJA MURCIA DINERO	0,18349	0,03859	0,20590 (6,2547)
CAJACANARIAS DINERO	0,17868	0,03634	0,18280 (5,7692)
DINERBURGOS	0,18215	0,03592	0,18360 (6,1218)
DINERFONDO	0,18042	0,03497	0,18680 (6,4360)
DINERMADRID FT	0,18685	0,05793	0,33030 (3,2132)
DINERMED	0,18443	0,04644	0,21960 (5,8193)
EUROVALOR 3	0,18492	0,03415	0,18900 (7,6306)
FIBANC FONDINER	0,17889	0,03524	0,20050 (6,1176)
FONDESPAÑA II	0,18264	0,03787	0,20650 (6,3860)
FONDIRECTO	0,18327	0,06830	0,25910 (5,3733)
FONDMADRID	0,18545	0,04950	0,28640 (6,6366)
FONDUERO DINERO	0,18145	0,03827	0,20280 (5,8692)
FONGESTION	0,18050	0,03417	0,18360 (6,5807)
FONMAPFRE DINERO	0,18497	0,04318	0,20450 (5,7799)
IBERCAJA DINERO	0,18606	0,04751	0,27570 (7,0709)
IBERCAJA DINERO-II FT	0,18337	0,04384	0,25610 (6,1633)
INVERDINER	0,18126	0,03469	0,18510 (6,5517)
MEDINER	0,17651	0,03290	0,18340 (5,6770)
MERCHBANC FT	0,18392	0,04315	0,22440 (5,9153)
MULTIDINERO	0,16525	0,04370	0,24180 (6,4080)
NOVODINER	0,18226	0,03606	0,19270 (6,5255)
SANTAND. DINERO FT	0,18632	0,05030	0,20920 (5,0972)
SANTAND. TESORERIA	0,18664	0,04817	0,20920 (5,0168)
SERFONDO III	0,17288	0,11426	0,27330 (4,9307)
SUPERFONDO SANT. I	0,18645	0,04563	0,19680 (5,1351)
URQUIJO DINERO	0,18265	0,04814	0,24100 (6,1647)

Entre paréntesis figuran los estadísticos *t-Student* correspondientes al coeficiente beta de cada fondo.

Teniendo en cuenta que la rentabilidad media semanal ofrecida por el activo libre de riesgo en el período estudiado ha sido del 0,18361% y fijándonos en el Cuadro 5.1, vemos como

37 de los 38 FIAMM de la muestra han obtenido una RMSB inferior a la del índice AFI FIAMM que actúa como cartera de referencia para este tipo de fondos y, además, la RMSB de 16 fondos se ha situado por debajo de la RMSB alcanzada por el activo libre de riesgo. En cuanto al riesgo total, en el período estudiado, únicamente 1 fondo presenta una DT superior a la del índice AFI FIAMM y, en cuanto al riesgo sistemático, todos los FIAMM de la muestra tienen una beta positiva, si bien ésta toma un valor relativamente pequeño para todos los fondos, entre 0,17 y 0,42.

5.6.1.1 - Aplicación de las medidas clásicas

A continuación, en los Cuadros 5.2 a 5.4 exponemos el valor que toman los índices clásicos de evaluación de la performance para los FIAMM de la muestra y comprobamos la posible existencia de incoherencias en las clasificaciones que ofrecen estas medidas cuando se produce alguna de las situaciones coyunturales anómalas comentadas en el epígrafe cuarto.

a - Índice de Sharpe: clasificación e inconsistencias

En el Cuadro 5.2 se detalla la ordenación de los FIAMM, de mayor a menor prioridad, según el valor que toma el índice de Sharpe para cada uno de los 38 fondos analizados. Además, para poder comparar la gestión global de este tipo de fondos con su mercado de referencia, señalamos la posición que ocupa el índice AFI FIAMM en la clasificación establecida. También exponemos la RMSB y la DT de cada fondo con el objetivo de verificar las posibles inconsistencias de carácter financiero que pueden producirse en la clasificación según el índice de Sharpe.

Cuadro 5.2
ÍNDICE DE SHARPE: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I.SHARPE	RMSB (%)	DT (%)
AB DINERPLUS	0,09060	0,18766	0,04901
BSN TESORERIA FT	0,08953	0,18861	0,06030
BSN DINERO	0,08610	0,18831	0,05917
SANTAND. TESORERIA	0,07106	0,18664	0,04817
SUPERFONDO SANT. I	0,07091	0,18645	0,04563
BK FONDO MONETARIO	0,06710	0,18608	0,04275
DINERMADRID FT	0,06282	0,18685	0,05793
SANTAND. DINERO FT	0,06174	0,18632	0,05030
IBERCAJA DINERO	0,05983	0,18606	0,04751
AFI FIAMM	0,05116	0,18852	0,10365
EUROVALOR 3	0,05002	0,18492	0,03415
FONDMADRID	0,04505	0,18545	0,04950
BBV ACTIVOS FT	0,04498	0,18596	0,06091
FONMAPFRE DINERO	0,04070	0,18497	0,04318
BBV DINERO	0,03748	0,18508	0,04984
BBV DINER RENTA	0,03602	0,18497	0,04873
BEXDINER	0,03399	0,18541	0,06466
BETA DINERO	0,03148	0,18475	0,04863
DINERMED	0,02625	0,18443	0,04644
MERCHBANC FT	0,01628	0,18392	0,04315
CAJA MURCIA DINERO	0,00702	0,18349	0,03859
IBERCAJA DINERO-II FT	0,00345	0,18337	0,04384
FONDIRECTO	0,00078	0,18327	0,06830
URQUIJO DINERO	-0,01166	0,18265	0,04814
FONDESPAÑA II	-0,01529	0,18264	0,03787
AC CUENTA FT	-0,01803	0,18253	0,03802
AHORRO ACTIVO FT	-0,02554	0,18219	0,04024
NOVODINER	-0,02636	0,18226	0,03606
DINERBURGOS	-0,02953	0,18215	0,03592
FONDUERO DINERO	-0,04622	0,18145	0,03827
INVERDINER	-0,05628	0,18126	0,03469
FONGESTION	-0,07955	0,18050	0,03417
DINERFONDO	-0,07998	0,18042	0,03497

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

SERFONDO III	-0,09048	0,17288	0,11426
AC DINERO	-0,12042	0,17901	0,03493
FIBANC FONDINER	-0,12279	0,17889	0,03524
CAJACANARIAS DINERO	-0,12489	0,17868	0,03634
MEDINER	-0,20375	0,17651	0,03290
MULTIDINERO	-0,41113	0,16525	0,04370

Como vemos en el Cuadro 5.2, el 23,7% de los fondos de dinero estudiados (9 fondos), obtienen un valor para el índice de Sharpe superior al obtenido por la referencia AFI FIAMM. Por otra parte, el índice de Sharpe toma un valor negativo para el 42% de los fondos analizados (los 16 fondos cuya RMSB ha sido inferior a la del activo libre de riesgo). En principio, de acuerdo con estos resultados, no puede calificarse como buena la gestión general de los fondos de dinero de la muestra en el período 1993-1995.

Si distinguimos entre dos grupos de fondos: los administrados por gestoras vinculadas a bancos y cajas de ahorros (en adelante fondos bancarios) y los gestionados por sociedades gestoras independientes (en adelante fondos independientes), obtenemos que entre los fondos que batan en el período analizado a la cartera AFI FIAMM, según esta medida de *performance*, únicamente se encuentra el 16,6% de los fondos independientes estudiados (1 de 6) y el 25% de los fondos bancarios (8 de 32). Por otra parte, el 37,5% de los Fondtesoros FIAMM investigados (3 Fondtesoros) se sitúa en el grupo de fondos que se comportan mejor que el índice AFI FIAMM, por tan sólo el 20% de los FIAMM de inversión libre (6 fondos).

En cuanto al posible efecto tamaño en la *performance* de los FIAMM, utilizando el índice de Sharpe en la estimación de la ecuación (22), hemos obtenido un coeficiente $b=3,820 \cdot 10^{-7}$ con un estadístico $t=4,43$ (0,0001), que nos pone de manifiesto

una correlación positiva y significativa entre el patrimonio de los fondos FIAMM y el valor que toma esta medida de *performance* para cada fondo, lo cual es indicativo de una mejor *performance* de los fondos de mayor tamaño²¹⁴.

Por último, como expusimos en el epígrafe cuarto, cuando el índice de Sharpe toma valores negativos puede dar lugar a clasificaciones incorrectas e incoherentes en las que resulte mejor clasificado un fondo que soporta un mayor riesgo y tiene una menor rentabilidad. Así por ejemplo, comparando los fondos AC DINERO y SERFONDO III, podemos apreciar como SERFONDO III, con una menor RMSB y una mayor DT que AC DINERO, tiene, sin embargo, un valor para el índice de Sharpe superior (menos negativo) al valor que toma ese índice para AC DINERO, lo cual es ilógico desde un punto de vista financiero.

b - Índice de Treynor: clasificación e inconsistencias

En el Cuadro 5.3 establecemos el orden de preferencia que obtenemos al aplicar el índice de Treynor a cada uno de los 38 FIAMM de la muestra. También se calcula el índice de Treynor para la cartera AFI FIAMM con el fin de poder juzgar la gestión global de esta tipología de fondos en relación a su mercado de referencia. Por otra parte, exponemos la RMSB y la beta para cada fondo con el propósito de comprobar si se producen incoherencias de carácter financiero en la clasificación ofrecida por esta medida de *performance*.

²¹⁴ Al estimar la ecuación considerando sólo aquellos fondos para los que el índice de Sharpe toma un valor positivo, llegamos a una conclusión similar.

Cuadro 5.3
ÍNDICE DE TREYNOR: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. TREYNOR	RMSB (%)	BETA
AB DINERPLUS	0,01763	0,18766	0,25186
SUPERFONDO SANT. I	0,01644	0,18645	0,19680
SANTAND. TESORERIA	0,01636	0,18664	0,20920
BK FONDO MONETARIO	0,01615	0,18608	0,17760
SANTAND. DINERO FT	0,01484	0,18632	0,20920
BSN TESORERIA FT	0,01278	0,18861	0,42240
BSN DINERO	0,01267	0,18831	0,40200
BBV ACTIVOS FT	0,01180	0,18596	0,23220
DINERMADRID FT	0,01102	0,18685	0,33030
BEXDINER	0,01083	0,18541	0,20298
IBERCAJA DINERO	0,01031	0,18606	0,27570
EUROVALOR 3	0,00904	0,18492	0,18900
FONMAPFRE DINERO	0,00859	0,18497	0,20450
BBV DINER RENTA	0,00785	0,18497	0,22360
FONDMADRID	0,00779	0,18545	0,28640
BBV DINERO	0,00699	0,18508	0,26710
BETA DINERO	0,00665	0,18475	0,23030
DINERMED	0,00555	0,18443	0,21960
AFI FIAMM	0,00530	0,18852	1,00000
MERCHBANC FT	0,00313	0,18392	0,22440
CAJA MURCIA DINERO	0,00132	0,18349	0,20590
IBERCAJA DINERO-II FT	0,00059	0,18337	0,25610
FONDIRECTO	0,00021	0,18327	0,25910
URQUIJO DINERO	-0,00233	0,18265	0,24100
FONDESPAÑA II	-0,00280	0,18264	0,20650
AC CUENTA FT	-0,00341	0,18253	0,20100
AHORRO ACTIVO FT	-0,00482	0,18219	0,21330
NOVODINER	-0,00493	0,18226	0,19270
DINERBURGOS	-0,00578	0,18215	0,18360
FONDUERO DINERO	-0,00872	0,18145	0,20280
INVERDINER	-0,01055	0,18126	0,18510
FONGESTION	-0,01481	0,18050	0,18360
DINERFONDO	-0,01497	0,18042	0,18680

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

FIBANC FONDINER	-0,02158	0,17889	0,20050
AC DINERO	-0,02302	0,17901	0,18270
CAJACANARIAS DINERO	-0,02483	0,17868	0,18280
MEDINER	-0,03655	0,17651	0,18340
SERFONDO III	-0,03783	0,17288	0,27330
MULTIDINERO	-0,07431	0,16525	0,24180

En el Cuadro 5.3 puede apreciarse que el índice de Treynor, como ya ocurriera con el índice de Sharpe, toma un valor negativo para los 16 fondos cuya RMSB ha sido inferior a la del activo libre de riesgo en el período estudiado. Dado que este índice únicamente considera el riesgo sistemático de la cartera, en nuestro caso sensiblemente inferior al riesgo total, el porcentaje de fondos FIAMM de la muestra que obtienen un valor para el índice de Treynor superior al obtenido por la cartera de referencia AFI FIAMM se eleva al 47,4% (18 fondos). En base a este resultado, la gestión general de los FIAMM, considerando sólo el riesgo sistemático de las carteras de los fondos, ha sido bastante aceptable en el período 1993-1995.

Si diferenciamos entre fondos independientes y fondos bancarios, según esta medida de performance, observamos que, entre los fondos que baten en el período analizado a la cartera AFI FIAMM, se encuentra el 50% de los fondos independientes estudiados (3 de 6) y el 46,8% de los fondos bancarios (15 de 32). Por otro lado, el 50% de los Fondtesoros FIAMM investigados (4 Fondtesoros) se sitúa en el grupo de fondos que bate al AFI FIAMM, mientras que ese porcentaje es del 46,6% (14 fondos) en el caso de los FIAMM de inversión libre.

Al analizar el posible efecto tamaño estimando la ecuación (22), hemos obtenido un coeficiente $b=7,983 \cdot 10^{-8}$ con un estadístico $t=4,74$ (0,0000), que nos indica una correlación

positiva y significativa entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de *performance* para cada fondo. Este resultado pone de manifiesto una mejor *performance*, basada en el riesgo sistemático, en los fondos de mayor tamaño²¹⁵.

De manera similar a la comentada para el índice de Sharpe, cuando el índice de Treynor toma valores negativos para algunas carteras, puede dar lugar a clasificaciones incorrectas e incoherentes y clasificar mejor a un fondo que soporta un mayor riesgo y tiene una menor rentabilidad que otro. En este sentido, si observamos en el Cuadro 5.3 los fondos NOVODINER y AHORRO ACTIVO FT, por ejemplo, apreciamos como AHORRO ACTIVO FT, con una menor RMSB y una beta mayor que NOVODINER, tiene, sin embargo, un valor más alto para el índice de Treynor (menos negativo) que el valor que toma ese índice para NOVODINER, lo cual desde un punto de vista financiero no tiene sentido.

Aunque en nuestra base de datos no tenemos ningún fondo con un valor de beta negativo, si hubiese fondos con betas negativos, lo cual coyunturalmente es posible, podríamos comprobar como, ante dos fondos con un mismo coeficiente beta negativo, el índice de Treynor sería mayor para aquel fondo con una menor prima de rentabilidad respecto al activo sin riesgo, resultado ilógico desde un punto de vista financiero.

c - Índice de Jensen: clasificación e inconsistencias

La clasificación de los 38 FIAMM de la muestra, por orden de preferencia según el valor que toma el índice de Jensen para estos fondos, se expone en el Cuadro 5.4. Aquellos fondos con un índice de Jensen positivo habrán batido al mercado (fondos superiores), mientras que los que tengan un índice de

²¹⁵ Al estimar la ecuación considerando sólo aquellos fondos para los que el índice de Treynor toma un valor positivo, llegamos a una conclusión similar.

Jensen negativo habrán sido batidos por el mercado (fondos inferiores). Además, también se indica la RMSB y la beta de cada fondo para comprobar las posibles inconsistencias financieras en la clasificación de los FIAMM ofrecida por el índice de Jensen.

Cuadro 5.4
ÍNDICE DE JENSEN: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. JENSEN	RMSB (%)	BETA
BSN TESORERIA FT	0,003159	0,18861	0,42240
AB DINERPLUS	0,003105	0,18766	0,25186
BSN DINERO	0,002963	0,18831	0,40200
SANTAND. TESORERIA	0,002314	0,18664	0,20920
SUPERFONDO SANT. I	0,002192	0,18645	0,19680
SANTAND. DINERO FT	0,001996	0,18632	0,20920
BK FONDO MONETARIO	0,001927	0,18608	0,17760
DINERMADRID FT	0,001888	0,18685	0,33030
BBV ACTIVOS FT	0,001508	0,18596	0,23220
IBERCAJA DINERO	0,001381	0,18606	0,27570
BEXDINER	0,001122	0,18541	0,20298
FONDMADRID	0,000711	0,18545	0,28640
EUROVALOR 3	0,000706	0,18492	0,18900
FONMAPFRE DINERO	0,000673	0,18497	0,20450
BBV DINER RENTA	0,000570	0,18497	0,22360
BBV DINERO	0,000451	0,18508	0,26710
BETA DINERO	0,000309	0,18475	0,23030
DINERMED	0,000055	0,18443	0,21960
MERCHBANC FT	-0,000488	0,18392	0,22440
CAJA MURCIA DINERO	-0,000821	0,18349	0,20590
IBERCAJA DINERO-II FT	-0,001207	0,18337	0,25610
FONDIRECTO	-0,001321	0,18327	0,25910
FONDESPAÑA II	-0,001674	0,18264	0,20650
AC CUENTA FT	-0,001751	0,18253	0,20100
URQUIJO DINERO	-0,001839	0,18265	0,24100
NOVODINER	-0,001972	0,18226	0,19270

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

DINERBURGOS	-0,002035	0,18215	0,18360
AHORRO ACTIVO FT	-0,002159	0,18219	0,21330
FONDUERO DINERO	-0,002844	0,18145	0,20280
INVERDINER	-0,002934	0,18126	0,18510
FONGESTION	-0,003692	0,18050	0,18360
DINERFONDO	-0,003788	0,18042	0,18680
AC DINERO	-0,005175	0,17901	0,18270
FIBANC FONDINER	-0,005391	0,17889	0,20050
CAJACANARIAS DINERO	-0,005507	0,17868	0,18280
MEDINER	-0,007677	0,17651	0,18340
SERFONDO III	-0,011788	0,17288	0,27330
MULTIDINERO	-0,019249	0,16525	0,24180

Tal y como se refleja en el Cuadro 5.4, la medida de Jensen toma un valor positivo para el 47,4% de los fondos estudiados (18 fondos), de manera que, según esta medida de *performance*, 18 fondos de la muestra son fondos superiores. Por consiguiente, en el trienio 1993-1995, la gestión general de los FIAMM de la muestra podemos calificarla como aceptable.

Los resultados obtenidos en la aplicación de esta medida de *performance* y en el índice de Treynor son similares. En particular, en cuanto al posible efecto tamaño, en la estimación de la ecuación (22), considerando todos los fondos de la muestra, hemos obtenido un coeficiente $b=1,670 \cdot 10^{-8}$ con un estadístico $t=4,18$ (0,0002), que nos indica una correlación positiva y significativa entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de *performance* para cada fondo. Según este resultado, los fondos de mayor tamaño demuestran una mejor *performance* basada en el riesgo sistemático.

Las posibles inconsistencias en la clasificación de los fondos según el índice de Jensen se derivarán de valores negativos para la beta, ya que la RMSB del índice AFI FIAMM supera a la obtenida por el activo sin riesgo. En este

sentido, ningún fondo de nuestra muestra tiene un valor de beta negativo, por lo que la clasificación obtenida resulta correcta desde un punto de vista financiero.

5.6.1.2 - Aplicación de la medida de FERRUZ y SARTO

Una vez jerarquizados los fondos FIAMM según los índices clásicos de evaluación de la *performance* y comprobadas las limitaciones que presentan estas medidas para proporcionar clasificaciones correctas de los fondos con una RMSB inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo, en este apartado, aplicaremos la medida *Producto Pérdida-Riesgo* propuesta por FERRUZ y SARTO (1993), medida innovadora que pretende resolver el problema de la comparación de la *performance* de las carteras en aquellas situaciones puntuales y atípicas ya comentadas en otros apartados.

La clasificación de los FIAMM de la muestra afectados por esta problemática, según el valor obtenido al aplicarles la medida *Producto Pérdida-Riesgo* utilizando, como medida del riesgo total, la desviación típica de la variable rentabilidad, y como medida del riesgo sistemático, el coeficiente beta de cada fondo, se expone en los Cuadros 5.5 y 5.6.

Cuadro 5.5
PRODUCTO PÉRDIDA-RIESGO TOTAL
(Riesgo Total medido por su Desviación Típica)

DENOMINACIÓN	PPRT	RMSB (%)	DT (%)
FONDESPAÑA II	2,192e-05	0,18264	0,03787
AC CUENTA FT	2,607e-05	0,18253	0,03802
URQUIJO DINERO	2,703e-05	0,18265	0,04814
NOVODINER	3,428e-05	0,18226	0,03606
DINERBURGOS	3,812e-05	0,18215	0,03592
AHORRO ACTIVO FT	4,136e-05	0,18219	0,04024
FONDUERO DINERO	6,770e-05	0,18145	0,03827

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

INVERDINER	6,773e-05	0,18126	0,03469
FONGESTION	9,290e-05	0,18050	0,03417
DINERFONDO	9,783e-05	0,18042	0,03497
AC DINERO	1,469e-04	0,17901	0,03493
FIBANC FONDINER	1,525e-04	0,17889	0,03524
CAJACANARIAS DINERO	1,649e-04	0,17868	0,03634
MEDINER	2,206e-04	0,17651	0,03290
MULTIDINERO	7,852e-04	0,16525	0,04370
SERFONDO III	1,181e-03	0,17288	0,11426

Cuadro 5.6
PRODUCTO PÉRDIDA-RIESGO SISTEMÁTICO
(Riesgo Sistemático medido por el coeficiente beta)

DENOMINACIÓN	PPRS	RMSB (%)	BETA
FONDESPAÑA II	1,196e-04	0,18264	0,20650
URQUIJO DINERO	1,353e-04	0,18265	0,24100
AC CUENTA FT	1,378e-04	0,18253	0,20100
NOVODINER	1,832e-04	0,18226	0,19270
DINERBURGOS	1,948e-04	0,18215	0,18360
AHORRO ACTIVO FT	2,192e-04	0,18219	0,21330
FONDUERO DINERO	3,588e-04	0,18145	0,20280
INVERDINER	3,614e-04	0,18126	0,18510
FONGESTION	4,991e-04	0,18050	0,18360
DINERFONDO	5,225e-04	0,18042	0,18680
AC DINERO	7,684e-04	0,17901	0,18270
CAJACANARIAS DINERO	8,296e-04	0,17868	0,18280
FIBANC FONDINER	8,676e-04	0,17889	0,20050
MEDINER	1,230e-03	0,17651	0,18340
SERFONDO III	2,826e-03	0,17288	0,27330
MULTIDINERO	4,344e-03	0,16525	0,24180

Como podemos apreciar en los Cuadros 5.5 y 5.6, la medida *Producto Pérdida-Riesgo* toma un valor positivo para todos los fondos de la muestra cuya RMSB ha sido inferior a la del

activo libre de riesgo, siendo mejor la *performance* de un fondo cuanto menor sea el valor de esta medida para ese fondo. Por otra parte, la clasificación de los fondos obtenida según esta medida de *performance* no presenta ninguna inconsistencia de carácter financiero.

