

## Los activos de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero

LÓPEZ MARTÍN, M<sup>a</sup> DEL CARMEN(\*) Y RODERO FRANGANILLO, ADOLFO(\*\*)

*Facultad de CC. EE. y Empresariales. ETEA. Universidad de Córdoba*

Dirección: Escritor Castilla Aguayo, 4; 14004 Córdoba -Teléfono: 957 22 21 00 Fax: 957 22 21 01

(\*)E-mail: mclopez@ETEA.com - (\*\*)E-mail: arodero@ETEA.com

### RESUMEN

El pasado 5 de febrero de 2004 entró en vigor de la ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva (IIC) que introduce algunas novedades de interés en relación con estas entidades. Por otra parte, en los últimos años las IIC (especialmente los fondos de inversión) han experimentado primero un fuerte crecimiento y, más recientemente, un cierto retroceso debido a varios factores: el comportamiento de los tipos de interés; la evolución de los mercados de valores, especialmente la bolsa (tanto sus cotizaciones como su volatilidad); los cambios del tratamiento fiscal de las inversiones; etc.

Este artículo estudia las principales novedades que supone la nueva norma reguladora de las IIC; igualmente, intenta analizar si su política de inversiones ha estado influida por los fenómenos comentados y si estos hechos han originado variaciones en los mercados de valores. El período contemplado comprende los años 1992 a 2003.

*Palabras clave:* instituciones de inversión colectiva; inversiones financieras; mercados de valores; rentabilidad.

### Assets by financial institutions for collective investment

### ABSTRACT

The fifth of February 2004 saw the coming into effect of the 35/2003 4 November law, which regulates Collective Investment Institutions (CII), introducing certain interesting innovations concerning these entities. On the other hand, in recent years CII (especially investment funds) had first undergone a strong growth and have lately suffered a slight recession for various reasons: the behaviour of interest rates; evolution of stock markets, especially the stock exchange (not only in values but also in unpredictability); variations in taxation on investment etc.

This article looks at the main novelties brought about by the new regulation governing CII; it also attempts to analyse whether their investment policy has been influenced by the developments mentioned, and if these in turn have caused changes to take place on stock markets. The period contemplated spans 1992 to 2003.

*Keywords:* Collective Investment Institutions; financial investments; stock markets; profitability.

*Clasificación JEL:* G10, G23.

Artículo recibido en octubre de 2004 y aceptado para su publicación en enero de 2005.

Artículo disponible en versión electrónica en la página [www.revista-eea.net](http://www.revista-eea.net), ref.: E-23109

## 1. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC) DE CARÁCTER FINANCIERO. ASPECTOS ESENCIALES

La ley 35/2003 reguladora de las IIC, define las entidades de carácter financiero como aquellas que tienen como actividad principal la captación de fondos del público para invertirlos o gestionarlos por cuenta de terceros en distintos tipos de instrumentos financieros, estableciendo el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos obtenidos<sup>1</sup>. Como es sabido, las IIC pueden clasificarse según la forma jurídica adoptada; en este caso se distingue entre fondos de inversión y sociedades de inversión.<sup>2</sup>

En la mencionada norma se indica, igualmente, que tanto los fondos de inversión como las sociedades de inversión podrán constituirse con diferentes *compartimentos*<sup>3</sup>, que tendrán una denominación específica (cada uno de ellos con su propia política de inversión) y distintas clases de participaciones (cada uno con su inversión mínima y comisiones diferentes) o acciones, según se trate de fondos o sociedades, respectivamente. La anterior norma reguladora de los fondos (la ley 46/1984), distinguía entre: sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM), sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV), fondos de inversión mobiliaria (FIM) y fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)<sup>4</sup>, en función de su forma jurídica y de la posibilidad de aumentar o reducir su capital (en el caso de las sociedades anónimas) o de los instrumentos financieros en los que se invertía (en el caso de los fondos)<sup>5</sup>. Esta clasificación desaparece tras la entrada en vigor de la

---

<sup>1</sup> Existen también IIC de carácter no financiero que se diferencian de las de carácter financiero en que destinan sus recursos a la adquisición de activos reales.

<sup>2</sup> Los fondos de inversión carecen de personalidad jurídica propia; se trata de patrimonios pertenecientes a un colectivo de inversores que necesitan para su gestión de una persona jurídica que realice la administración de los fondos en nombre de dichos inversores. Además, cuentan con el concurso de un depositario (normalmente una entidad de depósito), el cual ejerce funciones de vigilancia y garantía de la actuación de la gestora ante los partícipes; igualmente se encarga de custodiar las inversiones, recibir las aportaciones y satisfacer los reembolsos, etc. Por su parte, las sociedades de inversión revisten la forma de sociedad anónima con sus propios órganos de gestión y administración; en ellas los inversores tienen el carácter de accionistas.

<sup>3</sup> Es decir, si consideramos por ejemplo un fondo de inversión, dentro del mismo pueden existir varios subfondos, cada uno de ellos con unas características diferentes (por ejemplo, uno que invierta sólo en renta fija, otro que lo haga sólo en renta variable, etc.). El funcionamiento sería, por tanto, similar al de los que se conoce como fondos paraguas, existentes en otros países.

<sup>4</sup> Para evitar confusiones llamaremos «fondos de inversión» al conjunto, FIAMM (o FMM) a los fondos de inversión del mercado monetario y FIM a los demás fondos de inversión mobiliaria.

<sup>5</sup> Los FIM podían invertir en cualquier instrumento financiero, mientras que los FIAMM debían materializar sus inversiones en instrumentos financieros a corto plazo contratados en los mercados monetarios.

mencionada ley 35/2003 (el 5 de febrero de 2004), pasando todas las categorías a denominarse instituciones de inversión colectiva de carácter financiero<sup>6</sup>, si bien las entidades deberán especificar claramente su vocación inversora, de forma que los inversores puedan conocer con precisión a qué categoría de las establecidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores pertenece la institución.<sup>7</sup>

Además, en 1998 aparecieron los fondos del mercado monetario (FMM), que según el Banco Central Europeo son aquellos fondos cuyos pasivos son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos y que invierten fundamentalmente en instrumentos del mercado monetario, en valores con plazo residual hasta un año y en depósitos bancarios. Como vemos, hay gran similitud con los FIAMM, y así, en la información financiera desde el 1-1-1999 todos los FIAMM se incluyen en los FMM. Hasta el 31-12-1998, sin embargo, algunos FIAMM se incluían en los FIM y por lo tanto, en la reclasificación efectuada, no se incluían en los FMM. En consecuencia, hasta el 31-12-1998 distinguimos entre FIM y FIAMM y desde el 1-1-98 aparece la distinción entre FMM y FIM; hay, por tanto, un solapamiento de un año.

Por otra parte, según la vocación inversora de los fondos de inversión, reflejada en los reglamentos de gestión o en los folletos informativos (no se considera, por tanto, la composición de la cartera), éstos se clasifican según las categorías aprobadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Desde enero de 2002, las categorías existentes, así como los criterios de adscripción a cada una de ellas, se muestran en el esquema 1.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Así, las SIM dejan de existir, aunque la disposición transitoria de la ley deja un año de plazo para que se transformen en sociedades de capital variable (SICAV) y las SIMCAV también desaparecen de hecho al no ser obligatoria su cotización en bolsa.

<sup>7</sup> Aunque como hemos indicado la clasificación de las instituciones de inversión colectiva desaparece desde el 5 de febrero de 2004 (fecha de la entrada en vigor de la ley 35/2003), puesto que toda la información estadística manejada sigue realizándose de acuerdo con ella y las normas de aplicación son también distintas según la misma hasta que se apruebe el correspondiente reglamento de desarrollo, a lo largo del texto seguiremos distinguiendo entre ellas cuando sea necesario.

<sup>8</sup> Tras la aprobación de la ley 35/2003 está pendiente la realización por la CNMV e INVERCO de una nueva clasificación de los fondos.

Esquema 1. Categorías de fondos de inversión vigentes desde 2002

	Renta fija	Duración	Renta variable		Divisa no euro
Categoría	Peso (%)	Años	Peso (%)	Emisor	Peso (%)
<b>FIAMM</b>	<b>100</b>	<b>&lt;1,5</b>	<b>—</b>		<b>≤5</b>
<b>FIAMM internacional</b>	<b>100</b>	<b>&lt;1,5</b>	<b>—</b>		<b>&gt;5</b>
<b>FIM renta fija corto plazo</b>	<b>100</b>	<b>&lt;2</b>	<b>0</b>		<b>&lt;5</b>
<b>FIM renta fija largo plazo</b>	<b>100</b>	<b>&gt;2</b>	<b>0</b>		<b>&lt;5</b>
<b>FIM renta fija internacional</b>	<b>100</b>	<b>—</b>	<b>0</b>		<b>&gt;5</b>
<b>FIM renta variable nacional</b>	<b>≤25</b>	<b>—</b>	<b>≥75</b>	<b>España≥90%</b>	<b>&lt;30</b>
<b>FIM renta variable euro</b>	<b>≤25</b>	<b>—</b>	<b>≥75</b>	<b>España&lt;90%</b>	<b>&lt;30</b>
<b>FIM renta variable internacional</b>	<b>≤25</b>	<b>—</b>	<b>≥75</b>		<b>&gt;30</b>
<b>Europa</b>	<b>≤25</b>		<b>≥75</b>	<b>Europa &gt;30</b>	<b>&gt;30</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>≤25</b>		<b>≥75</b>	<b>EEUU</b>	<b>&gt;30</b>
<b>Japón</b>	<b>≤25</b>		<b>≥75</b>	<b>Japón</b>	<b>&gt;30</b>
<b>Emergentes</b>	<b>≤25</b>		<b>≥75</b>	<b>Emergentes</b>	<b>&gt;30</b>
<b>Resto</b>	<b>≤25</b>		<b>≥75</b>	<b>Otros</b>	<b>&gt;30</b>
<b>FIM renta fija mixta</b>	<b>≥70</b>	<b>—</b>	<b>&lt;30</b>		<b>&lt;5</b>
<b>FIM renta variable mixta</b>	<b>≤70</b>	<b>—</b>	<b>Del 30 al 75</b>		<b>≤30</b>
<b>FIM renta fija mixta internacional</b>	<b>≥70</b>	<b>—</b>	<b>&lt;30</b>		<b>&gt;5</b>
<b>FIM renta variable mixta internacional</b>	<b>≤70</b>	<b>—</b>	<b>Del 30 al 75</b>		<b>&gt;30</b>
<b>FIM garantizado renta fija</b>	<b>La garantía de un tercero asegura sólo un rendimiento fijo</b>				
<b>FIM garantizado renta variable</b>	<b>La garantía de un tercero asegura una cantidad en función de la evolución de instrumentos de renta variable</b>				
<b>Fondos globales</b>	<b>No hay definición precisa de su política de inversión</b>				

Fuente: CNMV (2003) Informe anual sobre los mercados de valores 2002, p. 89

### 1.1. Las inversiones de los fondos de inversión

La política de inversiones de los fondos y sociedades de inversión es, en principio, libre en función de las decisiones adoptadas por la entidad gestora o los órganos correspondientes de la sociedad. No obstante, la legislación vigente<sup>9</sup> sobre instituciones de inversión colectiva establece una serie de requisitos acerca de dichas inversiones; respecto a ellos, el objetivo principal del legislador español ha sido, fundamentalmente, proteger a los partícipes de los fondos al establecer un elevado grado de transparencia y diversificación en cuanto a las inversiones en las que se pueden materializar sus recursos (los valores adquiridos deben negociarse casi en su totalidad en mercados organizados y se establecen límites a la concentración de riesgos).

