

EVOLUCIÓN RECENTE Y SITUACIÓN ACTUAL COMPARADA DE LA INVERSIÓN  
COLECTIVA EN ESPAÑA

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Luis Ángel Maza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Uno de los fenómenos más relevantes del desarrollo reciente del sistema financiero internacional es el avance de la inversión colectiva. El sistema financiero español no ha sido ajeno a esta evolución, como pone manifiesto el hecho de que, entre 1991 y junio de 2006, el volumen de los activos gestionados bajo esta modalidad de inversión se ha multiplicado por más de 9. La innovación financiera, que se ha reflejado en la aparición de nuevos productos, y la propia expansión de esta industria han obligado a adaptar varias veces el marco regulatorio en el que opera. De hecho, recientemente se han publicado varias normas<sup>1</sup> que afectarán al desarrollo futuro de estos mercados y las instituciones que operan en ellos.

Es importante recordar que la inversión colectiva permite a los ahorradores individuales una mayor diversificación de los riesgos de su cartera y amplía sus posibilidades de inversión. Al mismo tiempo, puede repercutir positivamente sobre la remuneración de su ahorro gracias a los menores costes que supone la gestión profesional del mismo como consecuencia de la explotación de mayores economías de escala.

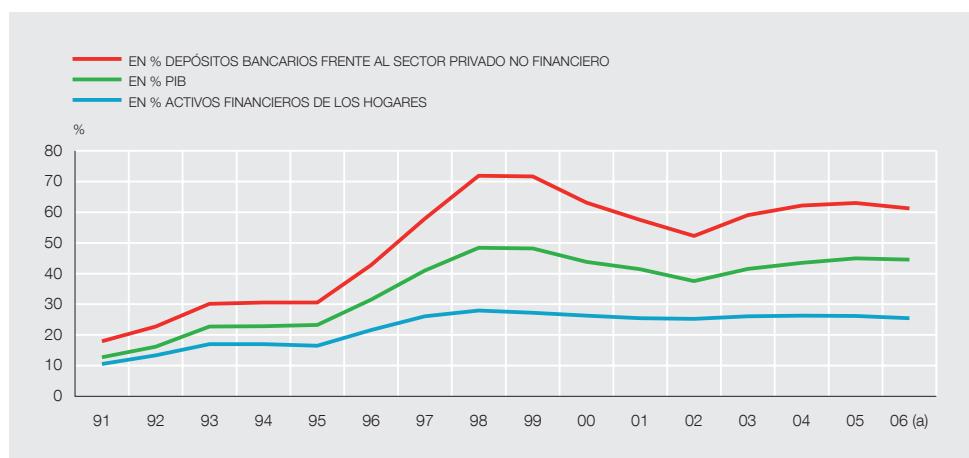
En este contexto, resulta de interés revisar las principales características de la inversión colectiva en España y ponerlas en perspectiva mediante una comparación tanto con el propio pasado de esta industria como con su estado actual en otros países de nuestro entorno. Para ello, en el segundo epígrafe de este artículo se analiza la situación actual y la evolución reciente de la industria nacional, en el tercero se realiza una comparación internacional y, por último, en el cuarto se resumen las principales conclusiones.

### **Evolución reciente y situación actual de la inversión colectiva en España**

Como se aprecia en el gráfico 1, la inversión colectiva ha registrado un fuerte desarrollo en España desde comienzos de los años noventa. Así, entre finales de 1991 y mediados de 2006, el patrimonio gestionado por esta industria (que incluiría tanto las formalmente denominadas «instituciones de inversión colectiva» —IIC, en adelante<sup>2</sup>— como el ahorro jubilación materializado en planes de pensiones y asimilados<sup>3</sup> y las entidades de capital riesgo) ha pasado del 13% del PIB al 44%. El avance en relación con el volumen de los depósitos del sistema crediticio frente al sector no financiero ha sido igualmente muy apreciable (del 18% al 60%). El número de inversores también ha aumentado de manera sensible, aunque de forma más acusada en el caso de los partícipes de fondos de inversión que en los titulares de fondos de pensiones. De acuerdo con la CNMV, los primeros superan actualmente los 10,3 millones, al mismo tiempo que, según la Asociación Inverco, los segundos se sitúan por encima de los 9,5 millones.