Aunque como ya hemos comentado anteriormente, el principal problema que plantea la aplicación de esta medida es la imposibilidad de comparar sus resultados con los obtenidos en la aplicación del índice de Sharpe, lo que sí que podemos afirmar es que todos los fondos juzgados en base a la medida *Producto Pérdida-Riesgo* se comportan peor que el mercado de referencia.

Por último, una vez expuestas y analizadas las diferentes clasificaciones de los FIAMM según las medidas de *performance* aplicadas, estudiamos la concordancia existente entre las mismas aplicando el coeficiente de correlación de rango de Spearman, que viene dado por la siguiente expresión:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_i d_i^2}{N^2 (N-1)} \quad (23)$$

donde d_i es la diferencia entre el lugar ocupado por el fondo i de la muestra en cada clasificación y N es el número de fondos de la muestra. Si en base a este coeficiente, que puede tomar valores en el intervalo $[-1, +1]$, la correlación entre dos medidas es elevada²¹⁶, ello indicará que ambas medidas clasifican a los fondos de forma muy similar.

²¹⁶ Hablaremos de una correlación significativamente positiva entre dos clasificaciones cuando el coeficiente de correlación de Spearman tome, como mínimo, un valor de 0,7.

Cuadro 5.7
CORRELACIÓN DE RANGO DE SPEARMAN

	I. Sharpe	I. Treynor	I. Jensen
I. Sharpe	1,0000	0,9823	0,9901
I. Treynor		1,0000	0,9899
I. Jensen			1,0000

En el Cuadro 5.7 exponemos la matriz de coeficientes de correlación de rango de Spearman entre las medidas utilizadas para clasificar a todos los fondos FIAMM de la muestra investigada. Como puede apreciarse, existe una correlación casi perfecta entre las clasificaciones ofrecidas por las tres medidas de *performance* aplicadas en el estudio.

5.6.2 - Los FIM de renta fija

Siguiendo la misma metodología utilizada para los FIAMM, previamente a la aplicación de las medidas de evaluación de la *performance* a nuestra muestra de fondos FIM de renta fija, en el Cuadro 5.8 exponemos los valores *ex post* obtenidos, a partir de las series históricas de los rendimientos de las carteras de los fondos y del mercado, de la rentabilidad media semanal bruta (RMSB), la desviación típica (DT) y la beta para cada uno de los 65 fondos de la muestra. Además, en el mismo Cuadro 5.8 pueden verse los valores *ex post* correspondientes a la cartera de referencia que utilizamos para este grupo de fondos, el índice AFI FIM.

Cuadro 5.8
RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS FIM DE RENTA FIJA

DENOMINACIÓN	RMSB (%)	DT (%)	BETA
AFI FIM	0,23143	0,44881	1,00000
AB AHORRO	0,20023	0,41719	0,80531 (17,5477)
AB FONDO	0,20384	0,41652	0,79701 (17,2557)
AB FT	0,20996	0,44562	0,86264 (17,2561)
AB RENTA	0,20883	0,41060	0,79328 (17,2368)
AC DEUDA FT	0,19811	0,49690	0,51028 (5,6977)
AC RENTA FIJA	0,20643	0,61997	0,62970 (5,3242)
ADEPA FT	0,21250	0,49711	0,71078 (7,0622)
ASTURFONDO R.FIJA	0,17948	0,19486	0,20497 (6,0265)
BANKPYME FT	0,20924	0,60423	0,71000 (6,0861)
BBV AHORRO	0,18672	0,27184	0,31430 (7,0634)
BBV DEUDA FT	0,20751	0,46029	0,54503 (6,3903)
BBV FV	0,21140	0,33174	0,32644 (5,1926)
BBV HORIZONTE	0,20901	0,33274	0,39289 (6,7233)
BBV INTERES	0,17308	0,10209	0,08733 (5,3964)
BBV RENTA	0,17236	0,11316	0,10337 (5,5431)
BBV RENTA 91	0,17398	0,10664	0,09861 (5,6311)
BETA DEUDA FT	0,21276	0,47846	0,69058 (8,7774)
BETA RENTA	0,18543	0,42270	0,67032 (10,7706)
BK FONDO FIJO	0,22710	0,43422	0,66333 (8,6393)
BRAZAMED	0,16255	0,28338	0,31906 (6,3324)
BSN BONOS FT	0,24364	0,49875	0,93712 (15,0326)
BSN RENTA FIJA	0,21176	0,59257	1,11146 (14,1988)
CAI RENTA	0,18218	0,36268	0,33358 (4,6556)
CAIXA GALICIA INVERS.	0,13630	0,76166	0,59360 (5,1857)
CAJA MURCIA	0,16677	0,18133	0,19959 (5,9968)
CAJA SEGOVIA RENTA	0,17897	0,19303	0,19417 (6,0658)
CAJACANARIAS R.FIJA	0,17163	0,19734	0,20352 (6,1086)
CANTAB. DINERO	0,16544	0,16602	0,13313 (3,6242)
CANTAB. MONETARIO	0,18503	0,16230	0,15084 (4,5850)
EUROVALOR 2	0,20069	0,36512	0,51065 (8,8048)
FIBANC FT	0,22877	0,47035	0,66691 (7,5418)
FIBANC RENTA	0,24144	0,49048	0,70749 (7,6239)

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

FONDESPAÑA I	0,18492	0,20138	0,19010 (5,7732)
FONDICAJA	0,18096	0,21205	0,23468 (6,5567)
FONDIFISA	0,12552	0,38526	0,16044 (3,2169)
FONDPAMPLONA	0,17395	0,18869	0,20114 (6,4078)
FONDUERO RENTA	0,16470	0,21240	0,23920 (6,3589)
FONMAPFRE RENTA	0,21811	0,34031	0,20114 (6,4078)
FONPROGRESO	0,19473	0,41819	0,74534 (13,1948)
FONSMANLEU	0,17620	0,06962	0,06550 (5,7334)
FONVALOR	0,18628	0,17426	0,13893 (4,7388)
IBERCAJA AHORRO	0,19284	0,33000	0,45621 (7,7049)
INVERFONDO	0,18526	0,20280	0,19059 (5,9334)
INVERMADRID FT	0,20240	0,43182	0,64942 (9,1885)
INVERMONTE	0,17881	0,17852	0,09964 (3,7437)
INVER-RIOJA FONDO	0,15840	0,16797	0,14132 (5,3998)
MADRID PREMIERE	0,19840	0,58115	0,85428 (8,7443)
MAPFRE FT	0,19646	0,11540	0,13762 (6,7095)
MEDIFOND	0,23433	0,50572	0,73952 (7,8656)
MERCHRENTA	0,20135	0,33760	0,58679 (10,9720)
MULTIFIX	0,17589	0,05352	0,06260 (7,0777)
MULTIVALOR I	0,16803	0,19544	0,19309 (5,0973)
NOVOCAJAS	0,18519	0,19474	0,19941 (6,1631)
PATROFONDO	0,17012	0,26943	0,17144 (3,9729)
RENTCAJAS	0,18687	0,18292	0,15784 (5,3931)
RENTIMED	0,14177	0,32430	0,34997 (5,7705)
RENTMADRID	0,17773	0,19312	0,22901 (7,4393)
RS ACTIVO	0,17569	0,04366	0,03097 (4,2166)
SANTANDER AHORRO	0,17863	0,09265	0,09596 (5,4641)
SANTANDER FT	0,21947	0,49559	0,68511 (7,8767)
SANTANDER FUTURO	0,19861	0,51086	0,67064 (6,7434)
SANTAND. PATRIMONIO	0,21781	0,64864	0,90076 (7,6145)
SUPERFONDO SANT. II	0,18617	0,08463	0,11230 (8,3012)
UNIVERFONDO	0,16488	0,31580	0,45968 (8,5904)
URQUIJO RENTA	0,19985	0,40628	0,65505 (8,6721)

Entre paréntesis figuran los estadísticos t-Student correspondientes al coeficiente beta para cada fondo.

Para el período estudiado, el 40% de los FIM de renta fija analizados (26 fondos) ha obtenido una RMSB inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo y, solamente la RMSB de 3 fondos (el 4,6% de los fondos investigados) ha superado a la del índice AFI FIM de referencia. Respecto al riesgo total, la DT de 16 fondos (el 24,6% de los fondos estudiados) ha superado a la DT del índice AFI FIM. Si nos fijamos en el riesgo sistemático, todos los FIM de renta fija de la muestra tienen una beta positiva, aunque sólo en 27 fondos (el 41,5% de los fondos de la muestra) el coeficiente beta es superior a 0,5, y únicamente en un fondo, la beta es superior a la unidad.

5.6.2.1 - Aplicación de las medidas clásicas

El valor que toman los índices clásicos de evaluación de la *performance* para los FIM de renta fija de la muestra es el que aparece en los Cuadros 5.9 a 5.11. Tras aplicar las medidas clásicas de *performance*, comprobamos si se producen incoherencias de carácter financiero en las clasificaciones ofrecidas por las mismas.

a - Índice de Sharpe: clasificación e inconsistencias

En el Cuadro 5.9 exponemos la jerarquización de los FIM de renta fija, según el valor que toma el índice de Sharpe para cada uno de los 65 fondos analizados. Con el fin de confrontar la gestión global de este tipo de fondos con su mercado de referencia, mostramos también el valor que toma la medida de Sharpe para el índice AFI FIM. Por último, con el propósito de determinar si se producen inconsistencias de carácter financiero en la clasificación de los FIM de renta fija según el índice de Sharpe, detallamos la RMSB y la DT de cada fondo.

Cuadro 5.9
ÍNDICE DE SHARPE: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. SHARPE	RMSB (%)	DT (%)
BSN BONOS FT	0,12116	0,24364	0,49875
FIBANC RENTA	0,11871	0,24144	0,49048
MAPFRE FT	0,11477	0,19646	0,11540
AFI FIM	0,10744	0,23143	0,44881
FONMAPFRE RENTA	0,10253	0,21811	0,34031
MEDIFOND	0,10107	0,23433	0,50572
BK FONDO FIJO	0,10106	0,22710	0,43422
FIBANC FT	0,09685	0,22877	0,47035
BBV FV	0,08496	0,21140	0,33174
BBV HORIZONTE	0,07752	0,20901	0,33274
SANTANDER FT	0,07316	0,21947	0,49559
AB RENTA	0,06237	0,20883	0,41060
BETA DEUDA FT	0,06174	0,21276	0,47846
AB FT	0,06002	0,20996	0,44562
ADEPA FT	0,05890	0,21250	0,49711
MERCHRENTA	0,05373	0,20135	0,33760
SANTAND. PATRIMONIO	0,05333	0,21781	0,64864
BBV DEUDA FT	0,05278	0,20751	0,46029
AB FONDO	0,04951	0,20384	0,41652
BSN RENTA FIJA	0,04816	0,21176	0,59257
EUROVALOR 2	0,04786	0,20069	0,36512
INVERMADRID FT	0,04442	0,20240	0,43182
BANKPYME FT	0,04306	0,20924	0,60423
URQUIJO RENTA	0,04095	0,19985	0,40628
AB AHORRO	0,04078	0,20023	0,41719
AC RENTA FIJA	0,03744	0,20643	0,61997
SUPERFONDO SANT. II	0,03492	0,18617	0,08463
SANTANDER FUTURO	0,03014	0,19861	0,51086
AC DEUDA FT	0,02998	0,19811	0,49690
IBERCAJA AHORRO	0,02916	0,19284	0,33000
FONPROGRESO	0,02753	0,19473	0,41819
MADRID PREMIERE	0,02612	0,19840	0,58115
RENTCAJAS	0,01996	0,18687	0,18292

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

FONVALOR	0,01759	0,18628	0,17426
BBV AHORRO	0,01287	0,18672	0,27184
CANTAB. MONETARIO	0,01116	0,18503	0,16230
NOVOCAJAS	0,01014	0,18519	0,19474
INVERFONDO	0,01009	0,18526	0,20280
FONDESPAÑA I	0,00844	0,18492	0,20138
BETA RENTA	0,00524	0,18543	0,42270
CAI RENTA	-0,00286	0,18218	0,36268
FONDICAJA	-0,01065	0,18096	0,21205
ASTURFONDO R.FIJA	-0,01918	0,17948	0,19486
CAJA SEGOVIA RENTA	-0,02201	0,17897	0,19303
INVERMONTE	-0,02469	0,17881	0,17852
RENTMADRID	-0,02842	0,17773	0,19312
PATROFONDO	-0,04862	0,17012	0,26943
FONDPAMPLONA	-0,04913	0,17395	0,18869
SANTANDER AHORRO	-0,04949	0,17863	0,09265
UNIVERFONDO	-0,05807	0,16488	0,31580
CAJACANARIAS R.FIJA	-0,05870	0,17163	0,19734
CAIXA GALICIA INVERS.	-0,06159	0,13630	0,76166
BRAZAMED	-0,07294	0,16255	0,28338
MULTIVALOR I	-0,07770	0,16803	0,19544
BBV RENTA 91	-0,08664	0,17398	0,10664
FONDUERO RENTA	-0,08719	0,16470	0,21240
CAJA MURCIA	-0,09070	0,16677	0,18133
BBV RENTA	-0,09589	0,17236	0,11316
BBV INTERES	-0,09924	0,17308	0,10209
FONSMANLLEU	-0,10082	0,17620	0,06962
CANTAB. DINERO	-0,10705	0,16544	0,16602
RENTIMED	-0,12781	0,14177	0,32430
MULTIFIX	-0,13693	0,17589	0,05352
INVER-RIOJA FONDO	-0,14775	0,15840	0,16797
FONDIFISA	-0,14976	0,12552	0,38526
RS ACTIVO	-0,17234	0,17569	0,04366

Como podemos apreciar en el Cuadro 5.9, el índice de Sharpe toma un valor positivo para el 60% de los fondos analizados (39 fondos), aunque únicamente en 3 fondos (el 4,6% de los fondos estudiados), el valor que toma el índice de Sharpe es superior al obtenido por la referencia AFI FIM. En base a este resultado, podemos concluir que la gestión general de los fondos de renta fija de la muestra en el período 1993-1995 ha sido mediocre.

Si diferenciamos entre fondos bancarios e independientes, de los 3 fondos que, según el índice de Sharpe, batan a la cartera AFI FIM en el período analizado, 2 de ellos son fondos bancarios. Por otra parte, si distinguimos entre fondos de inversión libre y Fondtesoros, obtenemos que 2 de los 3 fondos señalados son Fondtesoros. Además, todos los Fondtesoros FIM analizados toman un valor positivo para el índice de Sharpe.

Al estimar la ecuación (22) para comprobar si en los FIM de renta fija se produce un efecto tamaño, hemos obtenido un coeficiente $b = -1,671 \cdot 10^{-7}$ con un estadístico $t = -0,89$ (0,3748), que nos muestra una correlación negativa, aunque no significativa, entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de performance para cada fondo²¹⁷.

Por último, se comprueba la existencia de incoherencias financieras en la clasificación de los fondos según el índice de Sharpe. Así por ejemplo, si nos fijamos en el Cuadro 5.9 y comparamos los fondos FONDPAMPLONA y PATROFONDO, vemos como PATROFONDO, con menor RMSB y mayor DT que FONDPAMPLONA, tiene un valor para el índice de Sharpe superior (menos negativo) al valor que toma ese índice para FONDPAMPLONA.

²¹⁷ A un resultado similar se llega estimando la ecuación únicamente para aquellos fondos con un valor positivo en el índice de Sharpe.

b - Índice de Treynor: clasificación e inconsistencias

El orden de preferencia a que se llega aplicando esta medida de *performance* a cada uno de los 65 FIM de renta fija de la muestra es el que se expone en el Cuadro 5.10. Asimismo, para poder juzgar globalmente la gestión de esta tipología de fondos en relación a su mercado de referencia, se señala el valor de la medida de Treynor para el índice AFI FIM. Además, mostramos la RMSB y la beta de cada fondo para comprobar si se producen incoherencias de carácter financiero en la clasificación de los fondos a partir del índice de Treynor.

Cuadro 5.10
ÍNDICE DE TREYNOR: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. TREYNOR	RMSB (%)	BETA
FONMAPFRE RENTA	0,17347	0,21811	0,20114
MAPFRE FT	0,09624	0,19646	0,13762
BBV FV	0,08634	0,21140	0,32644
FIBANC RENTA	0,08230	0,24144	0,70749
MEDIFOND	0,06912	0,23433	0,73952
FIBANC FT	0,06830	0,22877	0,66691
BK FONDO FIJO	0,06615	0,22710	0,66333
BBV HORIZONTE	0,06565	0,20901	0,39289
BSN BONOS FT	0,06448	0,24364	0,93712
SANTANDER FT	0,05292	0,21947	0,68511
AFI FIM	0,04822	0,23143	1,00000
BBV DEUDA FT	0,04458	0,20751	0,54503
BETA DEUDA FT	0,04278	0,21276	0,69058
ADEPA FT	0,04120	0,21250	0,71078
SANTAND. PATRIMONIO	0,03840	0,21781	0,90076
AC RENTA FIJA	0,03686	0,20643	0,62970
BANKPYME FT	0,03665	0,20924	0,71000
EUROVALOR 2	0,03422	0,20069	0,51065
AB RENTA	0,03228	0,20883	0,79328
AB FT	0,03100	0,20996	0,86264
MERCHRENTA	0,03091	0,20135	0,58679

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

INVERMADRID FT	0,02953	0,20240	0,64942
AC DEUDA FT	0,02919	0,19811	0,51028
SUPERFONDO SANT. II	0,02632	0,18617	0,11230
AB FONDO	0,02587	0,20384	0,79701
BSN RENTA FIJA	0,02568	0,21176	1,11146
URQUIJO RENTA	0,02540	0,19985	0,65505
RENTCAJAS	0,02313	0,18687	0,15784
SANTANDER FUTURO	0,02296	0,19861	0,67064
FONVALOR	0,02206	0,18628	0,13893
AB AHORRO	0,02113	0,20023	0,80531
IBERCAJA AHORRO	0,02109	0,19284	0,45621
MADRID PREMIERE	0,01777	0,19840	0,85428
FONPROGRESO	0,01545	0,19473	0,74534
CANTAB. MONETARIO	0,01201	0,18503	0,15084
BBV AHORRO	0,01114	0,18672	0,31430
INVERFONDO	0,01074	0,18526	0,19059
NOVOCAJAS	0,00990	0,18519	0,19941
FONDESPAÑA I	0,00894	0,18492	0,19010
BETA RENTA	0,00331	0,18543	0,67032
CAI RENTA	-0,00311	0,18218	0,33358
FONDICAJA	-0,00962	0,18096	0,23468
ASTURFONDO R.FIJA	-0,01824	0,17948	0,20497
CAJA SEGOVIA RENTA	-0,02188	0,17897	0,19417
RENTMADRID	-0,02396	0,17773	0,22901
UNIVERFONDO	-0,03990	0,16488	0,45968
INVERMONTE	-0,04423	0,17881	0,09964
FONDPAMPLONA	-0,04609	0,17395	0,20114
SANTANDER AHORRO	-0,04778	0,17863	0,09596
CAJACANARIAS R.FIJA	-0,05692	0,17163	0,20352
BRAZAMED	-0,06478	0,16255	0,31906
PATROFONDO	-0,07641	0,17012	0,17144
FONDUERO RENTA	-0,07742	0,16470	0,23920
MULTIVALOR I	-0,07865	0,16803	0,19309
CAIXA GALICIA INVERS.	-0,07903	0,13630	0,59360
CAJA MURCIA	-0,08241	0,16677	0,19959
BBV RENTA 91	-0,09369	0,17398	0,09861

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

BBV RENTA	-0,10497	0,17236	0,10337
FONSMANLLEU	-0,10715	0,17620	0,06550
BBV INTERES	-0,11600	0,17308	0,08733
MULTIFIX	-0,11708	0,17589	0,06260
RENTIMED	-0,11844	0,14177	0,34997
CANTAB. DINERO	-0,13350	0,16544	0,13313
INVER-RIOJA FONDO	-0,17562	0,15840	0,14132
RS ACTIVO	-0,24298	0,17569	0,03097
FONDIFISA	-0,35961	0,12552	0,16044

Como podemos comprobar en el Cuadro 5.10, únicamente el 15,4% de los fondos FIM de renta fija de la muestra (10 fondos) obtienen un valor para el índice de Treynor superior al obtenido por la referencia AFI FIM. Por tanto, a pesar de considerar sólo el riesgo sistemático de las carteras de los fondos, el porcentaje de FIM de renta fija de la muestra que se comportan mejor que su referencia de mercado es muy reducido, por lo que concluimos que la gestión de este tipo de fondos en el período investigado no ha sido acertada.