Como principales limitaciones a las inversiones de los fondos podemos destacar las siguientes:

- Tanto los FIM como los FIAMM debían mantener un nivel de liquidez mínimo del 3% de su patrimonio.

- Los FIM tenían que invertir, al menos el 80% de su activo, en valores de renta fija o variable admitidos a cotización en una bolsa de valores, en el mercado deuda pública en anotaciones o en otros mercados organizados y de funcionamiento regular (mercado hipotecario, AIAF).

- Los FIAMM (y desde 1999 los FMM) tenían que invertir, al menos el 90% de su activo, en valores de renta fija admitidos a cotización en un mercado secundario oficial o en otros valores que gozasen de elevada liquidez siempre que tuviesen un plazo de amortización inferior a dieciocho meses. No podían invertir en acciones u obligaciones convertibles.

- Tanto los FIM como los FIAMM no podían invertir más del 5% de su activo en valores emitidos por una misma entidad, ni más de un 15% en valores emitidos por entidades de un mismo grupo. Cuando se trataba de valores emitidos por el Estado, comunidades autónomas u organismos internacionales, el límite se elevaba al 100%.

- Las inversiones de los fondos se extienden a los mercados españoles, ya citados, y a los mercados de otros países, cumpliendo ciertos requisitos; además, recientemente se aprobó la posible inversión en el mercado LATIBEX.

En 2001 se crearon nuevas figuras de fondos<sup>10</sup>: fondos de fondos, fondos principales, fondos subordinados y fondos de inversión en valores no negociados en mercados secundarios, que tienen normas específicas sobre su política de inversiones. Algunas de estas figuras también desaparecen con la entrada en vigor de la nueva ley.

---

<sup>9</sup> Recordemos que aunque se ha modificado la ley reguladora de las IIC aún no ha sido aprobado el correspondiente reglamento de desarrollo, por lo que, en parte, la legislación anterior sigue estando vigente en lo que no contravenga la mencionada ley.

<sup>10</sup> Real decreto 91/2001 de 19 de febrero.

## 1.2. Principales novedades de la ley 35/2003

Además de lo que se ha comentado ya, la nueva norma reguladora de las IIC ha supuesto otras novedades de interés, en las que no entramos detalladamente por no afectar al objeto principal de este texto<sup>11</sup>. Esencialmente, en ella se pretende conseguir una mayor liberalización de la política de inversión de estas entidades y perfeccionar su régimen administrativo, así como reforzar la protección a los inversores.

En relación con la protección al inversor, se obliga a las gestoras a que dispongan de un departamento o servicio de atención al cliente, así como a contar con la figura de un *defensor del cliente* independiente, cuyas decisiones tendrán carácter vinculante para la entidad. Además, la información periódica sobre el patrimonio y las perspectivas de los fondos pasa a ser trimestral, en lugar de semestral; igualmente, con periodicidad trimestral se publicarán los gastos totales del fondo en porcentaje del patrimonio.

Respecto a otros aspectos, en la nueva ley se especifica que los fondos de inversión con participaciones estables y relevantes en el capital de empresas cotizadas deben asistir a las juntas de accionistas y ejercer sus derechos de voto en beneficio del partícipe. Además, permite la creación de fondos de gestión alternativa y *hedge funds*, que podrán invertir en derivados, activos monetarios y contratos no negociados en mercados organizados, aunque sujetos a determinadas condiciones que están pendientes del desarrollo reglamentario. Finalmente, se regula el *pasaporte europeo* para las gestoras y se concreta el procedimiento para que las gestoras españolas abran sucursales en cualquier país de la UE.

## 2. LA EVOLUCIÓN DE LAS IIC<sup>12</sup>

Aunque la regulación de los fondos de inversión en España data del año 1964, el desarrollo de los mismos se ha producido en los últimos años, fundamentalmente a partir del año 1991 en el que se modificó su tratamiento fiscal haciéndolo mucho más atractivo<sup>13</sup> (antes, en 1990, se había aprobado el nuevo reglamento de las institucio-

---

<sup>11</sup> En el anexo incluimos un cuadro que recoge de forma resumida los principales cambios comparándolos con la situación anterior a la aprobación de la nueva ley.

<sup>12</sup> El período temporal considerado en este escrito abarca de 1992 a 2003.

<sup>13</sup> Dicho régimen fiscal fue modificado en 1996 mediante el Real Decreto-Ley 7/1996, que mantuvo un tratamiento favorable de este instrumento frente a otras modalidades de inversión financiera. Posteriormente, se han producido cambios que llevan a un tratamiento similar al de otras inversiones financieras. En la actualidad, dicho régimen fiscal (establecido por las leyes 55/1999 de 29 de diciembre y 6/2000, de 13 de diciembre) tiene, principalmente, las siguientes

nes de inversión colectiva). Posteriormente, el apoyo decidido de algunas entidades (bancos fundamentalmente) y el descenso de los tipos de interés en España han llevado a que el patrimonio de los fondos crezca de forma espectacular, tal y como se desprende de los datos del cuadro 1, al igual que el número de partícipes y la inversión media por partícipe. En cuanto a las sociedades de inversión, cuyo patrimonio se muestra también en el mencionado cuadro, tienen una importancia relativa mucho más reducida que la de los fondos, tanto si se mide en términos de patrimonio, como si se considera el número de partícipes. Por este motivo, a lo largo de este escrito haremos referencia sobre todo a los fondos de inversión, ya que el comportamiento del total de las IIC viene determinado por el de éstos.

El cuadro 1 permite apreciar también que, tanto en lo que se refiere al patrimonio como en relación al número de partícipes, el aludido crecimiento de los fondos es muy fuerte desde 1991 a 1998; 1999 presenta un aumento muy pequeño y en 2000, 2001 y 2002 se observa un claro descenso, que estuvo relacionado con la crisis bursátil; en 2003 con la recuperación de los mercados de valores, ha aparecido (quizás se inicia una nueva etapa) un nuevo aumento del patrimonio y del número de partícipes. Igualmente, se detecta que en los primeros años el patrimonio correspondiente a los FIM y a los FIAMM era similar; a partir de 1997 sólo los FIM han experimentado elevados aumentos<sup>14</sup>, aunque desde 2001 vuelve a aumentar el patrimonio y el número de partícipes de los FIAMM, pero siempre por detrás de los FIM.

---

características: · No se tributa por los rendimientos acumulados, sino por la plusvalía generada al reembolsar las participaciones siempre que no se reinviertan en otro fondo (para su cálculo no se actualiza con ningún coeficiente corrector que elimine los efectos de la inflación).

· Existe una retención a cuenta de la plusvalía obtenida al liquidar la participación del 15%.

· Esta plusvalía tributa en el IRPF al 15% si la inversión se ha mantenido más de un año.

<sup>14</sup> En los primeros años también es mayor el patrimonio de los FIM, debido a que los FIAMM acababan de ser creados y aún no gozaban de una elevada difusión (los FIAMM se regularon por primera vez en 1985).

**Cuadro 1. Patrimonio y número de partícipes de los fondos de inversión. (Importes a diciembre de cada año en millones de euros; número de partícipes en miles)**

Fecha	Patrimonio					Número de partícipes			
	<i>Total fondos</i>	<i>FIM</i>	<i>FIAMM*</i>	<i>SIM</i>	<i>SIMCAV</i>	<i>Total fondos</i>	<i>FIM</i>	<i>FIAMM</i>	<i>SIM y SIMCAV</i>
1990	6.987	3.262	3.725	1.954	89	570	376	194	0
1991	23.260	11.455	11.804	2.102	148	1.145	663	482	97
1992	37.746	17.986	19.760	1.872	213	1.677	900	777	118
1993	61.872	33.403	28.468	2.137	356	2.548	1.447	1.101	101
1994	67.611	31.777	35.834	1.935	450	2.797	1.441	1.356	97
1995	73.282	31.252	42.030	1.935	574	2.946	1.334	1.611	93
1996	112.440	55.365	57.075	2.258	944	4.291	2.184	2.107	90
1997	162.450	101.353	61.097	2.695	2.122	6.221	3.946	2.274	93
1998	203.774	153.131	50.643	3.151	4.978	7.988	5.976	2.012	102
1999	206.294	163.696	42.598	3.327	9.832	8.038	6.349	1.689	127
2000	186.068	152.700	33.368	2.778	12.661	7.693	6.351	1.343	187
2001	181.323	137.492	43.830	2.491	16.854	7.454	5.842	1.612	294
2002	174.735	121.368	53.366	1.974	16.926	7.090	5.363	1.727	338
2003	210.627	152.572	58.054	2.025	20.163	7.618	5.709	1.909	367

Fuente: Banco de España (1991 a 2004), Boletín estadístico

El elevado crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión hasta 1998 apoyado decididamente por los bancos podría haber dado lugar a una escasez de recursos para las entidades de depósito, al ser los fondos un producto competitivo de otras inversiones financieras que constituyen pasivos de dichas entidades de depósito<sup>15</sup>. Aunque este aspecto se sale del ámbito de este escrito, puede indicarse que parte de los recursos captados por los fondos de inversión se han incorporado a los pasivos

bancarios en forma de cesiones temporales de valores realizadas por las entidades; sin embargo, como comentamos más adelante, parece existir una reducción en la proporción que representan estas inversiones, lo que ha podido originar que, al menos en algunos casos, los recursos de las entidades de depósito procedentes del sector privado no financiero sean reducidos.

Desde 1999, sin embargo, este panorama parece haber cambiado. La modificación de la fiscalidad de las inversiones financieras unido a un comportamiento negativo, desde 2000, de algunos mercados financieros ha determinado un descenso de las participaciones en fondos de inversión y un aumento de los depósitos bancarios. La mala evolución de las bolsas de valores en 2001 y 2002 ha contribuido claramente a un descenso del ahorro depositado en los fondos de inversión.

### 3. LA ESTRUCTURA DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Las inversiones financieras de los fondos de inversión responden, aparte de a los imperativos impuestos por su carácter de FIM o FIAMM, a la política decidida por la entidad gestora. Independientemente de este hecho, en principio, cabría esperar que el diferente carácter de cada una de estas modalidades de fondos determinara una estructura de sus inversiones también diferente.