Detrás de este dinamismo se encuentra, además de las ventajas ya comentadas para los inversores, la favorable fiscalidad que tanto los fondos de inversión como los planes de pen-

1. Por un lado, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, que deroga a la Ley 1/1999, y, por otro lado, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de esta Ley. 2. La legislación española establece que las instituciones de inversión colectiva las componen las sociedades y los fondos de inversión, tanto los mobiliarios como los inmobiliarios. 3. En este artículo, por planes asimilados se entenderán las entidades de previsión social o voluntaria (también llamadas mutualidades), los fondos de pensiones internos de entidades de crédito y los denominados *unit-linked*, que no necesariamente tienen una finalidad de jubilación. Por tanto, los seguros de jubilación no están incluidos en esta definición.



FUENTES: CNMV y Banco de España.

a. Datos correspondientes a junio de 2006.

siones han tenido frente a otros productos sustitutivos<sup>4</sup>. Asimismo, el interés de las entidades de crédito por comercializar estos productos ha favorecido su expansión.

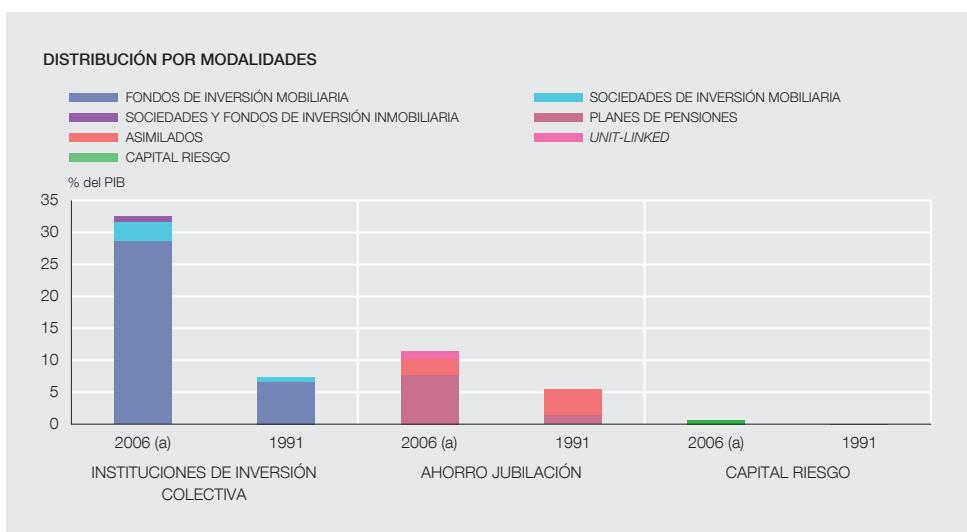
Por tipo de instituciones, el avance ha sido desigual. Así, tal como se aprecia en el gráfico 2, las IIC han sido las que han experimentado un desarrollo más intenso, de modo que se configuran actualmente como la modalidad que mayor patrimonio gestiona (las tres cuartas partes de la industria). En segundo lugar en importancia se encuentra el denominado ahorro jubilación (planes de pensiones, asimilados y *unit-linked*<sup>5</sup>), que se ha expandido a un ritmo notablemente inferior. Finalmente, las entidades de capital riesgo eran casi inexistentes a principios de los noventa y, a pesar de que durante los últimos dos años han empezado a mostrar un mayor dinamismo, el volumen de activos apenas representaba el 2% de la inversión colectiva a mediados de 2006.

Dentro de las IIC, los fondos de inversión mobiliaria son los instrumentos que han experimentado una mayor expansión, y a mediados de 2006 concentraban las dos terceras partes de la inversión colectiva en términos de patrimonio. Las sociedades de inversión mobiliaria acumulaban en la misma fecha el 7% del valor de los activos de esta industria, mientras que las sociedades y los fondos de inversión inmobiliarios, que aparecieron en 1993, han tenido hasta el momento un escaso desarrollo, aunque recientemente han mostrado cierto dinamismo.