Por grupos financieros, según la medida de *performance* de Treynor, se observa que entre los 10 fondos que batan en el período analizado a la cartera AFI FIM, se encuentra el 15,4% de los fondos independientes estudiados (2 de 13) y el 15,4% de los fondos bancarios (8 de 52). Por tipos de fondos, el 36,4% de los Fondtesoros FIM investigados (4 fondos) se sitúa en el grupo de fondos que bate al AFI FIM, mientras que, en el caso de los FIM de renta fija de inversión libre, ese porcentaje se reduce al 11,5% (6 fondos).

La estimación de la ecuación (22) para analizar el posible efecto tamaño en los FIM de renta fija nos proporciona un coeficiente $b = -1,078 \cdot 10^{-7}$ con un estadístico $t = -0,49$ (0,6191), lo cual es indicativo de una correlación negativa,

pero no significativa, entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de performance para cada fondo²¹⁸.

Finalmente, comprobamos la existencia de incoherencias en la clasificación de los fondos según el índice de Treynor. Si nos centramos en el Cuadro 5.10, por ejemplo en los fondos INVERMONTE y UNIVERFONDO, podemos ver como UNIVERFONDO, con una menor RMSB y una beta mayor que INVERMONTE, tiene, no obstante, un valor más alto para el índice de Treynor (menos negativo) que el valor que toma ese índice para INVERMONTE, lo cual desde un punto de vista financiero no es lógico.

c - Índice de Jensen: clasificación e inconsistencias

En el Cuadro 5.11 exponemos los 65 FIM de renta fija de la muestra por orden de preferencia según el valor que toma el índice de Jensen para estos fondos y, con la finalidad de poder comprobar posibles inconsistencias financieras en la clasificación de los fondos ofrecida por el índice de Jensen, indicamos además la RMSB y la beta de cada fondo.

**Cuadro 5.11
ÍNDICE DE JENSEN: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS**

DENOMINACIÓN	I. JENSEN	RMSB (%)	BETA
FONMAPFRE RENTA	0,02519	0,21811	0,20114
FIBANC RENTA	0,02411	0,24144	0,70749
MEDIFOND	0,01545	0,23433	0,73952
BSN BONOS FT	0,01524	0,24364	0,93712
FIBANC FT	0,01340	0,22877	0,66691
BBV FV	0,01244	0,21140	0,32644
BK FONDO FIJO	0,01190	0,22710	0,66333
BBV HORIZONTE	0,00685	0,20901	0,39289
MAPFRE FT	0,00661	0,19646	0,13762

²¹⁸ Estimando la ecuación únicamente para aquellos fondos con un valor positivo para el índice de Treynor, se obtiene un resultado similar.

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

SANTANDER FT	0,00322	0,21947	0,68511
BBV DEUDA FT	-0,00199	0,20751	0,54503
SUPERFONDO SANT. II	-0,00246	0,18617	0,11230
FONVALOR	-0,00363	0,18628	0,13893
BETA DEUDA FT	-0,00376	0,21276	0,69058
RENTCAJAS	-0,00396	0,18687	0,15784
ADEPA FT	-0,00499	0,21250	0,71078
CANTAB. MONETARIO	-0,00546	0,18503	0,15084
INVERFONDO	-0,00714	0,18526	0,19059
EUROVALOR 2	-0,00715	0,20069	0,51065
AC RENTA FIJA	-0,00715	0,20643	0,62970
FONDESPAÑA I	-0,00747	0,18492	0,19010
NOVOCAJAS	-0,00764	0,18519	0,19941
BANKPYME FT	-0,00821	0,20924	0,71000
SANTAND. PATRIMONIO	-0,00884	0,21781	0,90076
RS ACTIVO	-0,00902	0,17569	0,03097
INVERMONTE	-0,00921	0,17881	0,09964
SANTANDER AHORRO	-0,00921	0,17863	0,09596
AC DEUDA FT	-0,00971	0,19811	0,51028
MERCHRENTA	-0,01016	0,20135	0,58679
FONSMANLLEU	-0,01018	0,17620	0,06550
MULTIFIX	-0,01035	0,17589	0,06260
BBV AHORRO	-0,01166	0,18672	0,31430
INVERMADRID FT	-0,01213	0,20240	0,64942
IBERCAJA AHORRO	-0,01237	0,19284	0,45621
AB RENTA	-0,01264	0,20883	0,79328
FONDICAJA	-0,01357	0,18096	0,23468
CAJA SEGOVIA RENTA	-0,01361	0,17897	0,19417
ASTURFONDO R.FIJA	-0,01362	0,17948	0,20497
BBV RENTA 91	-0,01399	0,17398	0,09861
BBV INTERES	-0,01434	0,17308	0,08733
AB FT	-0,01485	0,20996	0,86264
URQUIJO RENTA	-0,01495	0,19985	0,65505
BBV RENTA	-0,01584	0,17236	0,10337
RENTMADRID	-0,01653	0,17773	0,22901
SANTANDER FUTURO	-0,01694	0,19861	0,67064

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

CAI RENTA	-0,01712	0,18218	0,33358
AB FONDO	-0,01781	0,20384	0,79701
FONDPAMPLONA	-0,01897	0,17395	0,20114
PATROFONDO	-0,02137	0,17012	0,17144
CAJACANARIAS R.FIJA	-0,02140	0,17163	0,20352
AB AHORRO	-0,02182	0,20023	0,80531
CANTAB. DINERO	-0,02419	0,16544	0,13313
FONPROGRESO	-0,02443	0,19473	0,74534
MULTIVALOR I	-0,02450	0,16803	0,19309
BSN RENTA FIJA	-0,02505	0,21176	1,11146
MADRID PREMIERE	-0,02601	0,19840	0,85428
CAJA MURCIA	-0,02607	0,16677	0,19959
FONDUERO RENTA	-0,03005	0,16470	0,23920
BETA RENTA	-0,03011	0,18543	0,67032
INVER-RIOJA FONDO	-0,03163	0,15840	0,14132
BRAZAMED	-0,03605	0,16255	0,31906
UNIVERFONDO	-0,04050	0,16488	0,45968
RENTIMED	-0,05832	0,14177	0,34997
FONDIFISA	-0,06543	0,12552	0,16044
CAIXA GALICIA INVERS.	-0,07554	0,13630	0,59360

En el Cuadro 5.11 podemos comprobar como la medida de Jensen toma un valor positivo para el 15,4% de los fondos estudiados (10 fondos), de manera que, según este índice de *performance*, únicamente 10 fondos de la muestra son fondos superiores. En consecuencia, podemos concluir que en el trienio 1993-1995, en general, los FIM de renta fija de la muestra han estado mal gestionados si tomamos como referencia del mercado al índice AFI FIM.

La aplicación de esta medida de *performance* a los FIM de renta fija de la muestra proporciona unos resultados similares a los obtenidos a través del índice de Treynor. Al estimar la ecuación (22) considerando todos los fondos de la muestra, hemos obtenido un coeficiente $b=3,238 \cdot 10^{-8}$ con un estadístico $t=0,91$ (0,3683), por lo que existe una correlación positiva,

pero no significativa, entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de *performance* para cada fondo.

Por último, desde un punto de vista financiero, dado que para ningún FIM de renta fija de la muestra su beta toma un valor negativo, la clasificación obtenida según el índice de Jensen resulta siempre correcta.

5.6.2.2 - Aplicación de la medida de FERRUZ y SARTO

Analizadas las diferentes clasificaciones de los FIM de renta fija investigados según los índices clásicos de evaluación de la *performance* y comprobadas las limitaciones de estas medidas ante determinadas situaciones coyunturales de los mercados financieros, en este apartado aplicaremos la medida *Producto Pérdida-Riesgo* al objeto de comparar correctamente aquellos fondos con una RMSB inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo. Lógicamente, todos los fondos juzgados en base a la medida *Producto Pérdida-Riesgo* se comportan peor que el mercado de referencia representado por el índice AFI FIM.

En los Cuadros 5.12 y 5.13 detallamos la clasificación de los FIM de renta fija de la muestra sujetos a esta problemática, cuando se les aplica la medida *Producto Pérdida-Riesgo*, tanto cuando se utiliza como medida del riesgo total la desviación típica de la variable rentabilidad, como cuando se usa como medida del riesgo sistemático el coeficiente beta de cada fondo.

Cuadro 5.12
PRODUCTO PÉRDIDA-RIESGO TOTAL
(Riesgo Total medido por su Desviación Típica)

DENOMINACIÓN	PPRT	RMSB (%)	DT (%)
RS ACTIVO	0,000329	0,17569	0,04366
CAI RENTA	0,000376	0,18218	0,36268

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

MULTIFIX	0,000392	0,17589	0,05352
SANTANDER AHORRO	0,000425	0,17863	0,09265
FONDICAJA	0,000479	0,18096	0,21205
FONSMANLLEU	0,000489	0,17620	0,06962
ASTURFONDO R.FIJA	0,000728	0,17948	0,19486
INVERMONTE	0,000787	0,17881	0,17852
CAJA SEGOVIA RENTA	0,000820	0,17897	0,19303
BBV RENTA 91	0,000985	0,17398	0,10664
BBV INTERES	0,001034	0,17308	0,10209
RENTMADRID	0,001060	0,17773	0,19312
BBV RENTA	0,001228	0,17236	0,11316
FONDPAMPLONA	0,001749	0,17395	0,18869
CAJACANARIAS R.FIJA	0,002286	0,17163	0,19734
CANTAB. DINERO	0,002951	0,16544	0,16602
MULTIVALOR I	0,002968	0,16803	0,19544
CAJA MURCIA	0,002982	0,16677	0,18133
PATROFONDO	0,003529	0,17012	0,26943
FONDUERO RENTA	0,003934	0,16470	0,21240
INVER-RIOJA FONDO	0,004169	0,15840	0,16797
UNIVERFONDO	0,005792	0,16488	0,31580
BRAZAMED	0,005857	0,16255	0,28338
RENTIMED	0,013442	0,14177	0,32430
FONDIFISA	0,022227	0,12552	0,38526
CAIXA GALICIA INVERS.	0,035733	0,13630	0,76166

Cuadro 5.13
PRODUCTO PÉRDIDA-RIESGO SISTEMÁTICO
(Riesgo Sistemático medido por su coeficiente beta)

DENOMINACIÓN	PPRS	RMSB (%)	BETA
RS ACTIVO	0,000233	0,17569	0,03097
CAI RENTA	0,000346	0,18218	0,33358
INVERMONTE	0,000439	0,17881	0,09964
SANTANDER AHORRO	0,000440	0,17863	0,09596
MULTIFIX	0,000459	0,17589	0,06260
FONSMANLLEU	0,000460	0,17620	0,06550

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

FONDICAJA	0,000530	0,18096	0,23468
ASTURFONDO R.FIJA	0,000766	0,17948	0,20497
CAJA SEGOVIA RENTA	0,000825	0,17897	0,19417
BBV INTERES	0,000885	0,17308	0,08733
BBV RENTA 91	0,000911	0,17398	0,09861
BBV RENTA	0,001122	0,17236	0,10337
RENTMADRID	0,001257	0,17773	0,22901
FONDPAMPLONA	0,001865	0,17395	0,20114
PATROFONDO	0,002246	0,17012	0,17144
CAJACANARIAS R.FIJA	0,002358	0,17163	0,20352
CANTAB. DINERO	0,002366	0,16544	0,13313
MULTIVALOR I	0,002932	0,16803	0,19309
CAJA MURCIA	0,003283	0,16677	0,19959
INVER-RIOJA FONDO	0,003507	0,15840	0,14132
FONDUERO RENTA	0,004430	0,16470	0,23920
BRAZAMED	0,006595	0,16255	0,31906
UNIVERFONDO	0,008430	0,16488	0,45968
FONDIFISA	0,009256	0,12552	0,16044
RENTIMED	0,014506	0,14177	0,34997
CAIXA GALICIA INVERS.	0,027849	0,13630	0,59360

La medida *Producto Pérdida-Riesgo* toma un valor positivo para todos los fondos de la muestra cuya RMSB ha sido inferior a la del activo libre de riesgo. Como podemos apreciar en los Cuadros 5.12 y 5.13, la *performance* de un fondo es mejor cuanto menor sea el valor de esta medida para ese fondo. Además, no se detecta ninguna inconsistencia de carácter financiero en la clasificación de los fondos según esta medida de *performance*.

Por último, analizamos la concordancia entre las clasificaciones de los FIM de renta fija que proporcionan estas medidas. Como podemos ver en el Cuadro 5.14, donde exponemos la matriz de coeficientes de correlación de rango entre las medidas utilizadas para clasificar a los FIM de

renta fija de la muestra, en general, la correlación existente entre las clasificaciones ofrecidas por los distintos índices de performance utilizados en la investigación es elevada, sobre todo, entre los índices de Sharpe y Treynor.

Cuadro 5.14
CORRELACIÓN DE RANGO DE SPEARMAN

	I. Sharpe	I. Treynor	I. Jensen
I. Sharpe	1,0000	0,9845	0,6796
I. Treynor		1,0000	0,7287
I. Jensen			1,0000

5.6.3 - Los FIM mixtos y de renta variable

En el Cuadro 5.15 detallamos los valores *ex post* obtenidos, a partir de las series históricas de los rendimientos de las carteras de los fondos y del mercado, de la rentabilidad media semanal bruta (RMSB), la desviación típica (DT) y la beta para cada uno de los 38 fondos de la muestra. También reflejamos los valores *ex post* para el índice IBEX-35 que constituye el mercado de referencia para los FIM mixtos y de renta variable de la muestra investigada.

Cuadro 5.15
RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS FIM MIXTOS Y DE RENTA VARIABLE

DENOMINACIÓN	RMSB (%)	DT (%)	BETA
IBEX-35	0,30307	2,23450	1,00000
AB BOLSA	0,37116	1,92508	0,82890 (41,2035)
AB FIVA	0,22281	0,62080	0,24987 (22,6559)
AHORROFONDO	0,19372	0,79321	0,20673 (8,2873)
BBV BOLSA	0,22187	1,66055	0,53353 (12,0647)
BBV FONBANCAYA	0,12780	1,19999	0,31196 (7,1658)
BBV INDICE	0,24161	1,94654	0,63702 (12,5671)

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

BBV RENDIMIENTO	0,16979	1,35936	0,41998 (11,6891)
BETA CRECIMIENTO	0,20650	1,74907	0,70936 (23,3961)
BETA VALOR	0,14911	0,28952	0,07678 (7,3296)
BEX BOLSA	0,18943	1,88453	0,56224 (10,2604)
BEX RENTA	0,17863	0,30661	0,05615 (5,3760)
BK FONDO	0,35655	1,76798	0,71799 (27,4917)
BOLSIMED	0,19207	0,38189	0,06820 (4,8169)
BSN ACCIONES	0,42462	1,61172	0,69667 (40,6738)
BSN GLOBAL	0,21001	0,25299	0,09284 (13,3549)
EUROVALOR 1	0,28539	1,21331	0,46187 (24,1703)
EUROVALOR 4	0,28381	1,23612	0,51290 (25,6495)
FIBANC CRECIMIENTO	0,29212	1,51002	0,45918 (11,3036)
FON 2000	0,22200	0,51475	0,12239 (8,6630)
FONDO 19	0,21493	0,79668	0,32813 (25,3257)
FONMAPFRE BOLSA	0,31737	1,39043	0,46701 (12,3870)
IBERCAJA CAPITAL	0,23413	1,17526	0,45245 (16,9312)
IBERCAJA RENTA	0,22553	0,88921	0,33847 (15,7336)
INVERBANSE	0,21516	0,99296	0,29189 (9,3807)
MERCHFONDO	0,25222	1,35661	0,29747 (7,5950)
MERCH-FONTEMAR	0,21500	0,48825	0,11229 (8,3373)
MERCH-UNIVERSAL	0,27417	1,20410	0,24907 (6,9438)
PLUSMADRID	0,25339	1,03978	0,42910 (24,9420)
SANTANDER 80/20	0,20465	0,83364	0,24503 (10,3705)
SANTANDER ACCIONES	0,35030	1,82261	0,65650 (14,3056)
SANT.GESTION MIXTO	0,15868	0,76891	0,15730 (9,8436)
SANT.SPANIENFONDEN	0,37260	1,98834	0,73662 (16,3138)
SERFONDO I	0,04763	0,99807	0,35367 (11,3834)
SWISS BPME	0,38773	1,52476	0,10720 (1,9065)
URQUIJO CAPITAL	0,21789	0,64340	0,23262 (14,8577)
URQUIJO CRECIMIENTO	0,27687	1,56394	0,62288 (22,0409)
URQUIJO GLOBAL	0,19509	1,44467	0,26379 (4,8428)
URQUIJO INDICE	0,31659	1,81903	0,76459 (33,3392)

Entre paréntesis figuran los estadísticos t-Student correspondientes al coeficiente beta de cada fondo.

El 15,8% de los FIM mixtos y de renta variable analizados (6 fondos) ha obtenido, en el período investigado, una RMSB inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo y, únicamente la RMSB de 8 fondos (el 21% de los fondos de esta categoría estudiados) ha superado a la del índice IBEX-35 que actúa como referencia de mercado. En relación al riesgo total, ninguno de los 38 fondos de la muestra ha mostrado una DT superior a la del IBEX-35. Por otra parte, en cuanto al riesgo sistemático, ningún fondo tiene una beta superior a la unidad, y sólo en 12 fondos (el 31,6% de los fondos de la muestra) el coeficiente beta toma un valor superior a 0,5.

5.6.3.1 - Aplicación de las medidas clásicas

En los Cuadros 5.16 a 5.18 mostramos el valor que toman los índices clásicos de evaluación de la *performance* para cada uno de los 38 FIM mixtos y de renta variable de la muestra. Teniendo en cuenta el valor de estos índices, así como la rentabilidad y el riesgo de cada fondo, verificamos la posible existencia de incoherencias financieras en las clasificaciones que ofrecen estas medidas cuando concurren algunas de las situaciones coyunturales comentadas en el epígrafe cuarto.

a - Índice de Sharpe: clasificación e inconsistencias

La ordenación de los FIM mixtos y de renta variable, de mayor a menor preferencia, según el valor que toma la medida de Sharpe para cada uno de los 38 fondos analizados, es la que se presenta en el Cuadro 5.16. Además, indicamos la posición que ocupa el índice IBEX-35 en la clasificación establecida al objeto de poder comparar la gestión global de este tipo de fondos con su mercado de referencia. Para facilitar la comprobación de las posibles inconsistencias de carácter financiero en la clasificación de los fondos según el índice de Sharpe, también reflejamos la RMSB y la DT de cada fondo.

Cuadro 5.16
ÍNDICE DE SHARPE: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. SHARPE	RMSB (%)	DT (%)
BSN ACCIONES	0,14978	0,42462	1,61172
SWISS BPME	0,13413	0,38773	1,52476
BSN GLOBAL	0,10593	0,21001	0,25299
BK FONDO	0,09804	0,35655	1,76798
AB BOLSA	0,09763	0,37116	1,92508
FONMAPFRE BOLSA	0,09648	0,31737	1,39043
SANT.SPANIENFONDEN	0,09525	0,37260	1,98834
SANTANDER ACCIONES	0,09167	0,35030	1,82261
EUROVALOR 1	0,08422	0,28539	1,21331
EUROVALOR 4	0,08138	0,28381	1,23612
MERCH-UNIVERSAL	0,07554	0,27417	1,20410
FON 2000	0,07534	0,22200	0,51475
URQUIJO INDICE	0,07332	0,31659	1,81903
FIBANC CRECIMIENTO	0,07212	0,29212	1,51002
PLUSMADRID	0,06749	0,25339	1,03978
MERCH-FONTEMAR	0,06509	0,21500	0,48825
AB FIVA	0,06378	0,22281	0,62080
URQUIJO CRECIMIENTO	0,05988	0,27687	1,56394
URQUIJO CAPITAL	0,05390	0,21789	0,64340
IBEX-35	0,05364	0,30307	2,23450
MERCHFONDO	0,05086	0,25222	1,35661
IBERCAJA RENTA	0,04758	0,22553	0,88921
IBERCAJA CAPITAL	0,04332	0,23413	1,17526
FONDO 19	0,03981	0,21493	0,79668
INVERBANSER	0,03218	0,21516	0,99296
BBV INDICE	0,03000	0,24161	1,94654
SANTANDER 80/20	0,02572	0,20465	0,83364
BBV BOLSA	0,02328	0,22187	1,66055
BOLSIMED	0,02319	0,19207	0,38189
BETA CRECIMIENTO	0,01331	0,20650	1,74907
AHORROFONDO	0,01324	0,19372	0,79321
URQUIJO GLOBAL	0,00822	0,19509	1,44467
BEX BOLSA	0,00330	0,18943	1,88453

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

BBV RENDIMIENTO	-0,00988	0,16979	1,35936
BEX RENTA	-0,01496	0,17863	0,30661
SANT.GESTION MIXTO	-0,03191	0,15868	0,76891
BBV FONBANCAYA	-0,04618	0,12780	1,19999
BETA VALOR	-0,11779	0,14911	0,28952
SERFONDO I	-0,13585	0,04763	0,99807

En el Cuadro 5.16 puede comprobarse que el índice de Sharpe toma un valor positivo para el 84,2% de los fondos analizados (32 fondos), aunque el porcentaje de fondos estudiados que ha mostrado un mejor comportamiento que el IBEX-35 de referencia baja hasta el 50% (19 fondos). Por otro lado, al separar los fondos bancarios de los fondos independientes, observamos que el 50% de los fondos independientes de la muestra (5 fondos) y el 50% de los fondos bancarios (14 fondos), según este índice de *performance*, baten al IBEX-35 de referencia.