En este sentido el cuadro 2 proporciona algunas *sorpresas* pues, si se toma la media de la participación de cada uno de los conceptos sobre el total del activo a lo largo del período 1992-1998, la estructura de las inversiones de cada uno de los tipos de fondos no presenta unas diferencias muy elevadas. En efecto, en cuanto a los sectores en los que se realizaban las inversiones, tanto los FIM como los FIAMM destinaban la mayor parte de sus recursos al sistema crediticio (fundamentalmente mediante adquisiciones temporales de valores) y a las administraciones públicas; además, en ambos casos las inversiones realizadas en *otros sectores residentes* y en el resto del mundo tenían una importancia relativa muy reducida.

---

<sup>15</sup> Recordemos que, aunque los fondos sean promovidos por estas entidades, su patrimonio no se integra en los balances de las mismas. En la promoción de los fondos, las entidades de depósito actúan principalmente como depositarias y algunas de las sociedades pertenecientes a sus grupos financieros actúan como gestoras.

**Cuadro 2. Estructura de las inversiones de los fondos de inversión.**  
**(Media de los datos en % sobre el total activo a diciembre de cada año)**

a) Promedio 1992-1998

<i>Concepto</i>	FIM	FIAMM
Sistema crediticio	43,3%	47,1%
<b><i>Depósitos</i></b>	<b>4,5%</b>	<b>3,9%</b>
<b><i>Adquisiciones temporales</i></b>	<b>34,2%</b>	<b>43,2%</b>
<b><i>Valores</i></b>	<b>4,7%</b>	<b>0,8%</b>
Administraciones públicas	37,3%	44,5%
<b><i>Valores</i></b>	<b>36,5%</b>	<b>44,2%</b>
<b><i>Corto plazo</i></b>	<b>9,0%</b>	<b>36,8%</b>
<b><i>Largo plazo</i></b>	<b>28,0%</b>	<b>0,9%</b>
Otros sectores residentes	9,0%	2,9%
<b><i>Valores de renta fija</i></b>	<b>4,0%</b>	<b>1,9%</b>
<b><i>Valores de renta variable</i></b>	<b>4,4%</b>	<b>0,0%</b>
Sector exterior	7,5%	2,8%

## b) Promedio 1998-2003

<i>Concepto</i>	FIM+SIM+SIMCAV	FMM
Instituciones financieras	29,2%	41,2%
<b><i>Depósitos y adquisiciones temporales</i></b>	<b>20,0%</b>	<b>35,0%</b>
<b><i>Valores</i></b>	<b>8,5%</b>	<b>6,1%</b>
Administraciones públicas	20,9%	19,3%
<b><i>Corto plazo</i></b>	<b>3,2%</b>	<b>18,2%</b>
<b><i>Largo plazo</i></b>	<b>17,8%</b>	<b>1,2%</b>
Otros sectores residentes	7,3%	6,7%
<b><i>Valores de renta fija</i></b>	<b>1,0%</b>	<b>6,3%</b>
<b><i>Valores de renta variable</i></b>	<b>5,6%</b>	<b>0,0%</b>
Sector exterior	42,5%	31,6%

Fuente: Banco de España (1993 a 2004), Boletín estadístico

El promedio 1998-2003 presenta, en contraste, diferencias importantes entre estas instituciones; así, las instituciones de inversión colectiva (FIM+SIM+SIMCAV)<sup>16</sup>, cuyo componente principal son los FIM, tienen un porcentaje de inversiones en instituciones financieras mucho más reducido que en el período anterior e inferior al de los FMM. Las inversiones en valores públicos descienden sustancialmente en ambos grupos, representando una participación similar sobre el total. Los valores privados varían poco en las instituciones de inversión colectiva y aumentan sensiblemente en

<sup>16</sup> La información financiera ha dejado de publicar datos separados de los FIM y los ha sustituido por las instituciones de inversión colectiva, conjunto algo más amplio ya que incluye, junto a los FIM, a las sociedades de inversión mobiliaria (SIM) y a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV).

los FMM. Finalmente, las inversiones en el exterior se elevan de forma intensa en ambos grupos. Ha habido, por tanto, un cambio de estrategia clara en los fondos, principalmente, de los FIM, que han sustituido inversiones en el interior, tanto en instituciones financieras como en deuda pública, por inversiones en el exterior, que en parte corresponden a valores de renta variable, aunque en el último bienio se produce un incremento muy importante de la renta fija en euros a costa de la renta fija interior.

Por otra parte, a pesar de los rasgos comunes comentados, se aprecian también algunas diferencias que obedecen al diferente carácter de FIM y FIAMM (o FMM). Así, en cuanto a las inversiones en valores emitidos por el sector público, la mayor parte de los adquiridos por los FIM son a medio y largo plazo, mientras que en el caso de los FIAMM (o FMM) se trata de valores a corto plazo; en cuanto a las inversiones en *otros sectores residentes*, los FIM adquieren valores de renta fija y de renta variable, mientras que los FIAMM (o FMM) sólo invierten en renta fija (tenían prohibida la adquisición de renta variable).

En resumen, de los datos correspondientes a la estructura de las inversiones de los fondos de inversión cabe destacar, en una primera etapa, la gran importancia de las adquisiciones temporales de valores al sistema crediticio (lo cual puede venir explicado por los atractivos tipos de interés de estas operaciones) y la financiación otorgada al sector público, el cual encontró en estas instituciones una fuente de recursos para cubrir el déficit que experimentó a lo largo de estos años. En una segunda etapa (desde 1998), las inversiones en el exterior destacan frente a las demás.

#### 4. LA EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El propósito de este apartado es describir cuál ha sido la evolución de las inversiones realizadas por los fondos relacionando dicha evolución con los acontecimientos más significativos del período estudiado<sup>17</sup>. Como ya hemos indicado, a lo largo de estos años hemos asistido a un elevado incremento del patrimonio de los fondos de inversión, especialmente en el trienio 1996-98. Este aumento puede tener su principal causa en el acusado descenso que experimentaron los tipos de interés en estos tres años<sup>18</sup>, el cual hizo menos atractivas para los ahorradores las operaciones más *tradicionales* de inversión financiera que podían ser alternativas a la inversión en fondos

---

<sup>17</sup> Para los años anteriores, la información facilitada por el Banco de España no distingue con el mismo grado de detalle la composición del activo de estas instituciones.

<sup>18</sup> Como indicador de este descenso basta indicar que al principio del año 1996 el tipo de interés de intervención del Banco de España se situaba en el 8,75%; en diciembre de 1997 era del 4,83% y en diciembre de 1998 del 3,1%.

(tales como los depósitos). Igualmente, las características de los fondos en cuanto a su liquidez y a su tratamiento fiscal<sup>19</sup> han jugado un importante papel en este sentido pues los ahorradores han aumentado su sensibilidad en relación con estos aspectos y han modificado en parte sus hábitos en cuanto a las inversiones financieras de sus excedentes.

Por otra parte, el descenso de los tipos de interés, que ya se manifestaba en el año 1992, aunque no de manera tan acusada como en el trienio 96-98, se ha trasladado a todos los mercados financieros, de forma que en todos ha descendido la rentabilidad de las operaciones, al tiempo que, en los mercados de valores, se ha producido un incremento de las cotizaciones, tanto de los valores de renta fija, como de los valores de renta variable. Ello ha ido unido a un aumento en el volumen de contratación de dichos mercados de valores, especialmente acusado en el mercado bursátil<sup>20</sup>.

En el año 2000 subieron moderadamente los tipos de interés y al mismo tiempo las cotizaciones de la bolsa también aumentaron. Estas variaciones explican sólo parcialmente la reducción del patrimonio de los FIM ya que, como hemos comentado, este comportamiento está también determinado de forma sustancial por la variación de las normas de fiscalidad de las inversiones financieras.

Durante el trienio 2001-2003, se produce un descenso muy significativo de los tipos de interés, lo que no es ajeno a la política monetaria seguida por el Banco Central Europeo; el volumen de contratación de la renta fija aumenta en 2001 y 2002, y desciende en 2003; por el contrario, la contratación de acciones baja en 2001 y 2002 y se recupera en 2003, mientras que las cotizaciones (IBEX-35) se van hundiendo a lo largo de todo el trienio; este comportamiento de la bolsa nos indica una vez más, la crisis del mercado de acciones.

La evolución de los mercados de valores a lo largo de los últimos años explica en cierto modo la evolución del patrimonio de los fondos ya que es posible apreciar que, en los períodos de mayor inestabilidad, como los producidos en 1994 (especialmente en el mercado de deuda a medio y largo plazo) y en 1995 (en el que se produjo un repunte de los tipos de interés, al tiempo que las tensiones en el mercado de deuda se extendían también a la bolsa), el patrimonio gestionado por los fondos de inversión experimentó un descenso<sup>21</sup>. Posteriormente, la aludida reducción de los tipos de inte-

---

<sup>19</sup> Respecto a la liquidez, el dinero invertido en los fondos puede ser recuperado muy rápidamente, en un plazo de uno a tres días, según los casos. En cuanto a su trato fiscal, remitimos a la nota nº 12 en la que se comenta el vigente en la actualidad.

<sup>20</sup> Todos estos aspectos se reflejan en el cuadro 3, en el que se recogen algunos datos significativos acerca de la evolución de los tipos de interés, de las cotizaciones y del volumen de contratación.

<sup>21</sup> Los FIM invierten una parte importante de sus recursos en deuda a medio y largo plazo y también, aunque en mucha menor proporción, en renta variable. En el caso de los FIAMM, al invertir casi exclusivamente a corto plazo, las variaciones comentadas no tuvieron un efecto tan importante.

rés en los años 96 a 98 y la consiguiente recuperación en las cotizaciones de los mercados de valores (tanto de renta fija a medio y largo plazo, como de renta variable), parece explicar el fuerte aumento experimentado por los fondos de inversión (sobre todo durante 1997 y 1998), el cual puede ponerse en relación, además, con las variaciones que se han producido en la importancia relativa de cada una de las diferentes modalidades de estos tipos de fondos, tal y como se muestra en el cuadro 4. También hay que tener en cuenta que los cambios en 2000 y del trienio 2001-2003, ya comentados, se explican por una grave crisis bursátil que unida a los otros aspectos ya citados, ocasionó una reducción del patrimonio de los FIM.