Al auge de los fondos de inversión han contribuido algunas de las características de estos instrumentos, como son la elevada liquidez de las participaciones, la amplia gama de productos con distintas combinaciones rentabilidad-riesgo y una fiscalidad favorable en comparación con activos sustitutivos como, por ejemplo, los depósitos bancarios.

Por lo que se refiere al ahorro jubilación, los instrumentos que han experimentado una mayor expansión son los planes de pensiones, cuyo patrimonio se ha multiplicado por 15 desde principios de los noventa. De este modo, estos productos se sitúan actualmente en segundo

4. Para más detalles, véase García-Vaquero y Hernández de Cos (2003). 5. Los *unit-linked* son activos financieros híbridos, ya que, a pesar de tener la forma jurídica de un seguro de vida, el activo se materializa en fondos de inversión o cestas de activos, de manera que el inversor puede variar la estructura de cartera sin tener que tributar como consecuencia de esos cambios, al igual que lo que ocurre con los «fondos paraguas» y, desde 2003, con todos los fondos de inversión.



FUENTES: CNMV y Banco de España.

a. Datos correspondientes a junio de 2006.

lugar en importancia dentro de la inversión colectiva. A esta evolución han contribuido tanto la estabilidad del marco legislativo a partir de 1996 como el proceso de exteriorización de los planes de empleo<sup>6</sup>. Además, estos vehículos han tenido una fiscalidad favorable en comparación con otros instrumentos financieros alternativos<sup>7</sup>. Como contrapartida, hay que señalar la escasa liquidez de estos activos, si bien los partícipes pueden traspasar su patrimonio (derechos consolidados) de un plan a otro.

El desarrollo de la inversión colectiva en fondos de inversión y planes de pensiones ha venido acompañado de una ampliación de la tipología de productos disponibles. Baste mencionar a este respecto los fondos garantizados<sup>8</sup>, que tuvieron una elevada aceptación a mediados de los noventa, los *unit-linked*, los fondos especializados en materias primas y, más recientemente, aprovechando la nueva legislación sobre IIC, los fondos principales-subordinados y los fondos cotizados, que han tenido una buena acogida entre los inversores en las semanas transcurridas desde su lanzamiento.

Asimismo, la composición de las carteras de estos vehículos de inversión colectiva ha experimentado cambios importantes en estos años. Así, tal como se observa en el gráfico 3, a mediados de los noventa el peso de las acciones y de los valores extranjeros era muy reducido tanto en el caso de los fondos de inversión (5%) como de los planes de pensiones (11%). El grueso del patrimonio estaba materializado en deuda emitida por residentes (entre los que destacaba el Estado) e instrumentos del mercado monetario. En 2006, el balance de estas instituciones presenta un mayor grado de diversificación. Concretamente, ha aumentado la

6. La Ley 8/1987 estableció que toda empresa que quisiera hacer aportaciones (privadas y voluntarias) a sus empleados para jubilación, invalidez o fallecimiento (denominadas genéricamente pensiones) obligatoriamente tendría que hacerlas a través de un plan de pensiones (con patrimonio independiente e individualizado) o de un seguro colectivo. De este modo, se eliminaron (aunque con excepciones) las mutualidades (o entidades de previsión social o voluntaria). El proceso de exteriorización no se completó hasta finales de 2004. 7. Así, sus aportaciones se consideran deducibles de la base imponible, si bien con un límite máximo por titular, que en el año 2006 se situó en 8.000 euros; en el momento de su reembolso (aunque tributa como rendimiento de trabajo), puede aplicarse una deducción del 40% del rendimiento siempre que se rescate de una sola vez (en forma de capital). Para más detalles, véase García-Vaquero y Maza (2001). 8. Los fondos de inversión garantizados son una modalidad que garantiza una rentabilidad al inversor que mantenga sus participaciones durante un tiempo predeterminado.