En el estudio del efecto tamaño en este tipo de fondos, al estimar la ecuación (22), hemos obtenido un coeficiente $b=3,865 \cdot 10^{-7}$ con un estadístico $t=0,21$ (0,8340), que denota una correlación positiva, pero no significativa, entre el valor que toma la medida de *performance* en cada fondo y el patrimonio de ese fondo²¹⁹.

Por último, en cuanto a las inconsistencias financieras en la clasificación de los fondos según el índice de Sharpe, cuando éste toma valores negativos, si nos fijamos en el Cuadro 5.16 y comparamos, por ejemplo, los fondos BEX RENTA y BBV RENDIMIENTO, podemos apreciar como BBV RENDIMIENTO, con una menor RMSB y una mayor DT que BEX RENTA, tiene, sin embargo, un valor para el índice de Sharpe superior (menos negativo) al valor que toma ese índice para BEX RENTA.

²¹⁹ Estimando la ecuación sólo para aquellos fondos con un índice de Sharpe positivo obtenemos un resultado similar.

b - Índice de Treynor: clasificación e inconsistencias

En el Cuadro 5.17 puede apreciarse la jerarquización obtenida al aplicar el índice de Treynor a cada uno de los 38 FIM mixtos y de renta variable de la muestra, así como al índice IBEX-35, al objeto de poder confrontar la gestión conjunta de esta clase de fondos con su mercado de referencia. Además, para poder comprobar si se producen incoherencias financieras en la clasificación de los fondos ofrecida por el índice de Treynor, detallamos la RMSB y la beta de cada fondo.

Cuadro 5.17
ÍNDICE DE TREYNOR: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. TREYNOR	RMSB (%)	BETA
SWISS BPME	1,90780	0,38773	0,10720
MERCH-UNIVERSAL	0,36517	0,27417	0,24907
BSN ACCIONES	0,34652	0,42462	0,69667
FON 2000	0,31688	0,22200	0,12239
BSN GLOBAL	0,28865	0,21001	0,09284
FONMAPFRE BOLSA	0,28726	0,31737	0,46701
MERCH-FONTEMAR	0,28301	0,21500	0,11229
SANT.SPANIENFONDEN	0,25709	0,37260	0,73662
SANTANDER ACCIONES	0,25451	0,35030	0,65650
BK FONDO	0,24142	0,35655	0,71799
FIBANC CRECIMIENTO	0,23717	0,29212	0,45918
MERCHFONDO	0,23196	0,25222	0,29747
AB BOLSA	0,22674	0,37116	0,82890
EUROVALOR 1	0,22123	0,28539	0,46187
EUROVALOR 4	0,19613	0,28381	0,51290
URQUIJO INDICE	0,17444	0,31659	0,76459
PLUSMADRID	0,16354	0,25339	0,42910
AB FIVA	0,15847	0,22281	0,24987
URQUIJO CRECIMIENTO	0,15036	0,27687	0,62288
URQUIJO CAPITAL	0,14907	0,21789	0,23262
BOLSIMED	0,12984	0,19207	0,06820
IBERCAJA RENTA	0,12501	0,22553	0,33847

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

IBEX-35	0,11985	0,30307	1,00000
IBERCAJA CAPITAL	0,11253	0,23413	0,45245
INVERBANSE	0,10945	0,21516	0,29189
FONDO 19	0,09666	0,21493	0,32813
BBV INDICE	0,09167	0,24161	0,63702
SANTANDER 80/20	0,08749	0,20465	0,24503
BBV BOLSA	0,07245	0,22187	0,53353
AHORROFONDO	0,05080	0,19372	0,20673
URQUIJO GLOBAL	0,04502	0,19509	0,26379
BETA CRECIMIENTO	0,03282	0,20650	0,70936
BEX BOLSA	0,01106	0,18943	0,56224
BBV RENDIMIENTO	-0,03197	0,16979	0,41998
BEX RENTA	-0,08172	0,17863	0,05615
SANT.GESTION MIXTO	-0,15599	0,15868	0,15730
BBV FONBANCAYA	-0,17763	0,12780	0,31196
SERFONDO I	-0,38337	0,04763	0,35367
BETA VALOR	-0,44419	0,14911	0,07678

Como vemos en el Cuadro 5.17, según el índice de Treynor, que considera sólo el riesgo sistemático de las carteras de los fondos, el 57,9% de los FIM mixtos y de renta variable estudiados (22 fondos) bate al IBEX-35 en el trienio analizado, porcentaje que es algo superior al 50% obtenido con el índice de Sharpe. Por grupos financieros, según esta medida de *performance*, en el período analizado, el 60% de los fondos independientes de la muestra (6 fondos) y el 57,1% de los fondos bancarios (16 fondos) han batido al índice IBEX-35, lo cual no nos permite establecer diferencias en la gestión de los fondos llevada a cabo por estos dos grupos financieros.

Al estimar la ecuación (22) para analizar el posible efecto tamaño en los FIM de renta fija, hemos obtenido un coeficiente $b = -4,143 \cdot 10^{-6}$ con un estadístico $t = -0,73$ (0,4724). Según este resultado, existe una correlación negativa, aunque

no significativa, entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de *performance* para cada fondo²²⁰.

Por último, se demuestra la existencia de incoherencias financieras en la clasificación de este grupo de fondos según el índice de Treynor. Así, por ejemplo, en el Cuadro 5.17, comparando los fondos BBV RENDIMIENTO y BEXRENDA, vemos como BBV RENDIMIENTO, con una RMSB menor y una beta mayor que BEX RENTA, sin embargo, tiene un valor para el índice de Treynor superior (menos negativo) al valor que toma ese índice para BEX RENTA.

c - Índice de Jensen: clasificación e inconsistencias

En el Cuadro 5.18 clasificamos los 38 FIM mixtos y de renta variable de la muestra según el valor que toma el índice de Jensen para estos fondos. Además, exponemos la RMSB y la beta de cada fondo para contrastar posibles inconsistencias financieras en la clasificación de estos fondos ofrecida por el índice de Jensen.

Cuadro 5.18
ÍNDICE DE JENSEN: CLASIFICACIÓN E INCONSISTENCIAS

DENOMINACIÓN	I. JENSEN	RMSB (%)	BETA
SWISS BPME	0,19166	0,38773	0,10720
BSN ACCIONES	0,15791	0,42462	0,69667
SANT.SPANIENFONDEN	0,10109	0,37260	0,73662
AB BOLSA	0,08860	0,37116	0,82890
SANTANDER ACCIONES	0,08840	0,35030	0,65650
BK FONDO	0,08728	0,35655	0,71799
FONMAPFRE BOLSA	0,07818	0,31737	0,46701
MERCH-UNIVERSAL	0,06110	0,27417	0,24907
FIBANC CRECIMIENTO	0,05387	0,29212	0,45918

²²⁰ Estimando la ecuación sólo para aquellos fondos con un índice de Treynor positivo, obtenemos un resultado similar.

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

EUROVALOR 1	0,04682	0,28539	0,46187
URQUIJO INDICE	0,04174	0,31659	0,76459
EUROVALOR 4	0,03912	0,28381	0,51290
MERCHFONDO	0,03335	0,25222	0,29747
FON 2000	0,02411	0,22200	0,12239
URQUIJO CRECIMIENTO	0,01900	0,27687	0,62288
PLUSMADRID	0,01875	0,25339	0,42910
MERCH-FONTEMAR	0,01832	0,21500	0,11229
BSN GLOBAL	0,01567	0,21001	0,09284
AB FIVA	0,00965	0,22281	0,24987
URQUIJO CAPITAL	0,00680	0,21789	0,23262
IBERCAJA RENTA	0,00175	0,22553	0,33847
BOLSIMED	0,00068	0,19207	0,06820
INVERBANSE	-0,00304	0,21516	0,29189
IBERCAJA CAPITAL	-0,00331	0,23413	0,45245
FONDO 19	-0,00761	0,21493	0,32813
SANTANDER 80/20	-0,00793	0,20465	0,24503
BEX RENTA	-0,01132	0,17863	0,05615
AHORROFONDO	-0,01427	0,19372	0,20673
BBV INDICE	-0,01795	0,24161	0,63702
URQUIJO GLOBAL	-0,01974	0,19509	0,26379
BBV BOLSA	-0,02529	0,22187	0,53353
BETA VALOR	-0,04331	0,14911	0,07678
SANT.GESTION MIXTO	-0,04339	0,15868	0,15730
BEX BOLSA	-0,06117	0,18943	0,56224
BETA CRECIMIENTO	-0,06174	0,20650	0,70936
BBV RENDIMIENTO	-0,06376	0,16979	0,41998
BBV FONBANCAJA	-0,09280	0,12780	0,31196
SERFONDO I	-0,17798	0,04763	0,35367

Como se observa en el Cuadro 5.18, la medida de Jensen toma un valor positivo para el 57,9% de los fondos estudiados (22 fondos), por lo que, según este índice de performance, estos 22 fondos son superiores.

Con la aplicación de esta medida de *performance* se obtienen unos resultados similares a los vistos para el índice de Treynor. En la estimación de la ecuación (22) para tratar de determinar si se produce un efecto tamaño en este grupo de fondos, considerando todos los fondos de la muestra hemos obtenido un coeficiente $b=9,794 \cdot 10^{-7}$ con un estadístico $t=0,59$ (0,5594). Este resultado nos indica una correlación positiva, pero no significativa, entre el patrimonio de los fondos y el valor que toma esta medida de *performance* para cada fondo.

Por último, la clasificación obtenida según el índice de Jensen resulta siempre correcta desde un punto de vista financiero, ya que para ninguno de los FIM mixtos o de renta variable de la muestra su beta toma un valor negativo.

5.6.1.2 - Aplicación de la medida de FERRUZ y SARTO

En este subapartado, una vez ordenados los FIM mixtos y de renta variable objeto de estudio según los índices clásicos de evaluación de la *performance*, y comprobadas las limitaciones que presentan estas medidas ante determinadas situaciones coyunturales de los mercados financieros, aplicaremos la medida *Producto Pérdida-Riesgo* para comparar correctamente aquellos fondos con una RMSB inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo. Todos los fondos evaluados en base a la medida *Producto Pérdida-Riesgo* se comportan peor que el mercado de referencia.

La clasificación de los FIM mixtos y de renta variable de la muestra sujetos a esta problemática, según el valor obtenido al aplicarles la medida *Producto Pérdida-Riesgo*, se detalla en los Cuadros 5.19 y 5.20. Como medida del riesgo total se utiliza la desviación típica de la variable rentabilidad, y como medida del riesgo sistemático, el coeficiente beta de cada fondo.

Cuadro 5.19
PRODUCTO PÉRDIDA-RIESGO TOTAL
(Riesgo Total medido por su Desviación Típica)

DENOMINACIÓN	PPRT	RMSB (%)	DT (%)
BEX RENTA	0,00141	0,17863	0,30661
BETA VALOR	0,00987	0,14911	0,28952
BBV RENDIMIENTO	0,01825	0,16979	1,35936
SANT.GESTION MIXTO	0,01887	0,15868	0,76891
BBV FONBANCAYA	0,06650	0,12780	1,19999
SERFONDO I	0,13533	0,04763	0,99807

Cuadro 5.20
PRODUCTO PÉRDIDA-RIESGO SISTEMÁTICO
(Riesgo Sistemático medido por su coeficiente beta)

DENOMINACIÓN	PPRS	RMSB (%)	BETA
BEX RENTA	0,00026	0,17863	0,05615
BETA VALOR	0,00262	0,14911	0,07678
SANT.GESTION MIXTO	0,00386	0,15868	0,15730
BBV RENDIMIENTO	0,00564	0,16979	0,41998
BBV FONBANCAYA	0,01729	0,12780	0,31196
SERFONDO I	0,04795	0,04763	0,35367

Como puede comprobarse en los Cuadros 5.19 y 5.20, el valor que toma la medida *Producto Pérdida-Riesgo* para todos los fondos de la muestra cuya RMSB ha sido inferior a la del activo libre de riesgo es positivo. Cuanto menor es el valor de esta medida para un fondo, mejor es la *performance* de ese fondo. Además, esta medida de *performance* proporciona una clasificación de los fondos en la que no se detecta ninguna inconsistencia de carácter financiero.

Finalmente, estudiamos la concordancia entre las medidas de *performance* utilizadas en la investigación para clasificar a los FIM mixtos y de renta variable según su gestión en el período examinado. Como puede comprobarse en el Cuadro 5.21,

la correlación existente entre estas medidas es muy elevada en todos los casos.

Cuadro 5.21
CORRELACIÓN DE RANGO DE SPEARMAN

	I. Sharpe	I. Treynor	I. Jensen
I. Sharpe	1,0000	0,9407	0,9365
I. Treynor		1,0000	0,9166
I. Jensen			1,0000

5.7 - LA PERSISTENCIA EN LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

El análisis de persistencia pretende resolver un problema importante que se presenta al evaluar la *performance* de los fondos de inversión: determinar si los resultados obtenidos por los fondos obedecen a una buena gestión o, simplemente, son producto de la suerte. La importancia de este tipo de estudios reside en que la persistencia en los resultados permite confiar en la capacidad de gestión de aquellos fondos que consistentemente presentan buenos resultados.

Se trata de un tema ampliamente estudiado en Estados Unidos donde se ha aplicado una amplia variedad de técnicas²²¹. En muchos de los trabajos realizados se concluye que sí que existe persistencia positiva en la *performance* de los fondos de inversión, si bien algunos de ellos la limitan a un horizonte temporal de corto plazo.

²²¹ Véase, por ejemplo, los trabajos de BLAKE, C.R., ELTON, E.J. y GRUBER, M.J. (1993), HENDRICKS, D., PATEL, J. y ZECKHAUSER, R. (1993), o más recientemente, BROWN, S. y GOETZMAN, W. (1995) o ELTON, E.J., GRUBER, M.J. y BLAKE, C.R. (1996).

Como ya expusimos en el capítulo primero, el verdadero desarrollo de los FIM en España es muy reciente, habiendo transcurrido apenas 5 años desde que se iniciara el boom de los fondos. No obstante, ya son varios los autores que han analizado la persistencia en la *performance* de los fondos de inversión españoles. Entre otros, cabe mencionar los trabajos de RUBIO (1993) y ÁLVAREZ (1994-95).

RUBIO (1993) analiza la persistencia en la *performance* de los fondos de inversión en España en el período 1976-1990. Para ello, utiliza la medida de Jensen y, tras elegir aleatoriamente diferentes subperíodos y comprobar que los resultados no son sensibles a la elección del período muestral, finalmente considera 3 subperíodos de 5 años de duración cada uno. Los resultados que obtiene son consistentes con persistencia en la *performance* y son similares con independencia de la técnica utilizada.

ÁLVAREZ (1994-95), en su estudio sobre los FIM de renta fija en España, analiza detalladamente la persistencia de este tipo de fondos durante el período comprendido entre mayo de 1991 y diciembre de 1993. Emplea la misma técnica que RUBIO (1993) y, aunque sólo tiene en cuenta dos subperíodos de igual longitud dado el corto espacio de tiempo analizado, concluye que no existe un claro componente de persistencia en los rendimientos de los fondos en general, si bien para los casos extremos (fondos más rentables y fondos menos rentables), ese componente parece más destacado.

Nuestro objetivo en este epígrafe consiste en analizar si existe o no persistencia en la *performance* de los fondos que integran nuestra base de datos. Para efectuar el estudio de persistencia vamos a seguir la siguiente metodología:

1 - Dividimos el intervalo global de tiempo analizado anteriormente en dos subperíodos de igual longitud²²², recalculamos la medida de *performance* para cada uno de los fondos de la muestra en cada uno de los subperíodos y jerarquizamos los fondos en cada uno de los subperíodos de acuerdo con el valor que tome para cada fondo el índice de *performance* utilizado.

2 - Como medida global, calculamos la correlación de rango de Spearman entre las clasificaciones obtenidas para cada subperíodo. Si la correlación entre las dos clasificaciones es positiva y elevada tendremos una prueba más en favor de la persistencia en la *performance* de ese tipo de fondos.

3 - Por último, realizamos el siguiente contraste de corte transversal:

$$M_t = a + bM_{t+1} + u_t \quad (24)$$

donde M_t y M_{t+1} son los valores que toma la medida de *performance* para cada fondo en cada uno de los dos subperíodos considerados. Un coeficiente b positivo y significativo, indicará que existe persistencia en los buenos o malos rendimientos que obtienen los fondos de inversión.

5.7.1 - La persistencia de la *performance* en los FIAMM

Siguiendo la metodología expuesta anteriormente, en este apartado estudiamos si existe evidencia en favor de la persistencia en la *performance* de los fondos de dinero. En el Cuadro 5.28 exponemos la clasificación de los FIAMM de la

²²² Los períodos seleccionados no tienen porqué tener la misma longitud. Además, podríamos haber determinado un mayor número de subperíodos pero, dado que el intervalo analizado únicamente comprende tres años, no lo hemos estimado conveniente.

muestra obtenida en cada uno de los subperíodos cuando se utiliza el índice de Jensen como medida de performance.

Cuadro 5.28
PERSISTENCIA EN LA PERFORMANCE DE LOS FIAMM

DENOMINACIÓN	I.Jensen t ₁	DENOMINACIÓN	I.Jensen t ₂
AB DINERPLUS	0,001470	BSN TESORERIA FT	0,006458
BK FONDO MONETARIO	-0,001106	BSN DINERO	0,006197
SUPERFONDO SANT. I	-0,001424	SANTAND. DINERO FT	0,005237
SANTAND. TESORERIA	-0,001510	SANTAND. TESORERIA	0,005191
SANTAND. DINERO FT	-0,001964	SUPERFONDO SANT. I	0,005078
FONMAPFRE DINERO	-0,001971	BK FONDO MONETARIO	0,004804
DINERMADRID FT	-0,002096	BEXDINER	0,004115
MERCHBANC FT	-0,002146	EUROVALOR 3	0,004027
DINERMED	-0,002147	BBV ACTIVOS FT	0,003757
BBV ACTIVOS FT	-0,002213	BBV DINERO	0,003670
BETA DINERO	-0,002237	IBERCAJA DINERO	0,003600
IBERCAJA DINERO	-0,002280	FONDIRECTO	0,003427
BEXDINER	-0,002470	AB DINERPLUS	0,002995
BBV DINER RENTA	-0,002484	DINERMADRID FT	0,002321
BSN DINERO	-0,002560	FONMAPFRE DINERO	0,002236
CAJA MURCIA DINERO	-0,003034	BBV DINER RENTA	0,002026
FONDMADRID	-0,003285	URQUIJO DINERO	0,001946
EUROVALOR 3	-0,003319	FONDMADRID	0,001941
BBV DINERO	-0,003360	BETA DINERO	0,001571
BSN TESORERIA FT	-0,003389	IBERC.DINERO-II FT	0,001269
FONDESPAÑA II	-0,004544	AC CUENTA FT	0,001014
DINERBURGOS	-0,005179	FONGESTION	0,000833
NOVODINER	-0,005289	INVERDINER	0,000821
AHORRO ACTIVO FT	-0,005544	DINERMED	0,000608
AC CUENTA FT	-0,005603	NOVODINER	0,000574
IBERC.DINERO-II FT	-0,005826	CAJA MURCIA DINERO	0,000305
FONDUERO DINERO	-0,006485	DINERFONDO	0,000289
FONDIRECTO	-0,007232	DINERBURGOS	0,000229
URQUIJO DINERO	-0,007393	FONDESPAÑA II	0,000144

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

INVERDINER	-0,007448	AHORRO ACTIVO FT	-0,000138
DINERFONDO	-0,008659	MERCHBANC FT	-0,000237
FONGESTION	-0,008931	CAJACANARIAS DINER	-0,000357
AC DINERO	-0,010184	FONDUERO DINERO	-0,000434
FIBANC FONDINER	-0,011482	FIBANC FONDINER	-0,000492
CAJACANARIAS DINERO	-0,011548	AC DINERO	-0,001001
MEDINER	-0,015156	MEDINER	-0,001067
SERFONDO III	-0,024721	SERFONDO III	-0,001246
MULTIDINERO	-0,026399	MULTIDINERO	-0,011249

Como puede apreciarse en el Cuadro 5.28, de los 10 fondos con mejor *performance* en el primer período, 5 de ellos siguen estando entre los 10 mejores en el segundo período. Asimismo, si nos centramos en los 10 fondos con peor *performance*, observamos como 6 de ellos coinciden en ambos subperíodos. Por otra parte, el coeficiente de correlación de rango de Spearman toma un valor de 0,6962, por lo que la concordancia entre las dos clasificaciones es elevada. Por último, en la estimación de la ecuación (24), hemos obtenido un coeficiente $b=1,4738$ con un estadístico $t=8,03$ (0,0000), que nos indica la existencia de persistencia en la *performance* de los fondos de dinero en el período estudiado.

5.7.2 - La persistencia de la *performance* en los FIM de renta fija

En este apartado, utilizando como medida de *performance* el índice de Jensen, analizamos si existe evidencia en favor de la persistencia en la *performance* de los FIM de renta fija. En el Cuadro 5.30 mostramos la clasificación de los FIM de renta fija de la muestra obtenida en cada uno de los dos períodos del horizonte considerado.