**Cuadro 3. Evolución de los tipos de interés y de las cotizaciones y volumen de contratación en los mercados de valores. (Importes anuales totales en millones de euros. Tipos de interés en % (medias anuales de datos mensuales). Cotizaciones como medias anuales de datos mensuales)**

Fecha	Tipos de interés del mercado primario de valores públicos			Volumen de contratación <sup>(*)</sup>		Cotización
	Letras a 1 año	Bonos a 3 años	Obligaciones 10 años	Bonos y obligaciones Estado	Acciones	Índice IBEX-35
1992	12,56	11,93	11,18	358.834	26.787	2.470,8
1993	10,63	10,50	10,73	1.377.922	39.252	2.998,5
1994	8,15	9,32	10,07	1.498.702	55.077	3.407,5
1995	9,91	10,93	11,47	1.022.364	48.303	3.259,9
1996	7,27	7,89	8,89	1.475.090	77.140	4.193,0
1997	5,04	5,42	6,53	1.923.688	163.265	6.361,3
1998	3,82	4,16	4,94	1.617.869	261.276	9.330,2
1999	3,04	3,79	4,76	1.752.353	291.975	10.079,0
2000	4,65	5,10	5,57	1.543.234	492.981	10.762,3
2001	3,93	4,34	5,12	1.968.268	445.380	8.814,0
2002	3,38	4,06	4,98	2.255.219	445.071	7.036,0
2003	2,21	2,66	4,11	2.144.615	499.745	6.722,8

(\*) Para el mercado secundario de deuda pública a medio y largo plazo, se ha tomado el importe del total de las operaciones de compraventa simple al contado sobre deuda no segregada realizadas. Para las acciones, se ha considerado el volumen de contratación tanto a través del sistema de interconexión bursátil como en las bolsas de valores.

Fuente: Banco de España (1993 a 2004), Boletín estadístico

El cuadro 4 muestra que los fondos invierten sobre todo en renta fija, que corresponde esencialmente a deuda pública. Destacan en primer lugar los fondos que invierten exclusivamente en deuda pública y en un segundo lugar aparecen los de renta fija mixta. La inversión en renta variable es mucho menos importante, en las dos modalidades de renta variable mixta, que comprende también inversiones en renta fija elevadas, y renta variable, que sólo incluye pequeñas cantidades de valores de renta fija. Los fondos que invierten en el exterior tienen asimismo un tanto por ciento reducido. Este panorama global se ve modificado profundamente durante los tres últimos años, en el siguiente sentido: la cartera de renta fija se reduce sustancialmente<sup>22</sup>, aumenta de forma moderada la inversión en renta variable hasta 2000, y disminuye en 2001-2003, y sobre todo aumenta en gran proporción la cartera de valores extranjeros<sup>23</sup>. En este cambio de comportamiento han influido varios factores: la subida de las cotizaciones bursátiles de valores españoles y su posterior caída, la reducción de emisiones de deuda pública y la internacionalización de la economía financiera española, que ha buscado los altos rendimientos de algunas inversiones bursátiles en diversos países, tanto desarrollados como emergentes. Por otra parte, también hay que tener en cuenta que los cambios del activo de los fondos de inversión también pueden estar relacionados con las variaciones de las cotizaciones y con las transformaciones experimentadas en las preferencias de los ahorradores, que dirigen sus recursos en distinta medida hacia los diferentes tipos de fondos (de renta fija, renta variable, internacionales, etc.)

**Cuadro 4. Distribución del patrimonio de los fondos de inversión según la composición de su cartera. (Datos en % sobre total del patrimonio a diciembre de cada año)**

Tipo de fondos	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Renta fija (a)	86,92	82,48	78,86	80,78	80,33	63,06	60,71	48,31	42,41
Renta fija mixta (b)	8,11	9,51	9,64	8,62	8,18	11,30	9,05	10,46	9,35
Renta variable mixta (c)	1,83	2,20	3,51	3,10	3,53	5,86	5,81	6,13	7,13
Renta variable (d)	1,32	2,04	3,62	3,53	5,42	13,34	16,50	18,61	18,39
Internacionales	1,82	3,77	4,37	3,97	2,50	6,44	6,21	15,76	21,50
Otros (e)							1,72	0,73	1,22
Fondos de inversión que poseen un % de renta fija en cartera del 100% al final del año									
Fondos de inversión que poseen un % de renta fija en cartera al final del año entre el 75% y el 100%									
Fondos de inversión que poseen un % de renta fija en cartera al final del año entre el 30% y el 75%									
Fondos de inversión que poseen un % de renta fija en cartera al final del año inferior al 30%									
Corresponde a fondos globales									

<sup>22</sup> Ello corresponde a un cambio de la política de inversiones de los fondos, pero también a una reducción de las emisiones de deuda pública.

**Cuadro 4.** (continuación)

Tipo de fondos	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Renta fija corto plazo	14,42	10,59	8,83	11,46	14,81	19,52
Renta fija largo plazo	10,75	8,59	6,89	8,01	7,62	5,22
Renta fija mixta	9,05	10,46	9,35	5,17	3,72	3,09
Renta variable mixta	5,81	6,13	7,13	5,40	4,52	3,48
Renta variable nacional	3,84	4,59	4,11	3,12	2,18	2,69
Renta fija internacional	1,17	0,8	1,17	1,06	0,99	0,88
Renta fija mixta internacional	1,58	4,89	4,99	4,61	4,00	2,79
Renta variable mixta internacional	0,71	1,87	2,33	2,49	1,83	1,43
Renta variable euro	1,03	2,86	4,91	2,93	2,12	2,06
Renta variable internacional	1,68	5,26	7,99	6,74	4,31	4,29
Garantizado renta fija	10,73	8,56	8,87	9,75	8,86	5,99
Garantizado renta variable	12,66	14,02	14,28	13,57	13,04	17,49
Fondos globales	1,72	0,73	1,22	1,52	1,46	3,49
TOTAL FIM	75,15	79,35	82,07	75,82	69,46	72,44
FIAMM	24,81	20,57	17,82	24,17	30,54	27,56
FIAMM internacional	0,04	0,08	0,11	0,00	0,00	0,00
TOTAL FIAMM	24,85	20,65	17,93	24,18	30,54	27,56

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de valores (1993 a 2004), Informe anual de los mercados de valores y Estadísticas de las instituciones de inversión colectiva

En los gráficos 1 y 2 aparecen las inversiones de los FIM (y otras IIC: SIM y SIMCAV) y de los FIAMM (o FMM); a partir de estos datos se obtienen conclusiones que coinciden sustancialmente con los comentarios anteriores<sup>24</sup>.

Así, los FIM (y otras IIC) invierten en gran parte en el sistema crediticio (o en instituciones financieras), pero el porcentaje desciende desde 1998, aunque vuelve a aumentar desde 1999. La inversión en deuda pública es también elevada, pero se

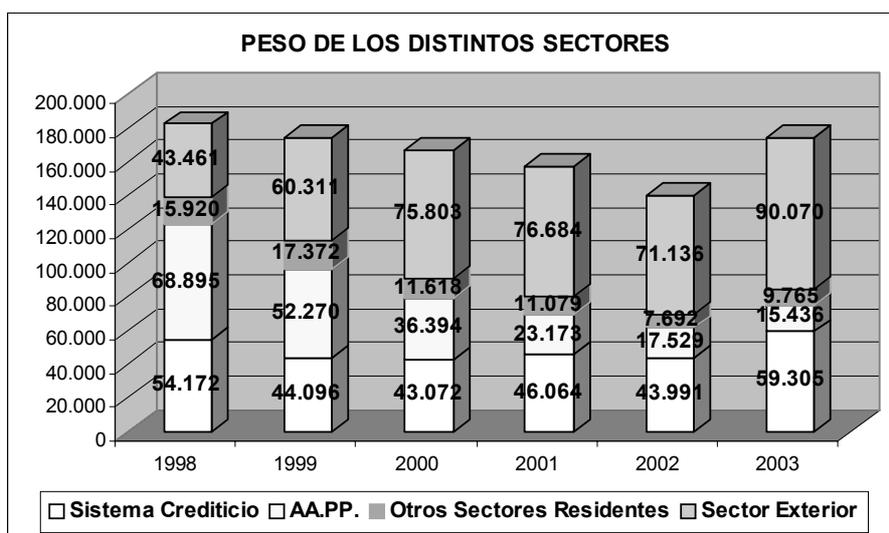
<sup>23</sup> Aunque no aparece desglosado en el cuadro, existe una proporción elevada de fondos garantizados.

<sup>24</sup> Los cuadros con los datos empleados para la realización de estos gráficos se han omitido por razones de espacio.

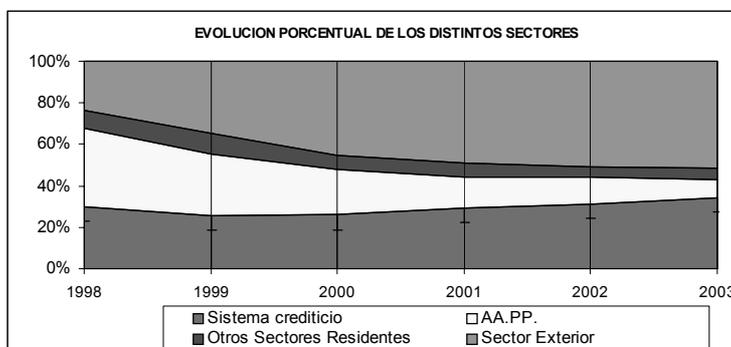
reduce igualmente en los últimos años. Los valores privados ocupan un lugar secundario, con tantos por ciento algo más elevados al principio de la década. Finalmente, el sector exterior recibe escasos recursos hasta 1997, elevándose el tanto por ciento de forma rápida e intensa en los cuatro últimos años.

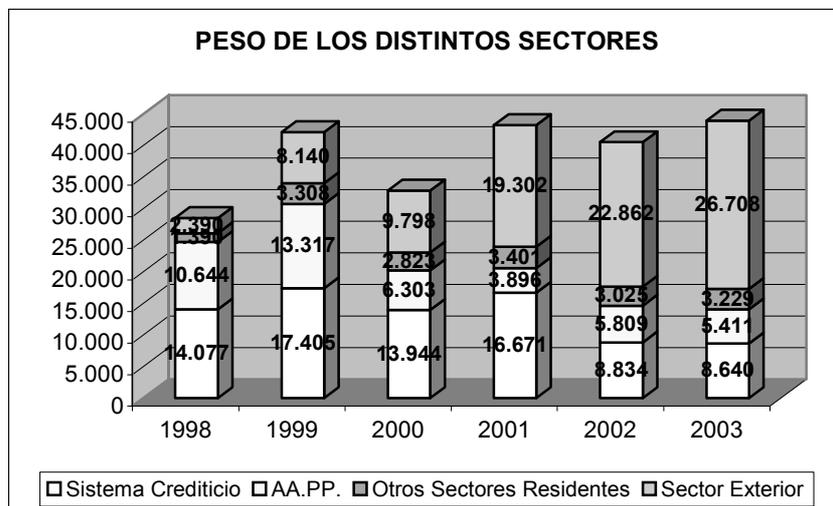
Los FIAMM (o FMM) presentan elevados porcentajes en el sector financiero que se mantienen todo el período. La deuda pública ocupa un lugar importante hasta 1997, bajando en los últimos años, si bien hay una leve recuperación en 2002-03; en todo caso son inversiones a corto plazo. La presencia de la deuda privada que es muy reducida hasta 1998, sube en los tres últimos años alcanzando un porcentaje apreciable, aunque menor en 2002-03. Algo parecido sucede con el sector exterior, que crece rápidamente desde ese año, aunque sin alcanzar los porcentajes que tiene en los FIM.