FONDOS DE INVERSIÓN Y PLANES DE PENSIONES: COMPOSICIÓN  
DE LA CARTERA

GRÁFICO 3



FUENTES: CNMV y Banco de España.

a. Datos correspondientes a junio de 2006.

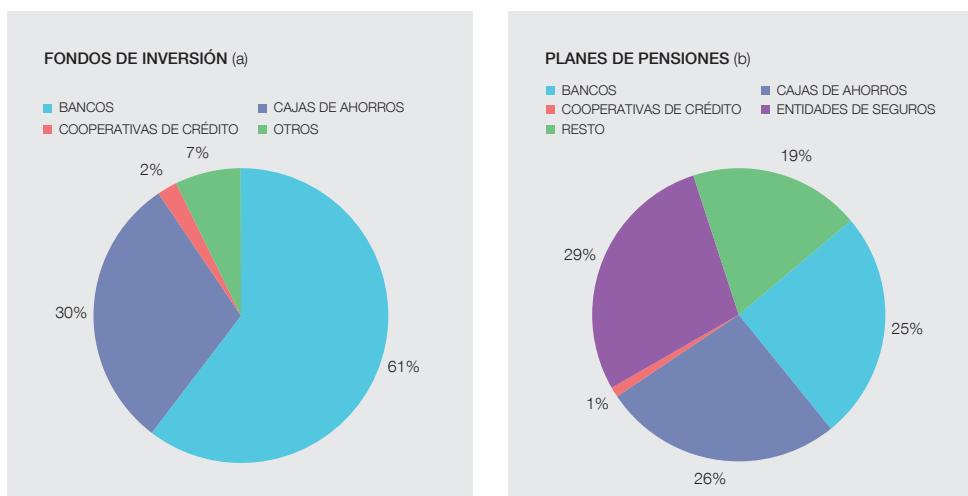
importancia relativa de los activos exteriores, que ya representan casi la mitad del patrimonio de los fondos de inversión y el 34% del de los planes de pensiones. Asimismo, también se han incrementado las tenencias de acciones y, dentro de la renta fija, ha habido un desplazamiento desde los títulos del Tesoro hacia los emitidos por el sector privado.

Esta evolución ha venido condicionada por distintos factores, como el descenso de los tipos de interés, que ha podido contribuir a que los partícipes se muestren más predispuestos a invertir en fondos cuyas carteras contengan activos como las acciones y la deuda privada con una mayor rentabilidad esperada que la renta fija pública aunque a cambio de asumir un riesgo más elevado. Por su parte, la introducción del euro ha favorecido la diversificación internacional del balance en la medida en que ha eliminado el riesgo de cambio en las operaciones dentro de la UEM y ha ampliado la oferta de activos emitidos en moneda nacional.

El gráfico 4 ilustra, por otra parte, las diferencias entre fondos de inversión y planes de pensiones en términos de la naturaleza de sus promotores. Así, mientras que en el caso de los fondos de inversión la distribución minorista se realiza básicamente a través de las entidades de crédito (93% del total), en los planes de pensiones se aprecia una mayor diversidad de

FONDOS DE INVERSIÓN Y PLANES DE PENSIONES: CANALES DE DISTRIBUCIÓN

GRÁFICO 4



FUENTES: CNMV, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y Banco de España.