Cuadro 5.30
PERSISTENCIA EN LA PERFORMANCE DE LOS FIM DE RENTA FIJA

DENOMINACIÓN	I.Jensen t ₁	DENOMINACIÓN	I.Jensen t ₂
FONDIFISA	0,03395	AC RENTA FIJA	0,03818
BK FONDO FIJO	0,03206	CAI RENTA	0,02112
FIBANC RENTA	0,02914	CAIXA GALICIA INV.	0,01968
SANTANDER FT	0,02492	FIBANC RENTA	0,01612
BSN BONOS FT	0,02417	FIBANC FT	0,01361
PATROFONDO	0,02020	MEDIFOND	0,01240
BBV FV	0,01718	BBV HORIZONTE	0,01210
FONMAPFRE RENTA	0,01583	FONMAPFRE RENTA	0,00997
RENTCAJAS	0,01512	BETA DEUDA FT	0,00800
MEDIFOND	0,01506	BBV FV	0,00731
FONVALOR	0,01482	BSN BONOS FT	0,00676
CANTABRIA MONETARIO	0,01391	BBV DEUDA FT	0,00426
EUROVALOR 2	0,01278	BSN RENTA FIJA	0,00416
SANTAND. PATRIMONIO	0,01178	SUPERFONDO SANT.II	0,00333
MAPFRE FT	0,01162	AB FONDO	0,00299
FIBANC FT	0,00984	MAPFRE FT	0,00199
AC DEUDA FT	0,00600	AB RENTA	0,00164
INVERFONDO	0,00489	AB FT	-0,00046
NOVOCAJAS	0,00466	AB AHORRO	-0,00116
FONDESPAÑA I	0,00451	INVERMADRID FT	-0,00234
BRAZAMED	0,00437	MERCHRENTA	-0,00242
BBV HORIZONTE	0,00178	ADEPA FT	-0,00287
BANKPYME FT	-0,00036	IBERCAJA AHORRO	-0,00291
SANTANDER FUTURO	-0,00215	INVERMONTE	-0,00361
BBV AHORRO	-0,00248	MULTIFIX	-0,00501
RENTIMED	-0,00405	SANTANDER AHORRO	-0,00677
FONDICAJA	-0,00429	BBV RENTA 91	-0,00727
RS ACTIVO	-0,00649	URQUIJO RENTA	-0,00848
ADEPA FT	-0,00771	BK FONDO FIJO	-0,00860
SUPERFONDO SANT.II	-0,00883	BBV INTERES	-0,00866
BBV DEUDA FT	-0,00993	FONSMANLLEU	-0,00892
RENTMADRID	-0,01063	BBV RENTA	-0,00918

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

FONSMANLLEU	-0,01107	FONDPAMPLONA	-0,00942
SANTANDER AHORRO	-0,01170	MADRID PREMIERE	-0,00988
ASTURFONDO R.FIJA	-0,01325	CAJACANARIAS RF	-0,01007
INVERMONTE	-0,01362	RS ACTIVO	-0,01113
BETA DEUDA FT	-0,01388	CAJA SEGOVIA RENTA	-0,01160
CAJA SEGOVIA RENTA	-0,01444	ASTURFONDO R.FIJA	-0,01233
MULTIFIX	-0,01590	FONDUERO RENTA	-0,01513
BBV INTERES	-0,01961	BETA RENTA	-0,01641
BBV RENTA 91	-0,02016	SANTANDER FT	-0,01694
URQUIJO RENTA	-0,02088	INVERFONDO	-0,01797
IBERCAJA AHORRO	-0,02130	FONDESPAÑA I	-0,01806
MERCHRENTA	-0,02188	NOVOCAJAS	-0,01852
BBV RENTA	-0,02205	BANKPYME FT	-0,01896
INVERMADRID FT	-0,02541	FONPROGRESO	-0,02031
AB RENTA	-0,02606	BBV AHORRO	-0,02079
CANTABRIA DINERO	-0,02620	FONVALOR	-0,02093
FONDPAMPLONA	-0,02718	FONDICAJA	-0,02139
MULTIVALOR I	-0,02734	RENTCAJAS	-0,02145
FONPROGRESO	-0,02740	CAJA MURCIA	-0,02224
AB FT	-0,02815	RENTMADRID	-0,02269
CAJA MURCIA	-0,02872	CANTABRIA DINERO	-0,02289
CAJACANARIAS R.FIJA	-0,03135	MULTIVALOR I	-0,02363
UNIVERFONDO	-0,03583	INVER-RIOJA FONDO	-0,02474
INVER-RIOJA FONDO	-0,03725	CANTABRIA MONETAR.	-0,02482
AB FONDO	-0,03798	AC DEUDA FT	-0,02533
AB AHORRO	-0,04153	SANTAND.PATRIMONIO	-0,02939
BETA RENTA	-0,04260	EUROVALOR 2	-0,02977
FONDUERO RENTA	-0,04341	SANTANDER FUTURO	-0,03238
MADRID PREMIERE	-0,04771	UNIVERFONDO	-0,04547
AC RENTA FIJA	-0,05177	PATROFONDO	-0,06152
BSN RENTA FIJA	-0,05301	BRAZAMED	-0,07861
CAI RENTA	-0,05668	RENTIMED	-0,11502
CAIXA GALICIA INV.	-0,16697	FONDIFISA	-0,16409

En el Cuadro 5.30 puede comprobarse que, según la medida de Jensen, de los 10 fondos con mejor *performance* en el primer período, 4 de ellos siguen estando entre los diez mejores en el segundo período. Si nos fijamos en los 10 fondos con peor *performance* en el primer período, según esta medida, ninguno de ellos se encuentra entre los 10 peores en el segundo subperíodo. Por otra parte, el bajo valor que toma el coeficiente de correlación de rango de Spearman para la muestra de fondos, -0,1837, nos pone de manifiesto la ausencia de persistencia en la *performance* de este tipo de fondos. Por último, al estimar la ecuación (24), hemos obtenido un coeficiente $b = -0,3092$ con un estadístico $t = -2,6$ (0,0115), que nos indica una relación negativa entre la medida de *performance* en ambos subperíodos.

5.7.3 - La persistencia de la *performance* en los FIM mixtos y de renta variable

Para analizar si existe evidencia en favor de la persistencia en la *performance* de los FIM mixtos y de renta variable, en el Cuadro 5.32 puede observarse la clasificación de los FIM mixtos y de renta variable de la muestra obtenida en cada uno de los subperíodos, utilizando como medida de *performance* el índice de Jensen.

Cuadro 5.32
PERSISTENCIA EN LA PERFORMANCE DE LOS FIM
MIXTOS Y DE RENTA VARIABLE

DENOMINACIÓN	I. Jensen t_1	DENOMINACIÓN	I. Jensen t_2
BSN ACCIONES	0,257721	SWISS BPME	0,170334
SANT.SPANIENFONDEN	0,247699	MERCH-UNIVERSAL	0,077986
SANTANDER ACCIONES	0,221818	MERCHFONDO	0,070681
AB BOLSA	0,218439	BSN ACCIONES	0,062057
SWISS BPME	0,192098	FONMAPFRE BOLSA	0,045535
BK FONDO	0,175835	PLUSMADRID	0,036546

ESTUDIO DE LA PERFORMANCE DE LOS FONDOS

FIBANC CRECIMIENTO	0,141754	BSN GLOBAL	0,023305
EUROVALOR 1	0,128545	MERCH-FONTEMAR	0,018966
EUROVALOR 4	0,124648	FON 2000	0,012794
FONMAPFRE BOLSA	0,118217	URQUIJO CAPITAL	0,005356
URQUIJO INDICE	0,111124	AB FIVA	0,001288
URQUIJO CRECIMIENTO	0,061378	BK FONDO	-0,003215
IBERCAJA CAPITAL	0,061018	SANT.GESTION MIXTO	-0,010422
BOLSIMED	0,059524	FIBANC CRECIMIENTO	-0,016265
INVERBANSE	0,054120	IBERCAJA RENTA	-0,018069
MERCH-UNIVERSAL	0,045754	URQUIJO CRECIMIENTO	-0,020061
AHORROFONDO	0,040064	URQUIJO INDICE	-0,022973
FON 2000	0,036547	BETA VALOR	-0,023372
BEX BOLSA	0,028448	FONDO 19	-0,024033
IBERCAJA RENTA	0,027244	SANTANDER ACCIONES	-0,024968
BETA CRECIMIENTO	0,025801	SANT.SPANIENFONDEN	-0,029535
SANTANDER 80/20	0,025140	EUROVALOR 1	-0,029733
BBV INDICE	0,023500	SANTANDER 80/20	-0,031094
BBV BOLSA	0,021765	EUROVALOR 4	-0,033861
AB FIVA	0,020196	AB BOLSA	-0,036066
MERCH-FONTEMAR	0,019769	BEX RENTA	-0,037547
BEX RENTA	0,014608	INVERBANSE	-0,044155
URQUIJO CAPITAL	0,013462	BBV INDICE	-0,045793
FONDO 19	0,012425	URQUIJO GLOBAL	-0,054962
URQUIJO GLOBAL	0,008794	IBERCAJA CAPITAL	-0,056509
PLUSMADRID	0,008501	BOLSIMED	-0,058641
BSN GLOBAL	0,007637	BBV BOLSA	-0,060083
BBV RENDIMIENTO	0,003208	AHORROFONDO	-0,065447
MERCHFONDO	-0,000011	BBV FONBANCAYA	-0,118231
BETA VALOR	-0,063755	BBV RENDIMIENTO	-0,125547
BBV FONBANCAYA	-0,064533	BEX BOLSA	-0,126526
SANT.GESTION MIXTO	-0,077331	BETA CRECIMIENTO	-0,148915
SERFONDO I	-0,159120	SERFONDO I	-0,178446

Si nos fijamos en el Cuadro 5.32, de los 10 fondos con mejor *performance* en el primer período, según la medida de Jensen, sólo 3 de ellos siguen estando entre los 10 mejores en el segundo período. A su vez, de los 10 fondos con peor *performance* según esta medida, observamos como 4 de ellos coinciden en ambos subperíodos. Por otra parte, el coeficiente de correlación de rango de Spearman toma un valor de 0,1636, que nos indica una pobre correlación entre las clasificaciones obtenidas para cada subperíodo. Por último, en la estimación de la ecuación (24), hemos obtenido un coeficiente $b=0,5729$ con un estadístico $t=2,94$ (0,0058).

ANEXO CAPÍTULO 5

ANEXO 5.1

RELACIÓN DE FONDOS ANALIZADOS
CLASIFICADOS POR SOCIEDADES GESTORAS Y CATEGORÍAS INVERSORAS

GRUPO	S.GESTORA	FIM RENTA FIJA	FIAMM	FIM MIXTOS Y R.VARIAB.
BANCOS y CAJAS				
AHORRO CORPORAC.	GESINCA INVERS.	AC DEUDA FT AC RENTA FIJA ASTURFONDO RF CAI RENTA CAIXA GALIC.INV. CAJA MURCIA CAJACANARIAS RF CAJA SEGOV.RENTA FONDESPAÑA I FONDICAJA FONDPAMPLONA FONDUERO RENTA FONVALOR FONSMANLLEU INVERFONDO INVERMONTE INVER-RIOJA FONDO NOVOCAJAS RENTCAJAS	AC CUENTA FT AC DINERO CAJA MURCIA DR CAJACANARIAS DR DINERBURGOS DINERFONDO FONDESPAÑA II FONDUERO DR FONGESTION INVERDINER NOVODINER	AHORROFONDO
ARGENTARIA	BEX GESTION		BEX DINER FONDIRECTO	BEX BOLSA BEX RENTA
BANCO BILBAO VIZCAYA	BBV GESTINOVA	BBV AHORRO BBV DEUDA FT BBV FONDVALENCIA BBV HORIZONTE BBV INTERES BBV RENTA BBV RENTA 91	BBV DINERO BBV ACTIVOS FT BBV DINER RENTA	BBV BOLSA BBV FONBANCAYA BBV INDICE BBV RENDIMIENTO FON 2000
BANCO POPULAR	SOGEVAL	EUROVALOR 2	EUROVALOR 3	EUROVALOR 1 EUROVALOR 4
BANCO SANTANDER	BSN GESTION	BSN BONOS FT BSN RENTA FIJA	BSN DINERO BSN TESORERIA FT	BSN ACCIONES BSN GLOBAL
	GESBANSANDER	SANTANDER FT SANTANDER AHORRO SANTANDER FUTURO SANT.PATRIMONIO SUPERF.SANT.II	SANTANDER DR FT SANT.TESORERIA SUPERF.SANT.I	INVERBANSER SANT.GEST.MIXTO SANT.ACCIONES SANTANDER 80/20 SANT.SPANIENF.
BANKINTER	GESBANKIN.	BK FONDO FIJO	BK FONDO MONET.	BK FONDO

CONTINUACIÓN ANEXO 5.1

GRUPO	S.GESTORA	FIM RENTA FIJA	FIAMM	FIM MIXTOS Y R.VARIAB.
BANCOS Y CAJAS				
BANKPYME	BANKPYME	BANKPYME FT MULTIFIX MULTIVALOR I	MULTIDINERO	SWISS BANKPYME
CAJA CANTABRIA	CANTABRIA FONDOS	CANTABRIA DINERO CANTABRIA MONETAR.		
CAJA DEL MEDITERRANEO	GESTIMED	BRAZAMED RENTIMED	DINERMED	BOLSIMED
CAJA MADRID	GESMADRID	INVERMADRID FT MADRID PREMIERE RENTMADRID UNIVERFONDO	FONDMADRID DINERMADRID FT	PLUSMADRID
FIBANC	GESFIBANC	FIBANC FT FIBANC RENTA MEDIFOND	FIBANC FONDINER MEDINER	FIBANC CRECIMTO.
GRUPO MARCH	GESTEMAR GESTION	FONPROGRESO URQUIJO RENTA	URQUIJO DINERO	URQUIJO CAPITAL URQUIJO CRECMTO. URQUIJO GLOBAL URQUIJO INDICE
IBERCAJA	GESCAZAR IBERCAJA GESTION	IBERCAJA AHORRO	IBERCAJA DINERO IBERCAJA DR II FT	IBERCAJA CAPITAL IBERCAJA RENTA
GRUPOS INDEPENDIENTES				
AB ASESORES	AB.ASES. GESTION FONDOS	AB AHORRO AB FONDO AB FT AB RENTA	AB DINERPLUS	AB BOLSA AB FIVA FONDO 19
ADEPA	ADEPA	ADEPA FT RS ACTIVO	AHORRO ACTIVO FT	
BETA CAPITAL	GESBETA	BETA RENTA BETA DEUDA FT	BETA DINERO	BETA CRECIMIENTO BETA VALOR
GESCONSULT	GESCONSULT	FONDIFISA PATROFONDO	SERFONDO III	SERFONDO I
MAPFRE	MAPFRE INVERSION	FONMAPFRE RENTA MAPFRE FT	FONMAPFRE DINERO	FONMAPFRE BOLSA
MERCHBANC	MERCHBANC	MERCHRENTA	MERCHBANC FT	MERCH-FONTEMAR MERCHFONDO MERCH-UNIVERSAL

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

Con la realización de la presente Tesis Doctoral hemos pretendido conocer en profundidad las características de la industria de fondos de inversión mobiliaria en España, los factores que explican la rentabilidad de los fondos en cada categoría inversora y la calidad de la gestión de sus carteras.

La forma en la que vamos a exponer las conclusiones de este trabajo es la siguiente: en primer lugar, nos referiremos al estudio de la evolución, características y funcionamiento del sector llevado a cabo en los tres primeros capítulos. Después, mostraremos las conclusiones a las que hemos llegado tras la aplicación del análisis discriminante múltiple y el análisis logit para analizar las variables que determinan la rentabilidad de cada uno de los tipos de fondos que hemos diferenciado en el estudio. Por último, expondremos las conclusiones relativas a la evaluación de la calidad de la gestión de los fondos en España.

Ante la creciente complejidad y sofisticación de los mercados financieros, la existencia de una serie de instituciones que canalicen y gestionen la inversión colectiva se plantea como necesaria. En este sentido, en la actualidad, los fondos de inversión constituyen una de las principales vías de inversión-ahorro, tanto por su favorable tratamiento fiscal respecto a otros productos alternativos, como por otras ventajas adicionales, entre ellas, una gestión profesionalizada, diversificando el riesgo en las carteras y aprovechando economías de escala en las transacciones, la comodidad en la inversión, su elevada liquidez y la buena combinación rentabilidad-seguridad que ofrecen.

En España, el desarrollo de la inversión colectiva es muy reciente y su expansión con ciertas garantías no tiene lugar hasta los años ochenta. Tras una etapa de crisis (1976-82), a partir de 1983, los fondos resurgen gracias a la fuerte consistencia adquirida por la Bolsa. No obstante, en 1990 sus

cifras todavía no son muy elevadas. Es a partir de la segunda mitad de 1991 cuando se inicia el fuerte crecimiento de los fondos gracias, sobre todo, al ventajoso tratamiento fiscal que la Ley 18/1991, reguladora del IRPF, concede a los partícipes en fondos de inversión y al apoyo publicitario, tanto del Tesoro Público como de un gran número de instituciones bancarias y sociedades y agencias de valores.

El análisis detallado de la evolución del sector en sus variables más significativas: número de fondos, número de partícipes y volumen patrimonial, nos pone de manifiesto su espectacular desarrollo en los últimos años, que ha hecho que, al término de 1995, el patrimonio total administrado por los fondos exceda de los 12 billones de pesetas, con un activo de 5,2 billones de pesetas en los FIM y casi 7 billones de pesetas en los FIAMM y con más de 1,3 y 1,6 millones de partícipes en FIM y FIAMM respectivamente.

En concreto, en el período 1991-95, el patrimonio de los fondos se ha multiplicado casi por 9,6, en el caso de los FIM, y por 11,3, en el caso de los FIAMM; la cifra de partícipes por algo más de 3,5, en el caso de los FIM, y por 8,3, en el caso de los FIAMM, y por último, el número de fondos FIAMM se ha multiplicado por 2,5 y el número de fondos FIM casi se ha triplicado en el mismo período. En definitiva, el desarrollo adquirido por este producto financiero ha sobrepasado las expectativas de crecimiento más optimistas.

Pese a la dificultad que supone realizar cualquier tipo de pronóstico, parece razonable pensar que el sector seguirá creciendo en el futuro, si bien de forma algo más moderada. Los promotores principales de los fondos continuarán siendo las entidades bancarias y existirá una mayor competencia en el sector basada en los siguientes aspectos: una mejor gestión de las carteras de los fondos, con una mayor especialización en mercados y plazos de inversión, una mayor atención e información y la reducción de las comisiones aplicadas a los partícipes.

Otro de los aspectos analizados en nuestro trabajo ha consistido en la comparación del sector de fondos de inversión en España respecto a otros países de nuestro entorno económico. El estudio se ha centrado en el patrimonio administrado, en la tipología de fondos y en la previsión de crecimiento futuro por países.

El volumen total de activos gestionado por los fondos de inversión constituye una prueba evidente de la consolidación de esta alternativa de inversión a nivel internacional. A mediados de 1995, los fondos gestionaban en torno a 4,7 billones de dólares aproximadamente, de los cuales más de la mitad correspondían a Estados Unidos y algo más del 30% a instituciones europeas. España ocupa el quinto lugar de Europa y el séptimo del mundo por patrimonio gestionado, después de Estados Unidos, Francia, Japón, Luxemburgo, Reino Unido y Alemania.

Del análisis de la distribución del activo por tipología de fondos, en los países europeos, se deduce la existencia de tres grupos bastante diferenciados: un grupo de países, donde se enmarcan España y Francia, que prefieren las inversiones en renta fija y en instrumentos del mercado monetario y se caracterizan por una estructura de ahorro más conservadora; aquellos países del entorno anglosajón, como es el caso del Reino Unido, que adoptan posiciones inversoras más arriesgadas; y finalmente, un tercer bloque de países, entre ellos Italia, que muestran una distribución del patrimonio bastante equilibrada entre los diferentes tipos de fondos, aunque con un cierto sesgo hacia la renta fija.

En cuanto a las expectativas de crecimiento, según FEFISI, el patrimonio de los fondos europeos seguirá creciendo significativamente durante los próximos años, especialmente en aquellos países donde el sector todavía está poco desarrollado. Además, destacan las previsiones de crecimiento, hasta el año 2000, para España y Alemania, superiores al 100% en ambos casos.

CONCLUSIONES

El estudio de la composición de la cartera de los fondos de inversión en España en los años noventa revela como característica más sorprendente su baja diversificación. En concreto, a finales de 1995, el peso de los fondos públicos en el patrimonio de los FIM supone más del 76%, y además, en torno a un 43% del patrimonio de estos fondos se encuentra materializado en adquisiciones temporales de activos sobre títulos de Deuda Pública a corto plazo. El resto de la cartera, prácticamente, se divide en partes iguales entre inversiones en renta variable e inversiones internacionales. En los FIAMM, que por su naturaleza deben invertir exclusivamente en títulos de renta fija, casi el 93% del patrimonio está invertido en fondos públicos, con más de un 60% del activo materializado en adquisiciones temporales de activos. En definitiva, podemos afirmar que los fondos de inversión juegan un papel básico en la financiación del Déficit Público en España.

No obstante, a medida que los tipos de interés converjan hacia niveles próximos a los de los países de nuestro entorno, los inversores exigirán a sus gestores, dentro de unos niveles de volatilidad razonables, unas rentabilidades superiores a las que entonces ofrecerán carteras similares a las actuales, por lo que es muy posible que, para intentar obtener mejores rentabilidades, los gestores tengan que aumentar el peso de los títulos de renta variable española y de los activos internacionales en las carteras de los fondos.

Uno de los aspectos más interesantes del análisis de la evolución y situación del sector lo constituye el estudio de la participación de los diferentes grupos financieros y las implicaciones del desarrollo de los fondos en el sistema financiero, en general, y en las entidades de crédito, en particular.

La industria de fondos de inversión se caracteriza por un elevado grado de concentración en ciertos grupos financieros, en concreto, los bancos y las cajas de ahorros.

CONCLUSIONES

Estas entidades cuentan con importantes ventajas competitivas respecto a sus competidores: una extensa red de sucursales que permite comercializar los fondos sin excesivos costes, la fidelidad de los partícipes que son a su vez clientes de esas entidades y la frecuente identificación de los fondos con determinadas instituciones de estos dos grupos financieros. Sin embargo, la participación media, para los FIM, es menor en estos dos grupos que en el resto, mientras que en los FIAMM, la menor participación se da en las cajas de ahorros y en las compañías de seguros.