**Gráfico 1. Evolución de las inversiones de las IIC (FIM+ SIM+ SIMCAV)**

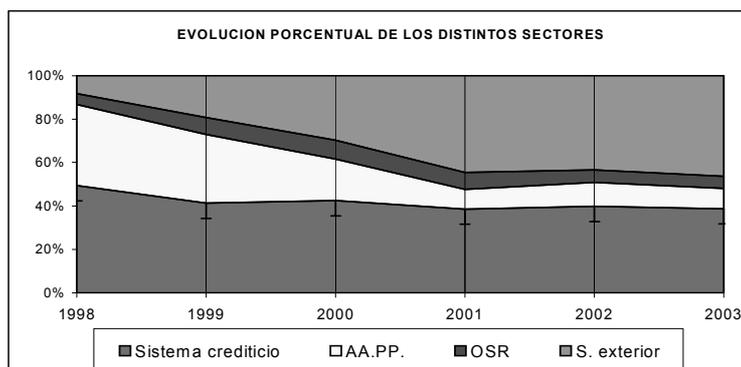


Fuente: Banco de España (1999 a 2004), Boletín estadístico y elaboración propia



**Gráfico 2. Evolución de las inversiones de las instituciones de inversión colectiva (FMM)**

Fuente: Banco de España (1999 a 2004), Boletín estadístico y elaboración propia



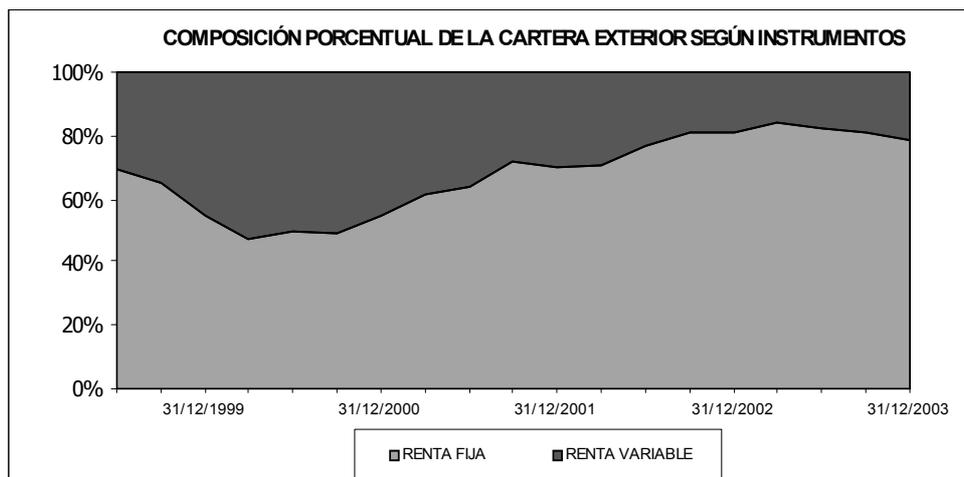
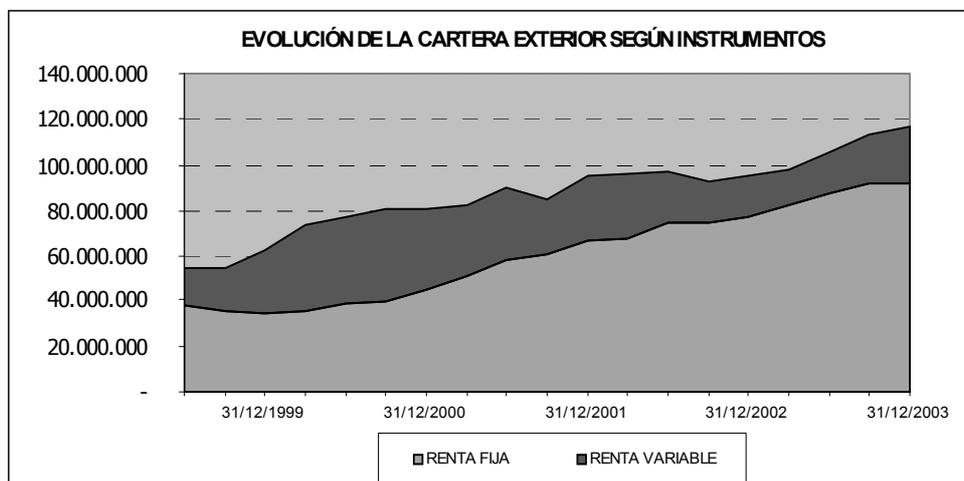
## 5. LA CARTERA EXTERIOR DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

Ya hemos comentado en el apartado anterior que uno de los fenómenos más relevantes de los últimos años es el elevado incremento de las inversiones en el exterior de las IIC, que suponen en diciembre de 2003 prácticamente el 50% del activo de estas entidades; al mismo tiempo, desde diciembre de 1998 hasta diciembre de 2003, el valor absoluto de estas inversiones prácticamente se multiplica por diez en el caso de los FMM y se duplica en el conjunto formado por los FIM y las sociedades de inversión.

Esta circunstancia contrasta, en parte, con los datos mostrados en el cuadro 4, que permite apreciar que los denominados fondos internacionales (ya sean de renta fija,

mixtos o de renta variable) no representan un porcentaje equivalente del patrimonio de los fondos, por lo que este crecimiento de la inversión exterior no cabe atribuirlo sólo a un aumento de las preferencias de los inversores que hayan decidido apostar por este tipo de fondos que invierten en el exterior, sino que es algo generalizado en todas las instituciones de inversión colectiva que han buscado en otros países una forma de diversificar sus inversiones y aumentar la rentabilidad de las mismas, lógicamente con algunas limitaciones en función de las características concretas de algunas de estas instituciones.

**Gráfico 3. Inversiones en el exterior de las instituciones de inversión colectiva (total IIC)**

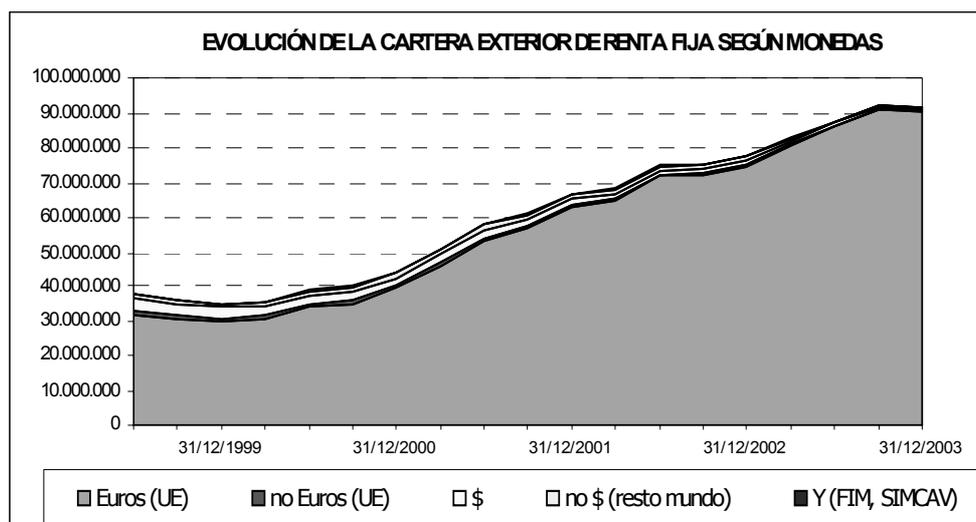


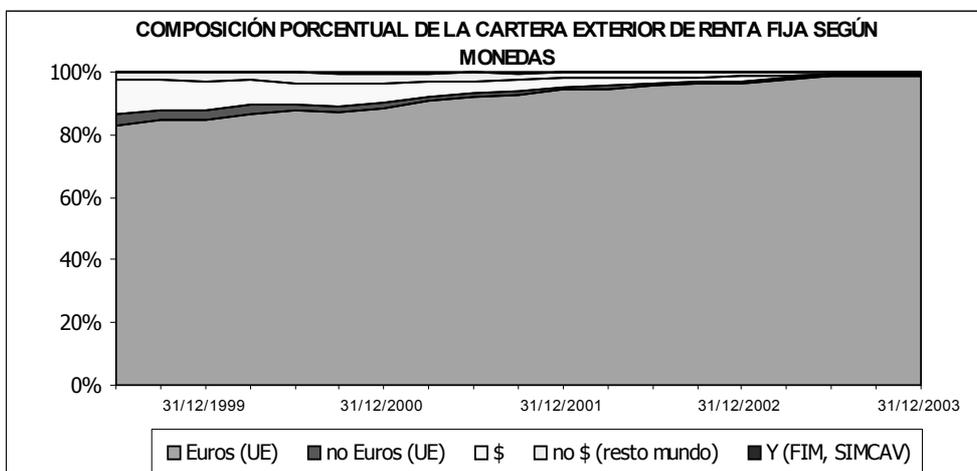
Fuente: CNMV (2004), Estadísticas de las instituciones de inversión colectiva y elaboración propia

Este importante crecimiento de las inversiones en el exterior también se pone de manifiesto en el gráfico 3, que muestra, por una parte, una tendencia creciente en el total de la inversión exterior que sigue el comportamiento de la renta fija, y no tanto de la renta variable. Esta situación se aprecia más claramente al analizar la distribución entre ambas sobre el total de la cartera exterior, pues existen altibajos, presentando un comportamiento diferenciado a lo largo de los últimos años. En concreto, en los primeros trimestres incluidos en la información disponible, la cartera de renta variable crece más rápidamente que la de renta fija, hasta superarla en septiembre de 2000, en que supone casi el 51% de la inversión en el exterior. A partir de ese momento, la renta variable comienza a disminuir, siendo superada por la renta fija, la cual alcanza la mayor participación relativa al final del primer trimestre de 2003 (con algo más del 84% del total). Probablemente la evolución de los mercados bursátiles internacionales, que han tenido una trayectoria similar a la de la bolsa española, con grandes altibajos y una evolución descendente de las cotizaciones son los que determinan este cambio de comportamiento.

Si nos fijamos ahora en la composición de la inversión exterior según las monedas en las que se materializa, los gráficos 4 y 5 permiten comprobar que se producen claras diferencias entre la cartera de renta fija y la de renta variable: mientras que cuando se trata de inversiones en renta fija, la moneda que predomina es el euro (que llega a suponer casi el 99% al final del año 2003), las inversiones en renta variable se reparten algo más entre las distintas monedas, aunque de nuevo la moneda única es la más importante.