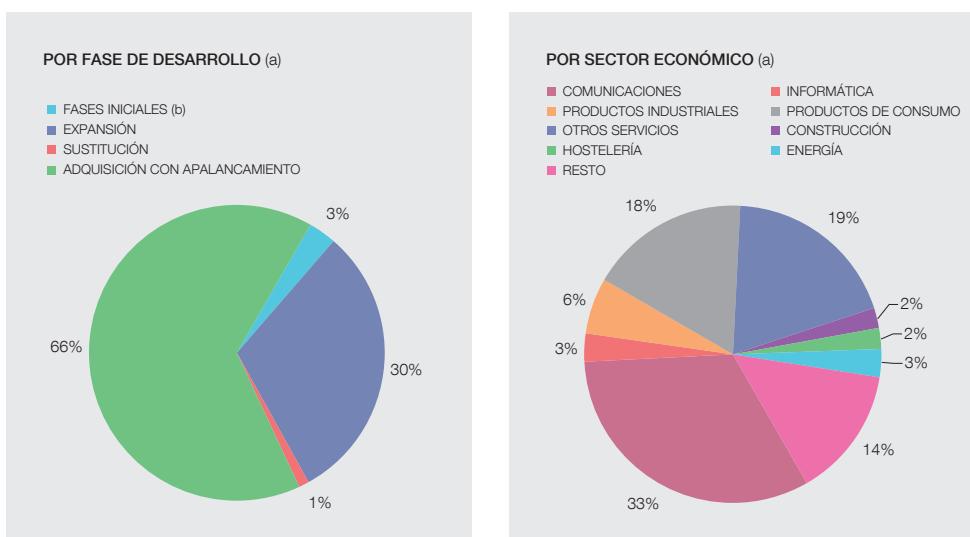
- a. Datos correspondientes a junio de 2006.  
 b. Datos correspondientes a diciembre de 2004.

agentes, aunque los bancos y las cajas tienen también una cuota significativa (aproximadamente el 50%). Por otra parte, a pesar del mayor dinamismo que se ha observado durante los últimos años, la venta en España de productos gestionados por instituciones no residentes es todavía reducida. Concretamente, a mediados de 2006 el patrimonio de las IIC extranjeras representaba el 14% del de las nacionales.

Para concluir este breve repaso de la situación de la inversión colectiva en España, es preciso analizar la situación del mercado de capital riesgo. A principios de la década de los noventa, el número de instituciones involucradas y el volumen gestionado por las mismas eran ambos marginales. El grueso de las inversiones de esta naturaleza eran realizadas por iniciativa pública a través de las sociedades de desarrollo industrial patrocinadas por organismos oficiales y/o de las comunidades autónomas. La publicación de la Ley 1/1999 dio un cierto impulso a la iniciativa privada, pero solo tras los cambios regulatorios introducidos en 2005 se ha observado un mayor dinamismo de esta modalidad de inversión colectiva, si bien el volumen de activos gestionados es todavía muy reducido (apenas 6 mm de euros) en comparación con el resto de las figuras. En cuanto al destino de las inversiones, el gráfico 5 muestra que entre 2004 y 2005 las adquisiciones destinadas a promover nuevos negocios o a impulsar las primeras etapas de desarrollo empresarial representaban una proporción limitada, correspondiendo el grueso de las mismas a operaciones de adquisición de empresas en fases más avanzadas (la mayor parte de las incluidas en la rúbrica «adquisiciones con apalancamiento»). La clasificación según los sectores a los que se destina la inversión evidencia que durante los últimos ejercicios las actividades relacionadas con la rama de servicios han sido las que han liderado la captación de recursos procedentes de este tipo de vehículos.

### **Comparación internacional**

A pesar de la notable expansión de la inversión colectiva en España, el grado de desarrollo alcanzado en las principales modalidades de la misma es todavía algo inferior al de la media del área del euro y está claramente por detrás del de Estados Unidos. Así, como muestra el gráfico 6, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se situaba a finales de 2005 en nuestro país en el 33% del PIB, frente al 35% de la UEM y al 72% de Estados Unidos, siendo



FUENTE: ASCRI.

a. Datos correspondientes a los años 2004 y 2005.

b. Incluye las operaciones clasificadas como semilla, arranque y otras fases iniciales.