La denominada desintermediación vinculada, que es una de los principales fuentes del crecimiento de los fondos de inversión, presenta ventajas e inconvenientes, tanto para los partícipes como para las entidades. Para los primeros, supone un activo seguro, líquido y con buena rentabilidad financiero-fiscal a largo plazo. Para las entidades, es un producto de fácil gestión y que permite mantener una relación con el cliente para ofrecerle otros productos. Además, las comisiones cobradas a los fondos son una fuente estable de ingresos para las entidades financieras que no depende de los riesgos típicos de la actividad bancaria. No obstante, una pérdida elevada de pasivos en favor de los fondos puede reducir la rentabilidad de la entidad. Por otro lado, los fondos incentivan a las grandes empresas a colocar sus emisiones de renta fija en ellos.

El crecimiento del negocio en fondos de inversión en relación a la actividad de intermediación tradicional de las entidades de depósito refleja un cambio en los hábitos de los ahorradores. En este sentido, las cajas de ahorros muestran mayor disposición a mantener sus líneas tradicionales de negocio.

A través de los fondos de inversión, los pequeños ahorradores participan más fácilmente en los mercados financieros. Realmente, el desarrollo de los fondos de inversión lo que ha provocado ha sido un cambio en la forma

CONCLUSIONES

de canalizar el ahorro del sector privado hacia la financiación del Sector Público. Por otro lado, una menor disposición de depósitos por parte de las entidades bancarias que afecte a su actividad crediticia puede repercutir de forma negativa en la financiación de las PYMES.

La rigidez fiscal de los fondos en los últimos años ha incidido en el sistema financiero, ya que, para no perder las ventajas fiscales, importantes cantidades de dinero han estado cautivas en este producto. La nueva normativa fiscal, aprobada por el RDL de 7 de junio de 1996, influirá de forma positiva en la eficiencia del sector al facilitar a los partícipes el que puedan cambiar de fondo sin perder por ello determinadas ventajas fiscales, claves en la rentabilidad global de estos instrumentos financieros.

Por otra parte, si se mantiene la tendencia bajista de los tipos de interés, se producirá una moderación en las rentabilidades medias de los FIM de renta fija y de los FIAMM, disminuyendo su atractivo respecto a otros instrumentos financieros alternativos y, además, el crecimiento de este tipo de fondos también será más lento. Debido a esos menores tipos de interés, se espera un mayor crecimiento de los FIM frente a los FIAMM y, en concreto, de los fondos de renta variable, que todavía cuentan con un porcentaje de patrimonio muy reducido en la industria de fondos.

En la competencia por el nuevo ahorro, los fondos se enfrentarán, por una parte, a nuevos competidores, como son los fondos de pensiones que, además de plantearse como una solución a los problemas de financiación del sistema público de pensiones, por su carácter de inversiones a largo plazo, pueden asumir un nivel de riesgo relativamente elevado y superior incluso al de los fondos de inversión y, por otra parte, al previsible mayor dinamismo de los agentes tradicionales, con nuevos instrumentos adaptados a las preferencias de los clientes.

CONCLUSIONES

Hasta el momento, el desarrollo de los fondos no ha favorecido una mayor canalización del ahorro hacia la inversión productiva, ya que los crecientes niveles del Déficit Público han hecho que las inversiones de los fondos se hayan centrado mayoritariamente en activos públicos.

Por último, para que el sistema financiero tenga efectos positivos sobre el crecimiento económico sería necesario crear las condiciones adecuadas, especialmente en el ámbito fiscal y en el componente estructural del Déficit Público, para permitir una mayor canalización del patrimonio de los fondos hacia títulos privados que fortalezcan el crecimiento de la inversión real de las empresas.

Respecto a la política de inversiones, dado que estas instituciones captan recursos del público en general, la CNMV establece unos controles con respecto a la seguridad de las inversiones realizadas y la solvencia de estas entidades. La sociedad gestora, mediante una adecuada selección de valores y diversificación de riesgos, debe proporcionar liquidez, seguridad y rentabilidad a las inversiones realizadas. Por otra parte, la existencia de unos plazos y coeficientes de inversión que hay que respetar en cada tipología de fondos limita el margen de maniobra de estas instituciones.

La CNMV, para velar por los intereses de los partícipes, exige a las sociedades gestoras el cumplimiento de unas obligaciones de información: por una parte, la presentación de documentos a la CNMV y otros organismos oficiales y, por otra, la remisión periódica de información a los partícipes, ya que ésta constituye el único elemento material del que disponen para conocer la política seguida por el fondo. En definitiva, una información pública y precisa sobre el comportamiento de los fondos de inversión contribuye a mejorar la competitividad y eficiencia del sector.

En España, la legislación vigente contempla cuatro tipos de comisiones: gestión, depósito, suscripción y reembolso y

CONCLUSIONES

establece unos límites de aplicación máximos, diferenciando entre FIM y FIAMM. Las comisiones de gestión y depósito, que soporta de forma directa el partícipe, suponen el mayor gasto que afecta a la rentabilidad obtenida por el mismo. La mayoría de fondos aplican una comisión de gestión, en función del patrimonio, que oscila entre el 1,5% y el 1,9%. Por tipos de fondos, los FIM de renta variable son los que aplican mayores comisiones de gestión. En cuanto a la comisión de depósito, aproximadamente el 60% de los FIAMM y el 20% de los FIM aplican el porcentaje máximo autorizado.

Por otra parte, las comisiones de suscripción y reembolso son menos frecuentes. Así, la comisión de suscripción no existe prácticamente en el caso de los FIAMM y son muy pocos los FIM que la aplican. Sin embargo, la comisión de reembolso es cada vez más habitual cuando se trata de un FIM, sobre todo si el partícipe no permanece un cierto tiempo en el fondo.

Respecto a los Fondos Tesoros, las comisiones soportadas por este tipo de fondos suelen ser sensiblemente menores a las de los fondos de inversión libre. Además, no pueden aplicar ninguna comisión de suscripción, pero sí una comisión de reembolso para intentar evitar la especulación.

Las comisiones cobradas por los fondos españoles son superiores a las que se cobran en otros países. No obstante, se aprecia una tendencia a la reducción de las comisiones en busca de una mayor rentabilidad que favorezca su posición competitiva. Algunas gestoras ya han recortado las comisiones de gestión, especialmente en los FIAMM, buscando una mayor rentabilidad final para este tipo de fondos.

Otro aspecto analizado en el trabajo ha sido la calificación de los fondos de inversión como herramienta útil para conocer la calidad crediticia de aquellos fondos con mayor proporción de deuda no gubernamental en sus carteras. La calificación de un fondo, a pesar de los problemas que comporta, es perfectamente viable y pretende mejorar la

información y facilitar la decisión del inversor hacia un fondo concreto. En el proceso, se analiza el fondo en cuestión, la sociedad gestora que lo administra y cualquier aspecto, interno o externo, que pueda resultar significativo en la calificación final. En España, todos los fondos calificados han obtenido la máxima calificación, debido a que la mayor parte de sus inversiones se encuentran materializadas en Deuda Pública.

Dentro del análisis de las características de los FIM en España, destacamos el estudio de la fiscalidad de los fondos de inversión desde el punto de vista del partícipe. Con la entrada en vigor del RDL 7/1996 coexisten dos regímenes diferentes: el aplicable a las variaciones patrimoniales procedentes de la venta de participaciones en fondos adquiridas después del 9/6/1996 y un régimen transitorio para las variaciones patrimoniales derivadas del reembolso de participaciones en fondos adquiridas con anterioridad al 9/6/1996, que favorece a las inversiones con mayor antigüedad acumulada.

El sistema diseñado por la Ley 18/1991, del IRPF, tenía dos inconvenientes: por un lado, reducía tanto los incrementos como las disminuciones de patrimonio e ignoraba el efecto de la inflación y, por otro, incentivaba el estancamiento de las inversiones al objeto de alcanzar la exención fiscal transcurridos 15 años de permanencia en el fondo. Sin embargo, con el nuevo tratamiento fiscal se fomenta la movilidad de las inversiones, suavizando la tributación de las plusvalías y garantizándoles un tipo fijo de gravamen. La sustitución del sistema de coeficientes reductores de las plusvalías por un sistema de coeficientes de actualización y el establecimiento de un tipo fijo de gravamen del 20% para todas las plusvalías netas obtenidas a partir de los dos años y un día de permanencia constituyen las dos novedades básicas del nuevo sistema.

CONCLUSIONES

Pese a las diferentes clasificaciones de los fondos de inversión que existen, en último término, la elección del fondo depende de la estrategia y cultura financiera del inversor y, naturalmente, de los objetivos que pretenda respecto de su situación patrimonial y fiscal.

El continuo desarrollo del sector ha dado lugar a una incesante creación de nuevos tipos de fondos para ajustarse a las cada vez mayores exigencias de los partícipes. Aunque en estos momentos la tipología de fondos de inversión que se comercializa en España es muy amplia, pensamos que las sociedades gestoras seguirán recurriendo a la ingeniería financiera para crear nuevos productos más acordes con la nueva fiscalidad y con el descenso que están experimentando los tipos de interés.

Dentro de esta amplia gama de fondos existente destacan, por su volumen y consolidación, los fondos especializados en Deuda del Estado, los Fondtesoros, que ofrecen una máxima seguridad, y los fondos garantizados, con un notable desarrollo a partir de la segunda mitad de 1995, como respuesta a la crisis que afectó a los mercados financieros durante 1994 y que originó una salida masiva de los partícipes de los fondos FIM de renta fija. En la actualidad, este tipo de fondos está en pleno crecimiento al verse favorecidos por las expectativas bajistas de los tipos de interés.

Tras analizar algunos de los productos alternativos a los FIM, concluimos que los productos de ahorro preferidos por los inversores españoles serán los FIM, junto con los fondos de pensiones y los seguros, mientras que los depósitos y la inversión directa, tanto en renta fija como en renta variable, seguirán una tendencia decreciente. La explicación de estas prioridades de los inversores se justifica por la búsqueda de mayores rentabilidades, la creciente importancia de la fiscalidad y la incertidumbre asociada al futuro de las pensiones públicas.

CONCLUSIONES

Durante varios años, los altos tipos de interés a corto plazo vigentes en el mercado español han permitido que los FIAMM hayan obtenido rentabilidades históricas similares e incluso algo superiores a las de los FIM y, además, con una menor volatilidad y sin comisiones de suscripción y reembolso en la mayoría de los casos.

En la segunda parte de la Tesis hemos profundizado en el estudio de las variables que en los dos últimos años han determinado que, dentro de una misma categoría inversora, unos fondos fuesen más rentables que otros. Para ello, hemos aplicado una metodología basada en dos técnicas estadísticas multivariantes: el análisis discriminante y el modelo logit, obteniendo unos resultados satisfactorios en ambos casos.

Las principales características que distinguen a los fondos rentables de cada categoría son las siguientes:

- Fondos FIAMM

En el año 1994, caracterizado por el mal comportamiento de los mercados, las variables diferenciadoras básicas de los fondos de dinero más rentables son: el cobro de unas menores comisiones de gestión sobre patrimonio, una política inversora más prudente, basada prácticamente en inversiones a corto plazo en Deuda Pública, sujetas a un menor riesgo o volatilidad, y un mayor crecimiento neto de su patrimonio, que nos indica que el patrimonio del fondo ha aumentado no sólo por la rentabilidad de sus inversiones, sino también por la captación de recursos adicionales.

Por otra parte, en el año 1995, caracterizado por un comportamiento normal de los mercados, las variables básicas que clasifican a un fondo de dinero como fondo rentable son: el cobro de una menor comisión de gestión sobre patrimonio y de una menor comisión de depósito, una política inversora en la cual se asuman ciertos riesgos, como demuestra la mayor presencia de fondos públicos adquiridos en firme en su

CONCLUSIONES

cartera, y un crecimiento neto del patrimonio del fondo positivo.

- Fondos FIM de renta fija

En 1994, la volatilidad que asumieron, en media, los FIM de renta fija rentables frente a los no rentables fue menor, lo que demuestra que los fondos de esta categoría inversora que resultaron ser rentables optaron por llevar a cabo políticas inversoras sujetas a un menor riesgo y muchas veces más propias de un FIAMM que de un FIM. Además, la liquidez de estos fondos se sitúa bastante por encima del mínimo exigido legalmente y, muy probablemente, con una retribución aceptable en espera de mejores oportunidades de inversión. Otro aspecto que caracteriza a los fondos rentables es la adquisición de activos públicos temporalmente en busca de una mayor seguridad, mientras que los fondos que resultaron ser no rentables optaron más por las adquisiciones en firme de títulos públicos.

Sin embargo, en 1995, los FIM de renta fija rentables se caracterizaron por tener un alto porcentaje de sus carteras materializado en fondos públicos, mientras que la parte de su patrimonio invertida en adquisiciones temporales de activos era menor. En general, los fondos rentables tenían carteras con mayores duraciones asumiendo, en consecuencia, un mayor riesgo de variación en los tipos de interés. Por último, otro aspecto que los distingue de los fondos no rentables es el cobro de menores comisiones de gestión.

- Fondos FIM de renta fija mixta

En 1994, los fondos que resultan ser rentables dentro de esta categoría inversora fueron aquéllos que demostraron una mayor prudencia a la hora de asumir riesgos, como bien refleja la menor volatilidad que presentaron. La mayor parte de sus inversiones se centran en títulos de renta fija. Además, el porcentaje del patrimonio que estos fondos colocan en el

mercado de acciones es menor, mientras que el porcentaje de patrimonio materializado en adquisiciones temporales de activos resulta ser muy superior. Por otra parte, el crecimiento neto en el patrimonio de los FIM de renta fija rentables resulta ser mayor que en los fondos no rentables, por lo que pensamos que la captación neta de recursos por parte de estos fondos también incidió favorablemente en la rentabilidad obtenida por los mismos.

En 1995, los fondos rentables, en general, se caracterizaron por estar administrados por sociedades gestoras vinculadas a entidades pertenecientes al grupo financiero integrado por los bancos y las cajas de ahorros y por tener un mayor porcentaje de su patrimonio invertido en fondos públicos. Por otra parte, como ya ocurrió en 1994, los fondos de renta fija mixta rentables en 1995 se distinguen de los no rentables por un crecimiento neto positivo de su patrimonio fruto de la captación de nuevos recursos.

- Fondos FIM de renta variable mixta

En 1994, el mal comportamiento generalizado de los mercados financieros, tanto de renta fija como de renta variable, incidió negativamente en las rentabilidades de estos fondos. Ante esta situación, los fondos que resultaron ser más rentables fueron aquéllos que practicaron una política inversora más prudente. Por otro lado, la mayor parte de los FIM de renta variable mixta no rentables estaban gestionados por entidades gestoras vinculadas a bancos y cajas de ahorros.

En 1995, el aspecto básico que diferencia a los FIM de renta variable mixta rentables de los no rentables es el cobro de una comisión de depósito muy inferior a la aplicada en los fondos no rentables. Además, el porcentaje de patrimonio materializado en adquisiciones temporales de activos es menor en los fondos rentables. Por último, los fondos que resultan rentables tienen un mayor poder de mercado dentro del sector, medido éste en términos de patrimonio administrado.

- Fondos FIM de renta variable

Los FIM de renta variable, por definición, asumen posiciones más arriesgadas en el mercado, ya que buena parte de sus inversiones se dirigen hacia la Bolsa. Ante la coyuntura desfavorable de los mercados en 1994, los fondos de esta categoría que asumieron mayores riesgos consiguieron rentabilidades inferiores a las obtenidas por los fondos más conservadores. En los análisis realizados para los FIM de renta variable en 1994, con el objetivo de buscar las variables que mejor separan a los fondos rentables de los no rentables, únicamente resulta significativa la variable referente a la volatilidad.

En 1995, el poder de mercado que tiene un fondo, medido en términos del patrimonio administrado por el mismo, es la variable que con mayor fuerza diferencia a los FIM de renta variable rentables de los no rentables. Por tanto, el tamaño de un fondo de renta variable condiciona la rentabilidad que obtiene ese fondo. En concreto, durante 1995, los fondos de esta categoría que resultaron ser rentables se caracterizaban por una mayor cuota de mercado, en términos de patrimonio gestionado, dentro del sector.

Una de las condiciones impuestas al seleccionar los fondos de la muestra era que éstos tuviesen como máximo un 25% de su cartera invertida en mercados exteriores. Así, aunque la inversión de los fondos españoles en los mercados exteriores, en general, es muy reducida, los FIM de renta variable rentables en 1995 se caracterizaron por tener un porcentaje de la cartera invertido en el exterior muy inferior a los fondos no rentables.

Una vez analizados los factores que mejor explican la rentabilidad de los fondos en cada categoría inversora, en la última parte de esta Tesis Doctoral hemos realizado una valoración de la gestión de los fondos españoles en el trienio 1993-1995 mediante medidas de evaluación de la *performance*.

Para evaluar correctamente la gestión de los fondos de inversión en España en un período determinado, no es suficiente con conocer cuál ha sido la rentabilidad de cada fondo para ese período, sino que resulta necesario considerar simultáneamente el binomio rentabilidad-riesgo de sus carteras. Además, es conveniente diferenciar los fondos según su vocación inversora, para hacer más real la comparación de los fondos entre sí y, también, respecto a una cartera de referencia que represente adecuadamente al mercado potencial de ese grupo de fondos. Sin embargo, dado que los fondos en muchas ocasiones no son fieles a sus objetivos de inversión, la elección de una cartera de referencia apropiada no resulta fácil.

Los índices clásicos de evaluación de la *performance* de las carteras de inversión, en ocasiones, proporcionan clasificaciones inconsistentes desde un punto de vista financiero. Así, cuando coyunturalmente, como ha ocurrido en el período analizado para el caso español, la rentabilidad media obtenida por los fondos ha sido inferior a la del activo libre de riesgo, sobre todo en el caso de los FIAMM, las medidas clásicas de *performance* pueden dar lugar a inconsistencias.

Para solucionar estos problemas, en FERRUZ y SARTO (1993), partiendo de la idea de que cuanto mayor sea la rentabilidad de una cartera y menor sea su nivel de riesgo, mayor debe ser su *performance*, se propone una medida alternativa de *performance* que resulta coherente desde un punto de vista financiero. Esta medida de coherencia relativa, denominada *Producto Pérdida-Riesgo*, pretende resolver las incoherencias a que dan lugar la aplicación de los índices de Sharpe y Treynor cuando la rentabilidad de la cartera analizada, en un período dado, es inferior a la rentabilidad del activo libre de riesgo

Las diferentes medidas de *performance* estudiadas difieren en el tipo de riesgo considerado en las mismas, el riesgo

CONCLUSIONES

total o el riesgo sistemático, en la forma de combinar rentabilidad y riesgo en una única medida y en la inclusión o no de la cartera de mercado en dicha medida.

En el trabajo hemos estudiado la *performance* de 141 fondos de inversión a partir de sus valores liquidativos correspondientes a cada viernes, para el período 1993-1995, diferenciando tres grupos de fondos: el primero formado por 38 FIAMM, un segundo integrado por 65 FIM de renta fija y, por último, un grupo donde se incluyen 38 fondos FIM mixtos y de renta variable. Como medida de la rentabilidad de un fondo hemos utilizado su rentabilidad media semanal en términos brutos, al objeto de poder comparar la gestión de los fondos con los índices de referencia apropiados para cada clase de fondo y que no tienen en cuenta ningún tipo de comisiones y gastos, y como medida de riesgo, la desviación típica de la rentabilidad. Los índices de referencia utilizados han sido los siguientes: los índices AFI, como referencia para los FIAMM y los FIM de renta fija, y el índice IBEX-35, como referencia para los fondos mixtos y de renta variable.

En el análisis e interpretación de las clasificaciones obtenidas a partir de las medidas de *performance* aplicadas nos hemos centrado, fundamentalmente, en el estudio de tres aspectos: comprobar si el porcentaje de fondos que en cada categoría inversora batían a la cartera de referencia es o no relevante, comparar el comportamiento de los fondos gestionados por entidades independientes con el de aquellos otros administrados por sociedades gestoras vinculadas a entidades del grupo financiero formado por los bancos y las cajas de ahorros y, por último, contrastar el posible efecto tamaño en los fondos españoles.

Las conclusiones más relevantes obtenidas a partir del análisis de *performance* de los fondos españoles pueden resumirse de la siguiente forma:

- Fondos FIAMM

Para el período estudiado, el inversor en fondos FIAMM españoles ha obtenido una rentabilidad media semanal bruta menor a la que habría conseguido si hubiese invertido en la cartera AFI FIAMM de referencia. Así, en 37 de los 38 FIAMM analizados, la rentabilidad media semanal bruta ha sido inferior a la del índice AFI FIAMM. Además, la rentabilidad media semanal bruta de 16 fondos ha sido menor que la del activo libre de riesgo en ese período. Por otra parte, únicamente la desviación típica de un fondo ha sido mayor que la desviación típica del índice AFI FIAMM y las betas de los fondos analizados se sitúan entre 0,17 y 0,42. Estas cifras ponen de manifiesto una actitud marcadamente conservadora de los fondos de dinero en el período estudiado, centrada básicamente en inversiones a muy corto plazo.

Las clasificaciones de los FIAMM ofrecidas por las tres medidas clásicas de evaluación de la performance aplicadas en el estudio muestran una correlación casi perfecta. Sin embargo, cuando comparamos la performance de los fondos con la de la cartera AFI FIAMM de referencia, el número de fondos que se comportan mejor que el mercado cambia sustancialmente según la medida utilizada.