**Gráfico 4. Cartera de renta fija exterior de las instituciones de inversión colectiva (total IIC)**

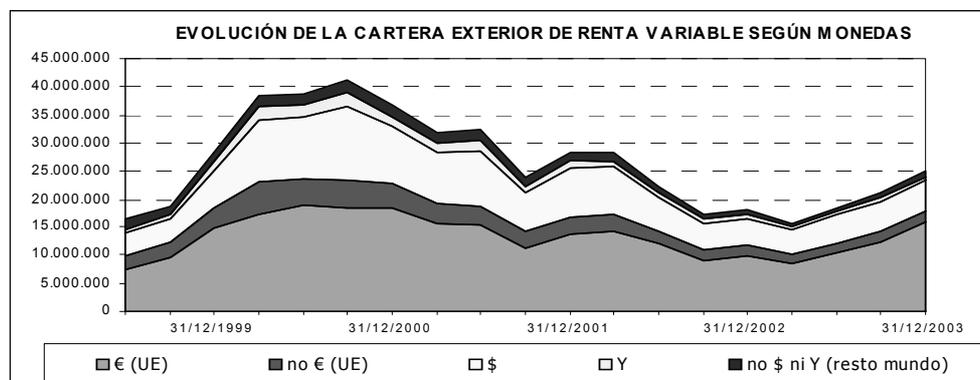


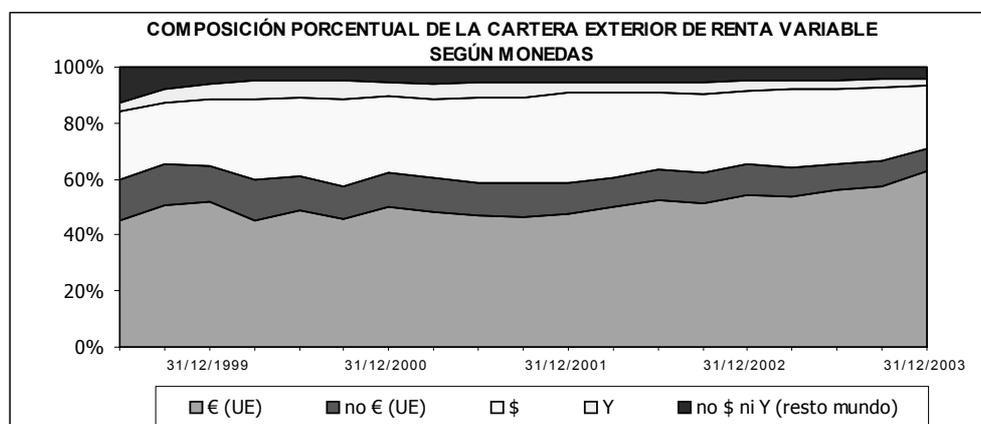


Fuente: CNMV (2004), Estadísticas de las instituciones de inversión colectiva y elaboración propia

La cartera de renta fija (cuantitativamente mayor, como ya se ha indicado), está compuesta casi exclusivamente por inversiones en euros; ambas circunstancias permiten afirmar que el comportamiento de los fondos españoles ha sido más bien conservador a la hora de invertir en el exterior ya que, además de reducir el riesgo de los mercados bursátiles, apenas se incurre en el denominado riesgo de cambio. En otras palabras, si bien los fondos han buscado diversificar sus inversiones éstas se han dirigido a la renta fija de países europeos pertenecientes a la Unión Monetaria. Esta situación también puede ser una muestra de un fenómeno de carácter más general (que no afecta sólo a las IIC, sino también a otras instituciones financieras), según el cual parece existir una pérdida de atractivo de los valores de renta fija de estadounidenses, como los bonos del Tesoro, etc.

**Gráfico 5. Cartera de renta variable exterior de las instituciones de inversión colectiva (total IIC)**





Fuente: CNMV (2004), Estadísticas de la instituciones de inversión colectiva y elaboración propia

En el caso de la inversión en renta variable (véase el gráfico 5), el riesgo asumido es superior, no sólo por el tipo de inversión efectuada, sino por el mayor *reparto* entre monedas (y consiguientemente, entre países a los que se destinan los recursos). A pesar de ello, el número de éstas no es muy grande y la proporción que representan cada una de ellas no experimenta grandes variaciones: las inversiones en euros son las más importantes superando el 50% del total prácticamente a lo largo de todo el período del que se tienen datos<sup>25</sup>, seguidas por las inversiones en dólares (que oscilan entre el 23% y el 32% del total); las restantes monedas tienen valores más reducidos (alrededor del 11,5% y del 4,4% es el promedio de las inversiones efectuadas en monedas de la UE no pertenecientes a la UM y en yenes, respectivamente). Teniendo en cuenta esta circunstancia cabría afirmar, por lo tanto, que, a pesar de la existencia de fondos especializados en la inversión en determinadas zonas geográficas (como los denominados países *emergentes*), el interés por estas inversiones es aún muy modesto.

## 6. LA RENTABILIDAD OBTENIDA POR LOS FONDOS DE INVERSIÓN

En los cuadros 5 y 6 recogemos unos datos sobre las rentabilidades obtenidas por los fondos de inversión. La clasificación de los fondos ha variado en 1998, esto ha determinado que la información contenida en ambos cuadros no sea comparable. Por ello, comentamos separadamente los datos de cada cuadro.

<sup>25</sup> En este caso se produce un importante crecimiento en el año 2003, lo que les lleva a alcanzar casi el 63% del total, a costa fundamentalmente de las inversiones en dólares (probablemente debido a la evolución de la cotización de esta moneda a lo largo de dicho año 2003) y, en menor medida, en monedas de la UE no pertenecientes a la UM.

### 6.1. Periodo 1991 a 1998

Como se puede calcular fácilmente a partir de los datos del cuadro 5, la rentabilidad media anual acumulativa ha sido de un 9,1%; este porcentaje nos indica unos resultados bastante favorables de los fondos durante estos siete años.

Por otra parte, la evolución ha sido bastante regular a lo largo del período. Sólo el año 94, por el comportamiento de los mercados internacionales, presenta una rentabilidad muy modesta, inferior a la de los restantes ejercicios.

**Cuadro 5. Rentabilidad acumulada de los fondos de inversión.  
(De diciembre 1990 a diciembre 1998. Datos en %)**

Tipo de fondos	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Renta fija	12,95	22,80	40,58	42,36	56,31	73,87	84,42	91,18
Renta fija mixta	12,45	21,06	43,81	40,99	54,72	76,39	94,57	105,44
Renta variable mixta	8,64	9,13	40,78	32,62	47,62	87,04	119,22	136,23
Renta variable	7,58	3,73	48,57	35,58	53,50	107,66	171,38	196,46
FIAMM	12,19	24,27	38,17	47,38	59,18	70,28	77,53	80,52
Internacionales	13,09	25,66	63,08	52,29	61,53	80,68	115,67	Sin datos
Total fondos	12,59	23,22	39,73	43,76	56,34	71,30	83,83	---

Fuente: Inverco (consulta al sitio web realizada el 7-3-2004)

Si atendemos a los resultados de los distintos tipos de fondos, nos encontramos con situaciones muy distintas; mientras que los fondos con participación, en mayor o en menor medida, de la renta variable, presentan rentabilidades superiores al conjunto, los de renta fija, especialmente los FIAMM, se sitúan por debajo de la media. Estos comportamientos no son homogéneos a lo largo del tiempo, ya que los buenos resultados de los fondos de renta variable aparecen a partir del año 1996 y además presentan una elevada volatilidad en los años anteriores. Lo contrario se puede decir de los fondos de renta fija.

Comentamos de forma más amplia las rentabilidades desde el año 96, dados los importantes cambios de este período reciente. Como es bien sabido, la rentabilidad obtenida por los fondos viene determinada no sólo por los rendimientos derivados de sus inversiones, sino también por la variación en el valor de su cartera. Este hecho explica que, durante los dos últimos años en los que se ha producido un considerable descenso de los tipos de interés, los FIM no hayan visto reducida sustancialmente su rentabilidad ya que dicho descenso ha provocado una elevada revalorización de sus valores liquidativos al tener una parte importante de su cartera invertida en valores a medio y largo plazo.

Sin embargo, esta rentabilidad fue inferior a la de la deuda pública a medio y largo plazo, debido a la menor rentabilidad obtenida en las adquisiciones temporales de valores, las cuales también suponen un porcentaje importante de su activo<sup>26</sup>. Además, como ya se ha indicado, este descenso de los tipos de interés se ha intentado compensar mediante una mayor inversión en renta variable, en la que los rendimientos han sido muy elevados, dado el favorable comportamiento del mercado bursátil. Por el contrario, los FIAMM, al invertir a corto plazo, han visto reducida su rentabilidad en mayor medida, ya que todas sus inversiones se realizan a corto plazo y reflejan, de forma casi inmediata, las alteraciones que se producen los tipos de interés.

Otro dato interesante es que los fondos de renta variable han obtenido, desde diciembre de 1995 hasta diciembre de 1998, una rentabilidad del 367,21%, mientras que el índice IBEX-35 desde diciembre de 95 hasta diciembre de 98 ha subido un 250,9%. Aun teniendo en cuenta las diferencias metodológicas de ambas cifras, es claro que el comportamiento de estos fondos ha sido mucho más positivo que el de la bolsa.

## **6.2. Periodo 1998 a 2003**

Los dos primeros años del periodo, 1998 y 1999, presentan unos buenos resultados comparables con los del período anterior, sólo los fondos de renta fija a largo plazo y los garantizados de renta fija presentan resultados negativos en el segundo año citado, lo que puede estar relacionado con los descensos del valor de la renta fija en los mercados americanos, que se «contagió» a los mercados europeos.

En 2000 y 2001 la situación es muy diferente, ya que globalmente los fondos han tenido resultados negativos. Estos resultados negativos aparecen en todas las categorías que mantienen, en mayor o menor proporción, valores de renta variable en su cartera, bien de empresas españolas o bien de sociedades extranjeras. Por lo tanto, la mala situación bursátil es la causa de este mal comportamiento de los fondos de inversión.

En 2002 la rentabilidad es todavía más negativa en casi todos los tipos de fondos, por la misma causa. La recuperación de la bolsa en 2003 ha permitido pasar a rentabilidades positivas en todas las categorías.

---

<sup>26</sup> Este hecho, que supone un efecto amortiguador de las variaciones de los tipos de interés, también se produce (pero en sentido opuesto) en los períodos de aumento de los tipos de interés, de ahí que, por ejemplo, en el 95, creciera el % que suponían las adquisiciones temporales de valores y en 1996 y 1997 dicho % se redujera.

**Cuadro 6. Rentabilidad de los fondos de inversión.  
(De diciembre 1997 a diciembre 2003. Datos en %)**

	FMM	IFMM	RFCP	RFLP	RFM	RVM	RVN	RFI	RFMI	RVMI	RVE	RVI	GRF	GRV	FGL	Total fondos
1998	2,99	4,06	4,49	6,31	10,67	20,48	30,12	4,57	10,42	11,53	26,58	12,89	7,87	18,02	13,44	9,53
1999	1,52	4,78	0,59	-0,74	4,02	11,45	16,49	3,29	6,75	19,70	36,81	49,66	-1,11	5,83	18,22	7,44
2000	1,50	3,03	3,05	4,05	0,43	-6,86	-16,67	7,46	-1,20	-5,67	-6,10	-16,98	3,73	-1,12	-6,77	-1,99
2001	3,54	-0,36	3,75	3,95	-0,60	-7,41	-9,18	2,68	-1,83	-9,07	-19,70	-22,00	4,17	0,10	-6,98	-2,34
2002	2,42	0	2,72	4,34	-3,84	-15,92	-26,91	0,64	-2,42	-17,96	-33,45	-33,68	4,46	0,37	-12,42	-2,31
2003	1,50	0	1,98	2,61	5,22	11,41	27,49	1,32	2,09	7,02	19,4	13,24	2,34	3,27	4,83	4,25

*Notas: A partir de junio de 1999, se modificó la clasificación de los fondos. Para el periodo de enero a mayo de dicho año y para el cálculo de la rentabilidad de 1998 se ha asignado a cada fondo la misma vocación inversora que declararon en junio de 1999.*

*Significado de las siglas: IFMM: FMM Internacional; RFCP: renta fija corto plazo; RFLP: renta fija largo plazo; RFM: renta fija mixta; RVM: renta variable mixta; RVN: renta variable nacional; RFI: renta fija internacional; RFMI: renta fija mixta internacional; RVMI: renta variable mixta internacional; RVE: renta variable euro; RVI: renta variable internacional, GRF: garantizado renta fija; GRV: garantizado renta variable; FGL: fondos globales.*

*Fuente: Inverco (consulta al sitio web realizada el 7-3-2004); CNMV (2004) Informe anual sobre los mercados de valores 2003 y elaboración propia*

Los fondos de renta fija que tuvieron resultados poco favorables en 1999, tienen en el trienio 2000-2002, una situación más positiva que los de renta variable, posiblemente por el descenso de los tipos de interés de las emisiones especialmente en el año 2001. En general, el rendimiento de los fondos de renta fija, a corto o a largo plazo, se sitúa por debajo de los tipos de interés de emisión de la deuda pública. En 2003, sin embargo, los resultados positivos de los fondos de renta variable se colocan por delante de los de renta fija.

Durante el cuatrienio 2000-2003 el IBEX -35 ha descendido en un 33,29% (30,2% de 1999 a 2002). Durante 2000-2002 los fondos de renta variable nacional, tienen una rentabilidad acumulada de -25,85%; en 2003 el resultado de estos fondos es una cifra positiva de 27,49%; por tanto, la situación de estos fondos es mucho peor que la de la bolsa española. Otros resultados negativos obtienen los fondos de renta variable euro, -59,25% en el bienio, y los de renta variable internacional que acumulan pérdidas en estos dos años de -72,66% (el peor resultado de todas las categorías).

En resumen, podemos afirmar que los malos resultados de las bolsas son la causa principal de la situación negativa de algunos fondos en el trienio 2000-2002. El cambio

de estrategia de los fondos hacia la renta variable en detrimento de la renta fija ha motivado estos resultados negativos.

## 7. LA IMPORTANCIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES

En numerosas ocasiones se ha indicado que el crecimiento de la inversión institucional era algo muy positivo para los mercados de valores españoles, ya que podía proporcionarles cierta estabilidad y garantizar una afluencia de recursos constante hacia dichos mercados. Sin entrar en demasiados detalles sobre este aspecto, de los datos manejados sobre las inversiones de los fondos que se recogen en el cuadro 7, se deduce que la actuación de este tipo de entidades es especialmente importante en el mercado de deuda pública, tanto a corto, como a medio y largo plazo.

**Cuadro 7. Influencia de los fondos de inversión en los mercados de valores.  
(Datos en millones de euros a diciembre de cada año)**

Fecha	Cartera a vencimiento (total fondos)*				Pro memoria: Adquisiciones temporales de valores de los fondos	Saldo vivo de renta fija			Capitalización bursátil: mercado continuo
	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones del Estado	Renta fija privada	Acciones		Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones del Estado	Renta fija en AIAF	
1994	22.075	8.655	4.709	1.430	24.407	70.397	94.527		116.110
1995	15.434	7.200	2.578	1.575	38.477	70.607	116.626		131.796
1996	30.249	17.441	3.630	2.632	46.242	80.548	135.522	20.829	183.576
1997	34.967	31.691	4.886	6.004	59.452	71.790	159.947	26.574	259.020
1998	25.542	47.280	7.019	11.337	50.423	59.754	177.843	32.531	333.138
1999	19.830	45.183	25.542	15.037	34.190	53.142	205.827	69.376	419.815
2000	11.786	48.583	19.518	9.786	36.193	44.663	225.202	78.308	471.124
2001	5.337	32.388	18.567	7.410	37.847	35.584	238.363	99.406	444.603
2002	7.063	23.759	15.105	5.426	34.485	35.831	247.611	126.943	339.635
2003	6.825	21.414	21.250	6.865	39.676	38.766	246.468	197.752	433.971

\* Valores emitidos por residentes

Fuente: Banco de España (1995 a 2004), Boletín estadístico, CNMV (1995 a 2004), Informe anual de los mercados de valores y AIAF (1995 a 2004), Memoria

Así, tomando únicamente los importes correspondientes a 1997 y 1998, se aprecia que la cartera de letras del tesoro en poder de FIM y FIAMM suponía el 48,7% y el 42,7% sobre el saldo vivo total de este instrumento en diciembre de 97 y de 98, respectivamente. Los porcentajes correspondientes a los años siguientes descienden,

por los cambios de estrategia de inversión ya comentados. En el caso de la deuda a medio y largo plazo los porcentajes correspondientes a 1997 y 1998 son inferiores (19,81% y 26,58%), el año 99 se reduce ligeramente (21,95%), apareciendo un descenso más acusado en las dos fechas siguientes. Debe tenerse en cuenta que únicamente se ha considerado la cartera a vencimiento que poseen estas instituciones. Si se toma el total de dicha cartera y además se añade el valor de las adquisiciones temporales que corresponden a valores públicos, la influencia de los fondos de inversión es considerablemente superior: 54,41% y 51,87% del saldo vivo total de valores emitidos por el Estado en diciembre de 1997 y 1998, respectivamente. Esta relación desciende sin embargo en los últimos años.

En el caso de los restantes valores de renta fija (los emitidos por agentes no pertenecientes a las administraciones públicas), la mayor parte de los mismos están admitidos a negociación en el mercado AIAF. Tomando en este caso las cifras de los años 1999 y 2000, que son de los que presentan los importes más elevados, también se puede deducir que el cambio de estrategia inversora de los fondos (aumentando sus adquisiciones de renta fija privada), ha hecho que tengan también un papel de cierta importancia en este mercado. De esta forma, la cartera de renta fija (a vencimiento) supone, aproximadamente, el 23,26% y el 19,29% sobre el total del saldo vivo admitido a negociación en los años 99 y 2000, respectivamente (es decir, unos valores similares a los que se obtenían en el caso de la deuda pública)<sup>27</sup>, mientras que ya al finalizar el periodo (2003) el porcentaje desciende al 10,7%.

En cuanto a los mercados de renta variable, a pesar del crecimiento experimentado por la cartera de los FIM, los datos del cuadro 7 revelan que el reducido valor que aún presenta la misma, supone que la influencia que pueden ejercer en estos mercados es todavía poco significativa. Así, tomando los años 1998 y 1999, en los que la cartera de acciones de los fondos es elevada, el porcentaje que dicha cartera representaba sobre la capitalización bursátil en el mercado continuo era del 3,40% y 3,58%, respectivamente, valores claramente inferiores a los que se obtenían en el caso de los mercados de deuda pública y privada<sup>28</sup>.

En los años siguientes el porcentaje baja algo a pesar del descenso de la capitalización bursátil.

---

<sup>27</sup> Los valores calculados no corresponden exactamente a la influencia en el mercado AIAF porque debemos recordar que parte de la renta fija se negocia en las bolsas de valores; además, en los saldos vivos admitidos en el mercado AIAF, están incluidas las emisiones de bonos matador que corresponden a emisores no residentes.

<sup>28</sup> La influencia en el mercado bursátil medida a través del porcentaje que representa la cartera de acciones sobre la capitalización bursátil no es directamente comparable con la obtenida en el mercado de deuda. No obstante, la fuerte diferencia entre ambos datos sí que es lo suficientemente significativa como para permitirnos afirmar la menor importancia de la actividad de los fondos en dicho mercado.

A pesar de lo que se acaba de comentar, la presencia de la inversión colectiva en la bolsa española es bastante importante pero no corresponde a los fondos españoles, sino a instituciones extranjeras que invierten en nuestro país<sup>29</sup>. Si se toman los datos de las empresas cotizadas, se observa que existe una participación muy importante por parte de los inversores institucionales no residentes, especialmente en algunas de las principales sociedades que cotizan en el *parqué* español, los denominados *blue chips*. Considerando las diez gestoras de fondos más activas, ocho son estadounidenses, una alemana y sólo una española (perteneciente al grupo del Santander Central Hispano) y entre todas ellas son propietarias aproximadamente del 35% del capital social de las empresas que componen el índice IBEX 35.

## 8. CONCLUSIONES

Como respuesta a los interrogantes que nos planteábamos en este trabajo, el estudio realizado indica que, en el periodo considerado, las inversiones de los fondos de inversión (sobre todo de los FIM), han experimentado un cambio bastante importante, especialmente a partir de 1998. En este sentido, cabría hablar de dos etapas claramente diferentes en lo que a la estructura de las inversiones se refiere. La primera etapa, que abarcaría hasta el citado 1998, se caracteriza por un volumen muy reducido de la cartera de renta variable; las mayores inversiones de los fondos se concentraban en la adquisición de deuda pública, bien a vencimiento, bien en forma de adquisiciones temporales de valores. En cambio, en la segunda etapa (que corresponde a los años más recientes, de 1998 a 2003), se produce un cambio importante, de forma que se reducen las adquisiciones temporales y la cartera de renta fija pública, que son sustituidas por renta variable, aunque se producen descensos de esta cartera en los últimos años, e inversiones en el exterior (que corresponden a renta variable sólo en una parte poco importante).

La causa de estos cambios puede encontrarse fundamentalmente en los fuertes descensos experimentados por los tipos de interés (especialmente en los últimos años de la primera etapa), ya que esta circunstancia provocó que disminuyeran los rendimientos de las inversiones en renta fija y aumentara la rentabilidad de las inversiones en renta variable. Además de ello, durante los últimos años, las sucesivas reducciones del déficit público han permitido también que se reduzca la apelación a los mercados de valores por parte del Estado y, por lo tanto, que el volumen de deuda pública en circulación disminuya. Finalmente, a partir de 1999, la instauración de la moneda única, eliminó el riesgo de tipo de cambio, lo que facilitó aún más las inversiones en el exterior.