Así, cuando valoramos la performance de los fondos según el índice de Sharpe, únicamente el 23,7% de los fondos estudiados se comporta mejor que la cartera AFI FIAMM. Sin embargo, si utilizamos el índice de Treynor o el índice de Jensen, que consideran solamente el riesgo sistemático de las carteras, el porcentaje de fondos FIAMM de la muestra que se comportan mejor que la cartera AFI FIAMM de referencia se eleva al 47,4%. Según este resultado, aunque podemos calificar como bastante aceptable la gestión general de los FIAMM en el período estudiado, la elección adecuada de un fondo dentro de esta categoría inversora es importante.

CONCLUSIONES

Atendiendo al índice de Sharpe, únicamente el 16,6% de los fondos independientes y el 25% de los fondos bancarios baten a la cartera AFI FIAMM, mientras que cuando utilizamos el índice de Treynor, estos porcentajes son del 50% y del 46,8% respectivamente. Según este resultado, en general, parece ser que el riesgo específico de los fondos independientes es superior al de los fondos bancarios de la muestra. Por otro lado, en esta categoría inversora, los Fondtesoros demuestran comportarse algo mejor que los fondos de inversión libre. Así, según el índice de Sharpe, el 37,5% de los Fondtesoros FIAMM baten al mercado, mientras que ese porcentaje se reduce al 20% en el caso de los fondos FIAMM de inversión libre. Si nos basamos en el índice de Treynor, la mitad de los Fondtesoros FIAMM estudiados y algo más del 46% de los FIAMM de inversión libre, se comportan mejor que el mercado de referencia.

En el análisis del posible efecto tamaño en la *performance* de los FIAMM, hemos encontrado una correlación positiva y significativa entre la *performance* de los fondos y el tamaño de los mismos, medido éste en términos de patrimonio gestionado. Esta correlación positiva se produce con independencia de la medida de *performance* utilizada, por lo que podemos afirmar que los fondos FIAMM españoles de mayor tamaño obtienen una mejor *performance*.

- Fondos FIM de renta fija

En la categoría de FIM de renta fija, el 40% de los fondos analizados ha obtenido una rentabilidad media semanal bruta inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo para ese mismo período. Además, únicamente 3 fondos han superado en rentabilidad al índice AFI FIM de referencia en ese intervalo de tiempo. En cuanto al riesgo total, sólo el 24,6% de los fondos estudiados ha tenido una mayor desviación típica que el índice de referencia, y en cuanto al riesgo sistemático, en el 59,5% de los fondos investigados el coeficiente beta es inferior a 0,5. Estos resultados reflejan

CONCLUSIONES

claramente la política conservadora seguida por los FIM de renta fija en el período analizado y que, en ocasiones, ha sido más propia de fondos tipo FIAMM que de fondos tipo FIM.

Las ordenaciones de los fondos FIM de renta fija ofrecidas por las tres medidas clásicas de evaluación de la *performance* utilizadas en la investigación presentan una concordancia bastante elevada. No obstante, si analizamos la *performance* de los fondos en relación a su mercado de referencia representado por la cartera AFI FIM, según la medida utilizada, el número de fondos que bate al mercado varía notablemente.

Si evaluamos la *performance* de los fondos mediante el índice de Sharpe, que considera el riesgo total de las carteras, únicamente el 4,6% de los fondos estudiados se comporta mejor que el AFI FIM de referencia. Por otro lado, si utilizamos el índice de Treynor o el índice de Jensen, que tienen en cuenta solamente el riesgo sistemático de las carteras, el porcentaje de fondos FIM de renta fija de la muestra que se comportan mejor que la cartera AFI FIM sube hasta el 15,4%. Como puede deducirse de estas cifras, en el trienio 1993-1995, los FIM de renta fija estudiados han sido gestionados de una manera muy poco acertada.

Por grupos financieros, 2 de los 3 fondos que, en base a la medida de Sharpe, han batido en este período al índice AFI FIM son fondos bancarios, y por tipos de fondos, también dos de ellos son Fondtesoros FIM. Ateniéndonos a las medidas de Treynor y Jensen, el porcentaje de fondos bancarios y de fondos independientes que se comportan mejor que la cartera AFI FIM es similar. Por otro lado, según estos dos índices de *performance*, la gestión de los Fondtesoros parece más acertada que la de los FIM de renta fija de inversión libre, ya que el 36,4% de los Fondtesoros se comporta mejor que el mercado, porcentaje que se reduce al 11,5% en el caso de los fondos de inversión libre.

Por último, a diferencia de lo que sucede con los FIAMM, en la *performance* de los FIM de renta fija no hemos detectado la existencia de un efecto tamaño. La relación inversa que encontramos entre la *performance* y el tamaño de los fondos, en términos de patrimonio gestionado, no resulta ser significativa.

- Fondos FIM mixtos y de renta variable

El último conjunto de fondos analizado ha sido el formado por 38 fondos de renta variable y mixtos. De ellos, pese a ser fondos en teoría más agresivos, el 15,8% no han conseguido superar la rentabilidad del activo libre de riesgo en el período investigado, y sólo el 21% de los fondos, han batido la rentabilidad obtenida por el IBEX-35 en ese período. En cuanto al riesgo, ninguno de los 38 fondos ha tenido una mayor desviación típica que la mostrada por el IBEX-35 y, además, el 68,4% de los fondos de la muestra tiene un coeficiente beta inferior a 0,5. Por tanto, también en este grupo de fondos se pone de manifiesto el carácter conservador de los fondos de inversión españoles.

La correlación que muestran las clasificaciones ofrecidas por los tres índices clásicos de evaluación de la *performance* es superior a 0,9 en todos los casos. Por tanto, se cual sea la medida utilizada, la preferencia entre los fondos según su calidad en la gestión prácticamente coincide.

Cuando evaluamos la *performance* de los fondos a través de las medidas de Treynor y Jensen, el 57,9% de los fondos se comportan mejor que el IBEX-35, mientras que si utilizamos la medida de Sharpe el porcentaje de fondos mixtos y de renta variable que baten al índice IBEX-35 es del 50%. En definitiva, la gestión de los FIM mixtos y de renta variable de la muestra en el trienio 1993-1995 ha sido aceptable, tanto si consideramos sólo el riesgo sistemático, como si nos basamos en el riesgo total de las carteras de los fondos.

CONCLUSIONES

Por grupos financieros, dado que el porcentaje de fondos bancarios y el porcentaje de fondos independientes que baten al IBEX-35 en el período estudiado es muy parecido, con independencia de la medida de *performance* que consideremos, no podemos pronunciarnos acerca de la existencia de diferencias en la gestión de los fondos según el grupo financiero al que esté vinculado la sociedad gestora del fondo.

En los FIM mixtos y de renta variable, tampoco se produce un efecto tamaño en el intervalo de tiempo investigado, ya que no encontramos una relación significativa entre la *performance* obtenida por los fondos y el patrimonio gestionado por los mismos.

Una vez aplicadas las medidas clásicas de evaluación de la *performance* a cada uno de los tres grupos de fondos establecidos, según su vocación inversora, y comprobada la existencia de incoherencias de carácter financiero en las ordenaciones de aquellos fondos para los cuales el índice de Sharpe y el índice de Treynor toman valores negativos, hemos utilizado la medida *Producto Pérdida-Riesgo* para jerarquizar los fondos afectados por esta problemática. De este modo, hemos obtenido clasificaciones en las cuales no se detecta ninguna inconsistencia de carácter financiero.

Por último, utilizando como medida de *performance* el índice de Jensen, hemos realizado un análisis de persistencia para determinar si los resultados obtenidos por los fondos obedecen a una buena gestión o simplemente son producto del azar. En general, no hemos apreciado una persistencia clara en los resultados de los fondos españoles, aunque sí parece existir un cierto componente de persistencia en el caso de los fondos FIAMM.

Para concluir nos gustaría señalar que, aunque las medidas de *performance* consideran la rentabilidad y el riesgo de una cartera conjuntamente, dependiendo del tipo de riesgo

CONCLUSIONES

que incluyamos en la medida, de la manera en que combinemos rentabilidad y riesgo en la misma y de la forma en que comparemos los resultados de las carteras con los del mercado, las medidas de *performance* pueden clasificar de forma distinta a una misma cartera como ya se ha puesto de manifiesto.

En líneas generales, podemos afirmar que existe un comportamiento prudente caracterizado por una escasa agresividad en la gestión de los FIM y FIAMM españoles. En el período investigado, muchos gestores han puesto en práctica políticas de inversión más conservadoras que las que corresponderían a los objetivos propios del fondo, sobre todo en el caso de una buena parte de los FIAMM y FIM de renta fija, para asegurar de este modo una rentabilidad financiera determinada que, junto con las ventajas de carácter fiscal, hace que el partícipe obtenga una buena combinación rentabilidad-seguridad, difícil de lograr con otro tipo de inversión-ahorro.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADMATI, A., BHATTACHARYA, S., PFLEIDERER, P. y ROSS, S. (1986): «On Timing and Selectivity», *Journal of Finance*, 41, pp. 715-730.
- ADMATI, A. y ROSS, S. (1985): «Measuring Investment Performance in a Rational Expectations Equilibrium Model», *Journal of Business*, 58, pp. 1-26.
- ALEXANDER, G. y FRANCIS, J. (1986): *Portfolio Analysis*. Prentice-Hall Englewood Cliffs. New Jersey.
- ALONSO CELORRIO, M. (1996): «Los Fondos de Inversión Garantizados en el Mercado Español», *Actualidad Financiera, Monográfico sobre los Mercados Financieros*, tercer trimestre, pp. 31-39.
- ALTMAN, E. (1968): «Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *Journal of Finance*, 23, 4, septiembre, pp. 589-609.
- ALTMAN, E. (1993): *Corporate Financial Distress and Bankruptcy a Complete Guide to predicting and Avoiding Distress and Profiting From Bankruptcy*. John Wiley & Sons. Nueva York.
- ÁLVAREZ, J. (1994): *Análisis de los Fondos de Inversión de Renta Fija en España*. Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), Documento de trabajo n° 9422.
- ÁLVAREZ, J. (1995): «Análisis de los Fondos de Inversión de Renta Fija en España», *Investigaciones Económicas*, 19, 3, septiembre, pp. 475-488.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1994): «El Concepto de Duración en la Gestión de Carteras de Renta Fija», febrero-marzo, pp. 49-56.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1994): «El Concepto de Convexidad en la Gestión de Carteras de Renta Fija», abril-mayo, pp. 37-43.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1994): «La Gestión de Carteras de Renta Fija Orientadas a un Objetivo», agosto-septiembre, pp. 5-26.
- ANDREU, J.M. (1992): «Desviación de Dinero a los Fondos y su Eventual Reciclaje», *Boletín Económico ICE*, 2324, mayo, pp. 1511-1514.
- ARASA, C. (1993): «Sobre el Significado del Crecimiento de los Fondos de Inversión», *Boletín Económico ICE*, 2384, pp. 2613-2615.
- ARGUEDAS, R. y NOGUERAS, M.T. (1996): «Balance de los Fondos de Inversión a Comienzos de 1996», *Actualidad Financiera*, 11, septiembre, pp. 991-998.
- AZCOITIA, G. y BORQUE, J. (1991): «La Actitud del Ahorrador Particular Frente a las Distintas Opciones de Inversión Colectiva», *Papeles de Economía Española, Suplemento Sobre el Sistema Financiero*, 35, pp. 7-14.
- BAILEY, J.V. (1992): «Evaluating Benchmark Quality», *Financial Analysts Journal*, 48, 3, mayo-junio, pp. 33-39.
- BANCO DE ESPAÑA: *Boletín Estadístico*: años 1990 a 1995.
- BAUMOL W.J. y otros (1990): *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition versus Regulation*. Kluwer Academic Publishers, Boston.
- BEAVER, W.H. (1966): «Financial Ratios as Predictors of Failure», *Journal of Accounting Research*, 4, Suplemento, pp. 71-111.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BEAVER, W.H. (1968): «Market Prices, Financial Ratios and the Prediction of Failure», *Journal of Accounting Research*, autumn, pp. 179-199.
- BELTRÁN TELLO, H. (1993): *Fondos de Inversión. Guía del Inversor*. Recoletos CIA.
- BHATTACHARYA, S. y PFLEIDERER, P. (1983): A Note on Performance Evaluation. Working paper, 714, october, Stanford University.
- BLAKE, C.R., ELTON, E.J. y GRUBER, M.J. (1993): «The Performance of Bond Mutual Funds», *The Journal of Business*, 66, 3, julio, pp. 371-403.
- BLANCO, F. y FERRANDO, M. (1996): *Dirección Financiera de la Empresa. Inversiones*. Pirámide. Madrid.
- BLUM, M. (1974): «Failing Company Discriminant Analysis», *Journal of Accounting Research*, spring, pp. 1-25.
- BOGLE, J.C. (1992): «Selecting Equity Mutual Funds», *Journal of Portfolio Management*, 18, 2, winter, pp. 94-100.
- BOIXADOS, A. (1991): «La Inversión Colectiva: una Asignatura Pendiente», *Papeles de Economía Española, Suplemento Sobre el Sistema Financiero*, 35, pp. 141-163.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (1994): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. (4ª Edición). McGraw-Hill Interamericana de España, S.A.
- BROWN, S. y otros (1992): «Survivorship Bias in Performance Studies», *Review of Financial Studies*, 5, 4, pp. 553-580.
- BROWN, S. y GOETZMAN, W. (1995): *Mutual Fund Styles*. Western Finance Association.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BROWN, S. y GOETZMAN, W. (1995): «Performance Persistence», *Journal of Finance*, 50, junio, pp. 679-698.
- CABELLO MEDINA, C. (1992): «Los Fondos de Inversión», *Actualidad Financiera*, 31, pp. 549-561.
- CACHÓN BLANCO, J.E. (1993): *Cien Preguntas Sobre la Bolsa de Valores*. Actualidad Editorial, S.A.
- CARBAJO, D. (1991): «La Nueva Fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva», *Impuestos: Revista de Doctrina, Legislación y Jurisprudencia*, abril.
- CARRASCOSA, A. (1993): «Las Sociedades y los Fondos de Inversión Inmobiliaria. Características Financieras, Regulación y Algunos Efectos Sobre el Mercado Inmobiliario», *Boletín Económico ICE*, 2367, mayo, pp. 1181-1186.
- CASADO, J. y MARTÍNEZ L.J. (1992): *Conocer los Fondos de Inversión*. Eada Gestión. Barcelona.
- CASTELLÓN LEAL, J.M*. (1992): «Mecanismos de Gestión de Patrimonios a través de Fondos de Inversión», *Dirección y Progreso*, 126, pp. 40-44.
- CHARLTON, M. y PRESCOTT, C. (1993): «Las Agencias de Calificación: su Desarrollo y su Contribución a los Mercados Financieros», *Papeles de Economía Española*, 54, pp. 268-285.
- CHESSER, D.L. (1974): «Predicting Loan Noncompliance», *The Journal of Commercial Bank Lending*, august, pp. 28-38.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: Informe Sobre Instituciones de Inversión Colectiva, *Publicación Trimestral*: años 1989 a 1995.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: *Informes Anuales*: años 1989 a 1995.

- CONNOR, G. y KORAJCZYK, R. (1986): «Performance Measurement with the Arbitrage Pricing Theory: A new Framework for Analysis», *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 373-394.
- CONNOR, G. y KORAJCZYK, R. (1991): «The Attributes, Behavior and Performance of U.S. Mutual Funds», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1, pp. 5-26.
- CONTRERAS, C. (1991): «Las Entidades de Crédito Ante la Popularización de la Inversión Colectiva», *Papeles de Economía Española, Suplemento Sobre el Sistema Financiero*, 35, pp. 30-43.
- CONTRERAS, C. (1993): «Un Balance de la Guerra de los Fondos de Inversión», *Papeles de Economía Española*, 54, pp. 246-266.
- CONTRERAS, C. (1996): «Vehículos de Inversión Garantizados: Introducción a una Controversia», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, pp. 75-88.
- COOPERS & LYBRAND (1996): *Nuevas Medidas Fiscales y de Incentivación de la Economía*. Edición Especial de Expansión. Recoletos, S.A. Madrid.
- COPELAND, T., WESTON, J. (1983): *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley.
- CORNELL, B. (1979): «Asymmetric Information and Portfolio Performance Measurement», *Journal of Financial Economics*, 7, pp. 381-391.
- CUADRAS, C.M. (1981): *Métodos de Análisis Multivariante*. EUNIBAR. Barcelona.
- CUERVO, A. (1994): *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Civitas. Madrid.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CUERVO, A., RODRÍGUEZ, L., PAREJO, J. y CALVO, A. (1995): *Manual de Sistema Financiero Español*. (8ª Edición). Ariel. Barcelona.
- DALLAS, G. (1993): «Las Agencias de Calificación y el Mercado de Renta Fija», *Papeles de Economía Española*, 54, pp. 286-295.
- DE VERA SANTANA, F.L. (1996): «Mercado Competitivo y Fondos de Inversión», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, pp. 29-49.
- DE LA TORRE, A. y SACRISTÁN, M. (1994): «Cobertura del Riesgo en Fondos de Inversión», *Actualidad Financiera*, 3, pp. 57-68.
- DE PABLO, A. y FERRUZ, L. (1996): *Finanzas de Empresa*. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.
- DE RODA, F. (1991): «Las Instituciones de Inversión Colectiva en España», *Papeles de Economía Española*, 49, pp. 158-168.
- DEAKIN, E.B. (1972): «A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure», *Journal of Accounting Research*, 10, 1, pp.167-179.
- DEAKIN, E.B. (1976): «Distribution of Financial Ratio: Some Empirical Evidence», *The Accounting Review*, january, pp. 90-96.
- DÍEZ, L. y MASCAREÑAS, J. (1994): *Ingeniería Financiera*. (2ª Edición). McGraw-Hill. Madrid.
- DYBVIG, P. y ROSS, S. (1985a): «Differential Information and Performance Measurement Using a Security Market Line», *Journal of Finance*, 40, pp. 383-399.

- DYBVIG, P. y ROSS, S. (1985b): «The Analytics of Performance Measurement Using a Security Market Line», *Journal of Finance*, 40, pp. 401-416.
- EDMISTER, R. (1972): «An Empirical Test of Financial Ratio Analysis For Small Business Failure Prediction», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7, marzo, pp. 1477-1493.
- EISENBEIS, R.A. (1977): «Pitfalls in the Application of Discriminant Analysis in Business, Finance and Economics», *Journal of Finance*, 32, 3, pp. 875-900.
- ELTON, E.J. y GRUBER, M.J. (1991): «Differential Information and Timing Ability», *Journal of Banking and Finance*, 15, pp. 117-131.
- ELTON, E.J. y GRUBER, M.J. (1995): *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. (5ª Edición). Hardback Edition at Paperback Price.
- ELTON, E.J., GRUBER, M.J. y BLAKE, C.R. (1996): «The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance», *Journal of Business*, 66, 2, pp. 133-157.
- ESTEBAN PAÚL, A. (1996): «Régimen Fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, pp. 89-100.
- EUN, C.S., KOLODNY, R. y RESNICK, B.G. (1993): «Los Fondos de Inversión Internacionales con Base en EE.UU. Evaluación de Resultados», *Análisis Financiero*, 59, pp. 8-17.
- EZQUIAGA, I. y KNOP, R. (1994): «Los Indices de Renta Fija y su Utilización en la Gestión de Carteras: los Indices AFI», *Análisis Financiero*, 62, pp. 22-37.
- FABOZZI, F. (1995): *Investment Management*. Prentice-Hall International Editions.

- FAMA, E.F. (1972): «Components of Investment Performance», *Journal of Finance*, 27, 3, junio, pp. 551-567.
- FANJUL, O. y MARAVALL, F. (1985): *La Eficiencia del Sistema Bancario Español*. Alianza Editorial. Madrid.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I. (1994): *Introducción a las Finanzas*. Civitas. Madrid.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. y otros (1992): *Dirección Financiera de la Empresa*. Pirámide. Madrid.
- FERNÁNDEZ DE LARRINOVA, J.R. (1996): «Consideraciones Sobre el Presente y el Futuro de los Fondos de Inversión en España», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, pp. 101-111.
- FERNÁNDEZ RAÑADA, P. (1985): «Las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Las Instituciones de Inversión Colectiva», *Papeles de Economía Española, Suplementos Sobre el Sistema Financiero*, 12, pp. 7-24.
- FERRUZ, L., SARTO, J.L. y MARCO, J.V. (1996): «FIM vs FIAMM en Contexto de Variaciones de los Tipos de Interés», *Actualidad Financiera*, 7, pp. 673-680.
- FERRUZ, L. y SARTO, J.L. (1993): «Medida de la Eficacia de la Gestión de los Planes de Pensiones en España, 1989-1991», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 22, 74, enero-marzo, pp. 105-131.
- FERRUZ, L. y SARTO, J.L. (1995): «Medidas Alternativas de Performance de Carteras: Una Aplicación Empírica». En: *Contabilidad y Finanzas para la toma de decisiones*, Libro Homenaje a Federico Leach. Ed. Broto Rubio, pp. 569-579.
- FISHER, R.A. (1936): «The Use of Multiple Measurements in Taxonomic Problems», *Annals of Eugenics*, 7, pp. 179-188.

- FISHER, D.E. y JORDAN, R.J. (1995): *Security Analysis & Portfolio Management*. (6ª Edición). Prentice-Hall International Editions.
- FRANCIS, J. y ARCHER, S.H. (1977): *Análisis y Gestión de Carteras de Valores*. Ediciones ICE. Madrid.
- FRANCIS, J. (1993): *Management of Investments*. (3ª edición). McGraw-Hill. Nueva York.
- FRENCH, D.W. y HENDERSON, G.V. (1992): «¿Calidad de las Medidas de Gestión de Carteras?», *Análisis Financiero*, 57, pp. 56-61.
- GALÁN, F. (1995): Efectividad de los FIM en la Bolsa de Madrid. 1993, *III Foro de Finanzas*, Bilbao, 30 de noviembre y 1 de diciembre, pp. 1119-1150.
- GARCÍA CALLE, J.A. (1993): «Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva, de Fondos de Pensiones y de Carteras (I)», *Actualidad Financiera*, 30, julio, págs. 555-571.
- GARCÍA CALLE, J.A. (1993): «Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva, de Fondos de Pensiones y de Carteras (II)», *Actualidad Financiera*, 31, septiembre, pp. 585-600.
- GARCÍA VAQUERO, V. (1991): *La Inversión Colectiva y los Agregados Monetarios*. Banco de España. Documento Interno EC/1991/59, septiembre.
- GARCÍA VAQUERO, V. (1991): «Los Fondos de Inversión en España», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre, pp. 35-50.
- GARCÍA VAQUERO, V. (1992): *Los Fondos de Inversión en España*. Banco de España. Documento de trabajo, nº 9202.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- GARCÍA VAQUERO, V. (1995): «La Fiscalidad de los Activos y el Desarrollo de los Mercados Financieros», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo, pp. 47-59.
- GARCÍA VAQUERO, V. y MAZA, L.A. (1994): «Evolución y Perspectivas de los Fondos de Inversión: 1991-1993», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo, pp. 15-29.
- GARRIDO, I. (1991): «Las Cuentas Directas y los Fondos de Inversión Fondtesoro en la Política de la Deuda del Estado», *Papeles de Economía Española, Suplementos Sobre el Sistema Financiero*, 35, pp. 15-29.
- GENEROSO, M.F., DOPAZO, M.P., ORTEGA, M.D., MUÑOZ, M.J. y MUÑOZ, A. (1992): *Fondos de Inversión Mobiliarios e Inmobiliarios*. Editorial Edigener. Madrid.
- GIL, É. (1990): «Los Fondos de Inversión Fondtesoros: Una Nueva Forma de Invertir en Deuda Pública», *Actualidad Financiera*, 36, octubre, pp. 2204-2215.
- GÓMEZ BEZARES, F. (1993): *Gestión de Carteras*. Desclée de Brouwer. Bilbao.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M. (1995): «Los Fondos de Inversión y sus Implicaciones para las Entidades de Crédito», *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto, pp. 69-86.
- GRINBLATT, M. (1986): «How to Evaluate a Portfolio Manager», *Journal of Financial Markets and Portfolio Management*, 1, 2, pp. 97-112.
- GRINBLATT, M. y TITMAN, S. (1989a): «Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings», *Journal of Business*, 62, 3, july, pp. 393-416.
- GRINBLATT, M. y TITMAN, S. (1989b): «Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Insights», *Review of Financial Studies*, 2, 3, november, pp. 393-421.

- GRINBLATT, M. y TITMAN, S. (1992): «The Persistence of Mutual Fund Performance», *Journal of Finance*, 47, 5, december, pp. 1977-1984.
- GRINBLATT, M. y TITMAN, S. (1993): «Performance Measurement Without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns», *Journal of Business*, 66, 1, pp. 47-68.
- GRINBLATT, M. y TITMAN, S. (1994): «A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 3, september, pp. 419-444.
- GUAL, J. (1994): *La Racionalización del Sector Bancario en España*. Fundación BBV. Colección Documenta.
- GUDIKUNST, A. y MCCARTHY, J. (1992): «Determinants of Bond Mutual Fund Performance», *The Journal of Fixed Income*, pp. 95-101.
- GUJARATI, D.N. (1993): *Econometría*. (2ª Edición). McGraw-Hill.
- HASLEM, J.A. y LONGBRAKE, W.A. (1971): «A Discriminant Analysis of Commercial Bank Profitability», *The Quarterly Review of Economics and Business*, pp. 39-46.
- HAUGEN, R.A. (1993): *Modern Investment Theory*. (3ª Edición). Prentice-Hall International Editions.
- HENDRICKS, D., PATEL, J. y ZECKHAUSER, R. (1993): «Manos Calientes en los Fondos de Inversión: La Persistencia de los Resultados, 1974-87», *Análisis Financiero*, 59, pp. 18-44.
- HENRIKSSON, R. y MERTON, R. (1981): «On Market Timing and Investment Performance: Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills», *Journal of Business*, 54, 4, pp. 513-533.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- HENRIKSSON, R. (1984): «Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation», *Journal of Business*, 57, 1, pp. 73-96.
- HERNÁNDEZ, A. (1995): «La Utilización de los Instrumentos Derivados por las Instituciones de Inversión Colectiva», *Boletín Económico ICE*, 2476, pp. 33-35.
- HULL, J. (1989): *Options, futures, and other derivative securities*. Prentice-Hall International Editions.
- INVERCO: *Estadísticas de la Federación Europea de Instituciones de Inversión Colectiva: años 1992 a 1995*.
- IPPOLITO, R. (1989): «Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance», *The Quarterly Journal of Economics*, 104, 1, pp. 1-23.
- JAGANNATHAN, R. y KORAJCZYK, R. (1986): «Assessing the Market Timing Performance of Managed Portfolios», *Journal of Business*, 59, 2, pp. 217-235.
- JENSEN, M.C. (1968): «The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964», *Journal of Finance*, 23, 2, mayo, pp. 389-416.
- JENSEN, M.C. (1969): «Risk, the Pricing of Capital Assets and the Evaluation of Investment Portfolios», *Journal of Business*, 42, abril, pp. 167-247.
- JENSEN, M.C. (1972): «Optimal Utilization of Market Forecasts and the Evaluation of Investment Portfolio Performance». En: Szego, G. y Shell, K.: *Mathematical Methods in Investment and Finance*. Amsterdam: North Holland, pp. 310-335.
- JOY, O.M. y TOLLEFSON, O.M. (1975): «On the Financial Applications of Discriminant Analysis», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14, pp. 573-593.

- KLECKA, W.R. (1980): *Discriminant Analysis*. Sage Publications. Beverly Hills. London.
- KON, S. (1983): «The Market Timing Performance of Mutual Fund Managers», *Journal of Business*, july, pp. 323-347.
- LAFFARGA, J., MARTÍN, J.L. y VÁZQUEZ, M.J. (1985): «El Análisis de la Solvencia en las Instituciones Bancarias: Propuesta de una Metodología y Aplicaciones a la Banca Española», *Esic Market*, 48, pp. 51-73.
- LAFFARGA, J., MARTÍN, J.L. y VÁZQUEZ, M.J. (1986): «El Pronóstico a Largo Plazo del Fracaso en las Instituciones Bancarias: Metodología y Aplicaciones al Caso Español», *Esic Market*, 54, pp. 113-167.
- LÁRRAGA, P. (1992): «La Operativa de los Fondos de Inversión en los Mercados de Futuros y Opciones», *Boletín de Estudios Económicos*, 47, 147, diciembre, pp. 303-311.
- LEE, CH. y RAHMAN, S. (1990): «Market Timing, Selectivity and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation», *Journal of Business*, 63, 2, april, pp. 261-278.
- LEE, CH. y RAHMAN, S. (1991): «New Evidence on Timing and Security Selection Skill of Mutual Fund Managers», *Journal of Portfolio Management*, 17, 2, winter, pp. 80-83.
- LEHMAN, B. y MODEST, D. (1987): «Mutual Fund Performance Evaluation: a Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons», *Journal of Finance*, 42, 2, pp. 233-265.
- LÓPEZ CACHERO, M. (1990): *Fundamentos y Métodos de Estadística*. Pirámide. Madrid.
- LÓPEZ HERRERA, D., MORENO, J. y RODRÍGUEZ, P. (1994): «Modelos de Previsión del Fracaso Empresarial: Aplicación a Entidades de Seguros en España», *Esic Market*, 84, pp. 83-125.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- LÓPEZ PASCUAL, J. (1995): *Los Fondos de Inversión: Cien Preguntas Clave y sus Respuestas*. Dykinson.
- LÓPEZ PASCUAL, J. (1995): *Fondos de Inversión y la Calificación de su Riesgo*. Pirámide. Madrid.
- LÓPEZ PASCUAL, J. (1994): «La Necesidad de Calificar los Fondos de Inversión (I)», *Suplemento de la Revista Actualidad Financiera*, octubre, pp. 1-9.
- LÓPEZ PASCUAL, J. (1994): «La Necesidad de Calificar los Fondos de Inversión (II)», *Suplemento de la Revista Actualidad Financiera*, noviembre, pp. 1-8.
- LÓPEZ PASCUAL, J. (1994): «La Posible Calificación de un Fondo de Inversión», *Suplemento de la Revista Actualidad Financiera*, diciembre, pp. 1-6.
- MACK, P. (1993): «Recent Trends in the Mutual Fund Industry», *Federal Reserve Bulletin*, 79, 11, november, pp. 1001-1012.
- MALKIEL, B.G. (1995): «Returns From Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991», *Journal of Finance*, 50, 2, pp. 549-572.
- MARTIN, D. (1977): «Early Warning of Bank Failure. A logit Regression Approach», *Journal of Banking and Finance*, 1, 3, pp. 249-276.
- MARTÍN DAVILA, M. (1996): «Medidas de Performance de Una Cartera». En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. y otros: *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Ariel. Barcelona, pp. 889-908.
- MARTÍNEZ, M. (1994): *Carteras de Referencia y Evaluación de los Fondos de Inversión*. Documento de Trabajo. Universidad del País Vasco.

- MARTÍNEZ, M. (1995): «Legal Constraints and Performance of Spanish Mutual Funds», *II Jornadas de Economía Financiera*, Vol. II, 16 de junio. Ed. Fundación BBV.
- MASCAREÑAS, J. y LÓPEZ PASCUAL, J. (1996): *Renta Fija y Fondos de Inversión*. Pirámide. Madrid.
- MATEOS-APARICIO, P. (1977): «La Inversión Mobiliaria Colectiva: Test Sobre la Eficiencia del Mercado de Valores Español», *Servicio de Estudios*. Bolsa de Madrid.
- MAYERS, D. y RICE, E. (1979): «Measuring Portfolio Performance and the Empirical Content of Asset Pricing Models», *Journal of Financial Economics*, 7, pp. 3-29.
- MAYORGA, J.A. (1995): «Los Fondos Garantizados», *SWAPS y Productos Derivados*, julio-agosto.
- MAYORGA, J.A. y MARCOS, J.M^a. (1996): «Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, pp. 7-28.
- MAYORGA, J.A. y MARCOS, J.M^a. (1996): «Rentabilidad y Costes de los Fondos de Inversión», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, pp. 50-74.
- MCDONALD, J. (1974): «Objectives and Performance of Mutual Funds, 1960-1969», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, 3, junio, pp. 311-333.
- MENEU, V., JORDÁ, M.P. y BARREIRA, M.T. (1994): *Operaciones Financieras en el Mercado Español*. Ariel Economía. Barcelona.
- MERTON, R. (1981): «On Market Timing and Investment Performance: An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts», *Journal of Business*, 54, 3, pp. 363-406.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA. DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA (1990): «Aspectos Básicos del Nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva», *Boletín Económico ICE*, 2256, pp. 4144-4146.
- MORALES ARCE, R. (1993): «Las Nuevas Formas de Invertir desde la Perspectiva Personal: los Fondos de Inversión», *Actualidad Financiera*, 10, marzo, pp. 57-72.
- MORALES ARCE, R. (1995): «De la Inversión Individual a la Colectiva: el Cambio en las Formas de Invertir», *Actualidad Financiera*, 13, marzo-abril, pp. 363-372.
- NAVASUMES, M. (1994): «La Crisis de los Mercados de Bonos en 1994», *Boletín Económico del Banco de España*, octubre.
- NORTES CHECA, A. (1977): *Estadística Teórica y Aplicada*. Ed. Santiago Rodríguez, S.A. Burgos.
- NORUSIS, M. (1993): *SPSS for Windows. Professional Statistics*. Release 6.0. SPSS Inc. Chicago.
- NORUSIS, M. (1993): *SPSS for Windows. Advanced Statistics*. Release 6.0. SPSS Inc. Chicago.
- OHLSON, J.A. (1980): «Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy», *Journal of Accounting Research*, 18, 1. pp. 109-131.
- ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J. (1994): *Introducción al Sistema Financiero. Análisis Económico y tendencias*. Editorial Civitas. Madrid.
- OSÁCAR, C. (1994): *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*. (2ª edición). Inversor Ediciones S.L. Madrid.

- PALACIOS, J.A. (1973): *The Stock Market in Spain: Tests of Efficiency and Capital Market Theory*. Tesis Doctoral no publicada. Universidad de Standford.
- PELLICER, M. (1985): «Actuación de los Fondos de Inversión en el Mercado Monetario», *Boletín Económico del Banco de España*, febrero, pp. 13-16.
- PINA MARTÍNEZ, V. (1989): «La Información Contable en la Predicción de la Crisis Bancaria 1977-1985», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 18, 58, pp. 309-338.
- RABADÁN, M. (1993): «En Quinto Lugar de Europa», *Revista Economía 3*, febrero, pp. 12.
- RAMÍREZ, I. (1993): «Los Fondos, el Mejor Vehículo de Ahorro», *Revista Economía 3*, febrero, pp. 69-70.
- RAMOS GASCÓN, F.J. (1993): «El Desarrollo de los Fondos de Inversión. Influencia de su Régimen Fiscal», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, abril-junio, pp. 505-515.
- REILLY, F.K., KAO, G.W. y WRIGHT, D.J. (1992): «Alternative Bond Market Indexes», *Financial Analysts Journal*, mayo-junio, pp. 44-58.
- REMÍREZ PRADOS, J.A. (1993): «El Papel de Bancos y Cajas de Ahorros en el Desarrollo de los Fondos de Inversión», *Boletín Económico ICE*, 2360, pp. 549-553.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M. (1994): «Las Entidades Financieras en la Decáda de los Noventa: Nuevos Desafíos, Otros Derroteros», *Papeles de Economía Española*, 58, pp. 43-61.
- RODRÍGUEZ TAMAYO, P. (1995): «Productos de Inversión Colectiva», *ICE Mercados Financieros*, diciembre, pp. 79-97.

- ROLL, R. (1977): «A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests: On Past and Potential Testability on the Theory», *Journal of Financial Economics*, 4, pp. 129-176.
- ROLL, R. (1978): «Ambiguity When Performance is Measured by the Securities Market Line», *Journal of Finance*, 33, 4, pp. 1051-1069.
- ROSS, S.A., WESTERFIELD, R.W. y JAFFE, F. (1995): *Finanzas Corporativas*. Ed. Irwin.
- RUBIO IRIGOYEN, G. (1992): *Further Evidence on Portfolio Performance: Portfolio Holdings, Recommendations and Turnover Costs*. IBER, Haas School of Business, University of California at Berkeley.
- RUBIO IRIGOYEN, G. (1992): «La Evaluación de los Fondos de Inversión: el Análisis de la Composición Mensual de las Carteras», *Revista Española de Economía. Monográfico: Mercados Financieros Españoles*, pp. 7-32.
- RUBIO IRIGOYEN, G. (1993): «Performance Measurement of Managed Portfolios: a Survey», *Investigaciones Económicas*, 17, 1, enero, pp. 3-41.
- RUBIO IRIGOYEN, G. (1995): «Further Evidence on Performance Evaluation: Portfolio Holdings, Recommendations and Turnover Costs», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 5, pp. 127-153.
- SACRISTÁN DÍAZ, M. y DE LA TORRE GALLEGOS, A. (1994): «Cobertura del Riesgo en Fondos de Inversión», *Actualidad Financiera*, 3, pp. 57-68.
- SÁNCHEZ SEGURA, A. (1994): «La Rentabilidad Económica y Financiera de la Gran Empresa. Análisis de los Factores Determinantes», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pp. 159-179.

- SANTOMERO, A. y VINSO, J. (1977): «Estimating the Probability of Failure for Commercial Banks and the Banking System», *Journal of Banking and Finance*, 1, 2, pp. 185-205.
- SARTO, J.L. (1995): *Valoración de la Gestión de Carteras de los Instrumentos de Inversión Colectiva y de Ahorro Previsión. La Medida de la Performance*. Tesis Doctoral no publicada. Universidad de Zaragoza.
- SERVIEN, L.M. y LÓPEZ VAQUE, A. (1970): *Fondos de Inversión. Una nueva fórmula de ahorro*. Deusto. Bilbao.
- SHARPE, W.F. (1966): «Mutual Fund Performance», *Journal of Business*, 39, 1, enero, pp. 119-138.
- SHARPE, W.F. (1992): «Asset Allocation, Management Style and Performance Measurement», *Journal of Portfolio Management*, winter, pp. 7-19.
- SHARPE, W.F., ALEXANDER, G.J. y BAILEY, J.V. (1995): *Investments*. (5ª Edición). Prentice-Hall International Editions.
- SMITH, K.V. y TITO, D.A. (1969): «Risk-Return Measures of Ex-Post Portfolio Performance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 449-471.
- SPILIOTIS, A. (1995): *A Prediction of the Size of the European Fund Industries in the Year 2000*. FEFSI.
- SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (1995): *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid.
- TAFFLER, R.J. (1977): *Finding Those Firms in Danger Using Discriminant Analysis and Financial Ratios Data: A Comparative UK based Study*. City University Working Paper, 3.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- TORRECILLA FRADEJAS, A. (1992): «Las Instituciones del Mercado Financiero: la Inversión Colectiva». En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L.: *Curso de Bolsa*. Ariel. Barcelona.
- TREYNOR, J.L. (1965): «How to Rate Management of Investment Funds», *Harvard Business Review*, 43, 1, enero-febrero, pp. 63-75.
- TREYNOR, J.L. y MAZUY, F. (1966): «Can Mutual Funds Outguess the Market?», *Harvard Business Review*, 44, julio-agosto, pp. 131-136.
- URIEL, E., CONTRERAS, D., MOLTÓ, M.L. y PEIRÓ, A. (1990): *Econometría. El Modelo Lineal*. Editorial AC. Madrid.
- URIEL, E. (1995): *Análisis de Datos: Series Temporales y Análisis multivariante*. Editorial AC. Madrid.
- WHITE, D. y TURNBULL, M. (1975a): *The Probability of Bankruptcy: American Railroads*. Working Paper. Institute of Finance and Accounting. London University Graduate School of Business.
- WHITE, D. y TURNBULL, M. (1975b): *The Probability of Bankruptcy for American Industrial Firms*. Working Paper. Institute of Finance and Accounting. London University Graduate School of Business.
- WHITE, H. (1980): «A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity», *Econometrica*, 48, 4, pp. 817-839.
- ZAMORA, D. y LEDESMA, R. (1995): *Fondos de inversión. Cómo seleccionarlos*. Recoletos CIA. Madrid.
- ZURTRASSEN, P. (1995): *The European Investment Fund Industry in 1995*. FEFSI.

LEGISLACION

DIRECTIVA 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM).

DIRECTIVA 88/220/CEE del Consejo, por la que se modifica la DIRECTIVA 85/611/CEE.

LEY 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 27 de diciembre).

LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. (BOE de 29 de julio y corrección de erratas en el BOE de 23 de mayo y de 4 de agosto de 1989).

LEY 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, sobre régimen fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión. (BOE de 28 de diciembre).

LEY 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. (BOE de 7 de junio).

LEY 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. (BOE de 14 de julio).

LEY 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades. (BOE de 28 de diciembre)

REAL DECRETO 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 16 de noviembre).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REAL DECRETO 686/1993, de 7 de mayo, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, precisándose el régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria. (BOE de 25 de mayo).

REAL DECRETO 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica. (BOE de 8 de junio).

ORDEN de 7 de junio de 1990, sobre Convenios de Colaboración relativos a los Fondos de Inversión en Deuda del Estado. (BOE de 13 de junio).

ORDEN de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, habilitándose a la CNMV para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 22 de diciembre).

ORDEN de 26 de febrero de 1991, sobre inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva en títulos del mercado hipotecario.

ORDEN de 31 de julio de 1991, sobre cesión de valores en préstamo por las Instituciones de Inversión Colectiva y régimen de recursos propios, de información y contable de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 12 de agosto).

ORDEN de 31 de julio de 1991, sobre valores de elevada liquidez. (BOE de 12 de agosto).

ORDEN de 6 de julio de 1992, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva en futuros y opciones financieros. (BOE de 21 de julio).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ORDEN de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas en Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 14 de septiembre).

ORDEN de 6 de julio de 1993, sobre normas de funcionamiento de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable. (BOE de 17 de julio).

ORDEN de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del REAL DECRETO 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. (BOE de 22 de julio).

ORDEN de 24 de septiembre de 1993, sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria. (BOE de 5 de octubre).

ORDEN de 25 de enero de 1994, por la que se modifica parcialmente la ORDEN de 7 de junio de 1990 sobre Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado. (BOE de 28 de enero).

ORDEN de 30 de noviembre de 1994, sobre normas de valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras. (BOE de 13 de diciembre).

ORDEN de 7 de diciembre de 1994, por la que se modifican parcialmente las de 7 de junio de 1990 y 25 de enero de 1994, sobre Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado. (BOE de 14 de diciembre).

CIRCULAR 7/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 5 de enero).

CIRCULAR 8/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre determinación del valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 5 de enero).

CIRCULAR 1/1991, de 23 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales de las Instituciones de Inversión Colectiva a sus socios y partícipes. (BOE de 30 de enero).

CIRCULAR 5/1992, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Carteras. (BOE de 5 de noviembre).

CIRCULAR 2/1993, de 3 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras que hayan registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores el folleto de oferta de sus participaciones o acciones. (BOE de 3 de marzo).

CIRCULAR 4/1993, de 29 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 7/1990, de 27 de diciembre, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Instituciones de Inversión Colectiva, y la Circular 1/1991, de 23 de enero, sobre el contenido de los informes trimestrales de las Instituciones de Inversión Colectiva a sus socios y partícipes. (BOE de 21 de enero de 1994).

CIRCULAR 1/1994, de 16 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la actualización de los folletos de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 28 de marzo).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CIRCULAR 4/1994, de 14 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.