---

<sup>29</sup> Véase «Los fondos que controlan la Bolsa», Cinco Días, 19-6-2004, pp. 13-15.

Las dos etapas comentadas tienen, lógicamente, efectos diferentes. Así, durante la primera de ellas, la política de inversiones de los fondos ha permitido que el Estado haya encontrado una fuente de recursos elevada y, por otra parte, que las entidades de depósito no hayan visto reducida sustancialmente su financiación a pesar del descenso experimentado por los depósitos del sector privado producido por el incremento del patrimonio de los fondos de inversión<sup>30</sup>. En la segunda de las etapas, la citada disminución del déficit público ha hecho que el cambio de la política de inversiones de los fondos no haya *perjudicado* al sector público que, en este sentido, no se ha encontrado con grandes dificultades para obtener los recursos que ha necesitado. Precisamente por esta circunstancia, podemos afirmar que el comportamiento de los fondos de inversión tiene efectos relevantes sobre los mercados de valores de renta fija (especialmente sobre el mercado de deuda pública), a pesar de que sus inversiones en este mercado hayan sufrido una disminución.

En cuanto al mercado bursátil, durante los primeros años considerados la actividad de los fondos españoles no tenía gran influencia dado el escaso nivel de las inversiones en renta variable; sin embargo, en los últimos años se ha apreciado un fuerte aumento de la cartera de acciones, aunque con un cambio negativo en el trienio 2000-2002, lo que, en principio, permite afirmar que dicha circunstancia ha sufrido un cambio de cierta importancia. No hay que olvidar que los fondos de renta variable (o renta variable mixta) representan un porcentaje modesto de la cifra global de las IIC; asimismo el porcentaje de inversiones en acciones del total de activo de las IIC es también bastante reducido (véase cuadro 2); a pesar de esto las modificaciones de la política de inversiones de los fondos y los cambios recientes de los inversores entre las distintas categorías de fondos, están muy influenciadas por la marcha de la bolsa; parece como si el comportamiento de las cotizaciones fuera una información relevante para las IIC, independientemente de que las inversiones en el mercado bursátil sean más o menos elevadas.

Por otra parte, no hay que olvidar que los cambios del activo de los fondos de inversión también pueden estar relacionados con las variaciones de las cotizaciones, es decir, simplemente la evolución creciente o decreciente de las cotizaciones de los valores de renta variable determinan que la proporción de estas inversiones aumente o disminuya, respectivamente, aunque no se produzcan cambios en el sentido de compras o ventas de títulos. También, estos cambios pueden guardar relación con las transformaciones experimentadas en las preferencias de los ahorradores, que dirigen sus recursos en distinta medida hacia los diferentes tipos de fondos (de renta fija, renta variable, internacionales, etc.); esta circunstancia *fuertemente* en cierta medida a los gestores de los fondos a dirigir las inversiones hacia distintos instrumentos.

---

<sup>30</sup> A pesar de ello, desde 1997 los bancos (sobre todo) han debido obtener recursos mediante una fuerte apelación al endeudamiento exterior, sobre cuyos peligros han sido advertidos por el Banco de España.

Por otra parte, pensamos que este proceso de aumento de las inversiones en renta variable no suponen que la marcha de la bolsa se vea influida por las decisiones de los gestores de los fondos españoles; más bien al contrario, es la evolución de este mercado la que en parte determina la política de inversión de los fondos, como se demuestra también por el cambio de política que ha sido motivado por la crisis bursátil (junto con la evolución de las rentabilidades de los valores de renta fija). Otra cuestión diferente es la presencia de los inversores institucionales no residentes que, como hemos comentado, sí que es importante, llegando a representar un porcentaje significativo del capital social de las empresas cotizadas más importantes, lo que pone de relieve la creciente internacionalización de los mercados financieros españoles, que cada vez muestran una presencia mayor de capital extranjero.

Finalmente, el elevado crecimiento de las inversiones efectuadas en el exterior (en su mayor parte en la Unión Europea, aunque también una proporción no desdeñable se dirige al resto del mundo), es una muestra más del grado de internacionalización de la economía española que ha venido aumentando en los últimos años. Este cambio que, como ya se ha indicado, se ha visto favorecido por la entrada en vigor de la Unión Monetaria, tiene también su origen en la *necesidad* de compensar los descensos de los rendimientos experimentados en las inversiones en renta fija nacional. Por otro lado, como en el caso de las inversiones en renta variable, no podemos afirmar que el comportamiento de los mercados exteriores se vea afectado por las inversiones de los fondos españoles, sino que, al contrario, estas inversiones pueden venir determinadas por el comportamiento de aquellos mercados en comparación con el que tengan los mercados nacionales.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE ESPAÑA (1993 a 2000): *Boletín estadístico enero de los años 1993 a 2000*.
- BANCO DE ESPAÑA (2004): *Boletín estadístico (consulta en el sitio web de las series históricas 2000-2004)*.
- BANCO DE ESPAÑA (1994 a 2004): *Informe anual de los años 1993 a 2003*.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1999 a 2004): *Informe anual sobre los mercados de valores de los años 1998 a 2003*.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2004): *Estadísticas de las instituciones de inversión colectiva (consulta en el sitio web de las series históricas completas)*.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre de 2003, reguladora de las instituciones de inversión colectiva. (BOE de 5 de noviembre de 2003).
- ALONSO, F. Y SANCHÍS, A. (2002): «La evolución de la composición de las carteras de los fondos de inversión españoles», *Boletín económico del Banco de España*, diciembre, pp.53-59.
- BERGES, A. (1987): «Técnicas instrumentales de diversificación de riesgos en las instituciones de inversión colectiva», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 16. núm. 53, pp. 295-312.
- DE VERA, F. (1996): «Mercado competitivo y fondos de inversión», *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 55, pp. 29-49.
- FREIXAS, X. MARÍN, J. MARTÍNEZ, M. Y RUBIO, G. (edit.) (1997): *La evaluación de los fondos de inversión en España*, edit. Civitas, 144 págs.
- GARCÍA SANTOS, N. (2003): «Rasgos principales de la nueva ley de inversión colectiva», *Cuadernos de información económica*, nº. 177, pp. 107-113.
- 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.
- JORDÁN SALES, L. Y GARCÍA BOZA, J. (2003): «Estimación y contraste del modelo APT en los FIM españoles», *Análisis financiero*, nº 89, pp. 22-35.
- LÓPEZ MARTÍN, M<sup>a</sup> C. Y RODERO FRANGANILLO, A. (1998): «La política de inversiones de los fondos de inversión», *Actualidad financiera*, nº 10, pp. 23-32.
- MATALLÍN J. Y FERNÁNDEZ, A. (1999): «Análisis de la clasificación de los fondos de inversión mobiliaria», *Actualidad financiera*, vol. 4, nº 6, pp. 15-28.
- MATALLÍN SAEZ J. C. Y FERNÁNDEZ IZQUIERDO, A. (2003): «Análisis de la evolución de los fondos de inversión en España», *Análisis financiero*, nº 89, pp. 36-45.
- PALACIOS RANFART, J. Y ÁLVAREZ ALONSO, L. (2003): «Resultados de los fondos de inversión españoles 1992-2001», *Análisis financiero*, nº 91, pp. 8-23.

**ANEXO**  
**Esquema 2. Principales novedades de la ley 35/2003**

Regulación en la ley 35/2003 de 5 de noviembre	Situación anterior a noviembre de 2003
Se permite la constitución bajo una única institución de sociedades y fondos de inversión con <i>compartimentos</i> diferenciados, diferenciándose distintos tipos de participaciones para cada posible <i>compartimento</i> . Las acciones y participaciones pueden soportar diferentes comisiones. Desaparición de las SIM.	Existían distintos tipos de fondos y sociedades de inversión (FIM, FIAMM, SIM y SIMCAV), según las inversiones que podían realizar y la posibilidad de ampliación/reducción de capital, respectivamente. En cada institución todas las participaciones eran idénticas y soportaban las mismas comisiones.
Eliminación de la obligación de cotizar en bolsa para las SICAV.	Las SIMCAV estaban obligadas a cotizar en bolsa.
Silencio administrativo positivo para las solicitudes de autorización de las IIC no resueltas en el plazo máximo previsto de cinco meses.	Las solicitudes debían resolverse con acuerdo motivado en un plazo máximo de seis meses (no se preveía el silencio administrativo).
La CNMV es el órgano competente para autorizar la constitución de una IIC y las modificaciones del proyecto, estatutos o reglamento.	La autorización era competencia del Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, que se encargaba de la instrucción del expediente.
Se amplía la gama de instrumentos financieros en la que pueden invertir las IIC financieras (se incluyen los derivados, valores no cotizados y participaciones en otras IIC) con ciertas restricciones operativas, lo que permite la existencia de los <i>hedge funds</i> . Es posible también reproducir o tomar como referencia un índice determinado.	Existían limitaciones a la gama de activos aptos para la inversión, especialmente en algunos tipos de instituciones.
Además del folleto de la IIC y de los informes trimestral y anual, se establece la existencia de un informe semestral y un folleto simplificado. Se amplía respecto de la regulación anterior el contenido mínimo de todos los documentos de elaboración obligada. En los informes trimestrales deben calcularse y publicarse los gastos totales del fondo.	Sólo existían los informes anual y trimestral, con un contenido mínimo inferior. En los informes sólo se notificaba la comisión de gestión y depósito.
Las sociedades gestoras, los depositarios y las sociedades de inversión deben someterse al régimen de conducta de la ley del mercado de valores. Las gestoras deben contar con un departamento de atención al cliente y un defensor del cliente.	Se preveían normas de conducta generales para estas entidades con menor contenido que lo establecido actualmente. No era necesaria la existencia de un departamento de atención al cliente y un defensor del cliente.
Ejercicio de los derechos políticos en caso de relevancia cuantitativa y estabilidad de la participación de un fondo en el capital de una sociedad; justificación del sentido del voto o su no ejercicio.	No se preveía anteriormente nada en este sentido
Regulación del <i>pasaporte comunitario</i> para las sociedades gestoras y la comercialización transfronteriza de las acciones y participaciones de IIC.	Aspectos no regulados anteriormente.
Regulación detallada de las actividades, obligaciones y funciones de las sociedades gestoras y de los depositarios.	Estos aspectos se recogían anteriormente en el reglamento de desarrollo de la ley 46/1984.
Modificación del régimen sancionador adecuándolo al existente en otros sectores financieros.	El régimen sancionador presentaba algunas especificidades en este tipo de instituciones.

Fuente: Ley 35/2003 reguladora de las IIC y elaboración propia