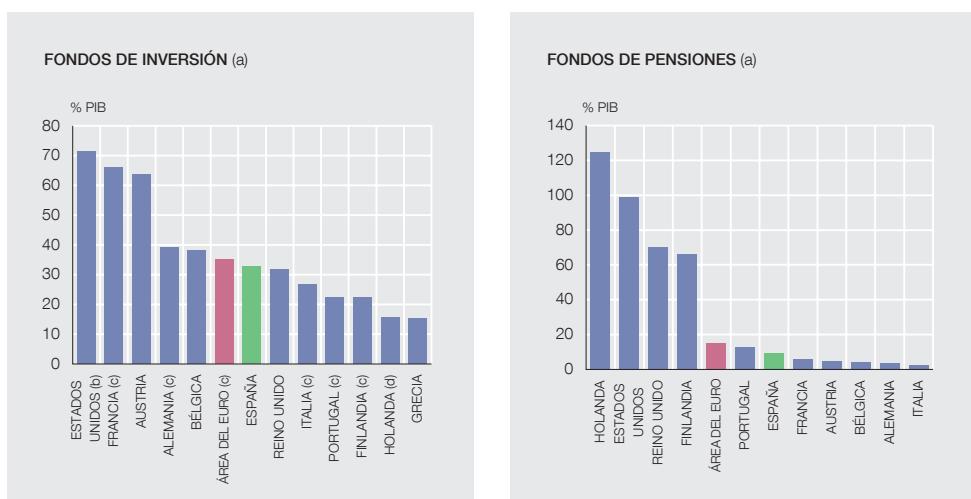
las diferencias más pronunciadas en el caso de los fondos de pensiones (9%, frente al 12% y el 95%, respectivamente).

La inversión colectiva inmobiliaria también exhibe en España un menor grado de desarrollo. Así, a finales de 2005 el patrimonio gestionado por estas instituciones equivalía al 0,7% del PIB, frente al 3,1% de la zona del euro o el 2,5% de la economía norteamericana. Este resultado está seguramente relacionado con el mayor peso relativo de la tenencia en propiedad en nuestro país (82%, frente al 61% de media en la zona del euro o el 60% de Estados Unidos), lo que afecta tanto a la demanda de estos instrumentos como a las oportunidades de inversión de estos vehículos en el mercado de alquiler residencial<sup>9</sup>.

En el caso del capital riesgo se observa asimismo un grado de desarrollo inferior en España, a pesar del mayor dinamismo que se ha registrado recientemente. Así, durante 2005, las entidades nacionales captaron solamente el 1,5% de los fondos dirigidos hacia dicha industria en Europa, un peso muy inferior a la importancia relativa de nuestra economía. Por otra parte, en Europa las inversiones destinadas a la adquisición de empresas en sus fases iniciales acumularon una proporción también muy reducida, pero mayor que en nuestro país (8% frente al 3% en 2005).

No obstante, las comparaciones anteriores, que toman como base porcentajes del PIB, están condicionadas tanto por el nivel de ahorro de las distintas economías (que determina, en definitiva, el volumen de riqueza acumulada) como por la importancia de la inversión no financiera en la cartera de los hogares. Así, por ejemplo, cuando el patrimonio de los fondos de inversión se pone en relación con el saldo de los activos financieros de los hogares, se observan ratios del 16% en el caso de España; del 18% en el área del euro y del 22% en Estados Unidos. En consecuencia, las diferencias entre el grado de desarrollo de la industria de la inversión colectiva en España y en otras áreas geográficas es menos acusada de lo que sugieren las comparaciones estándar en términos de porcentajes del PIB.

9. Para un mayor detalle, véase Marqués y Maza (2006).



FUENTES: EFAMA, Eurostat, OCDE, Reserva Federal y Banco de España.

- a. Datos correspondientes a diciembre de 2005, salvo indicación en contrario.
- b. Datos referidos a septiembre de 2005.
- c. Datos correspondientes a diciembre de 2004.
- d. Observación referida a diciembre de 2002.

El análisis de la composición de las carteras de los fondos de inversión y de pensiones revela que en España estas instituciones presentan un perfil más conservador (véase gráfico 7). Así, en septiembre de 2005 la mitad del patrimonio de los primeros en nuestro país estaba en manos de fondos monetarios y de renta fija, frente al 41% de Europa y al 38% de Estados Unidos. En el caso de los fondos de pensiones las diferencias son todavía más acusadas. Concretamente, a finales de 2004 el peso de los activos de menor riesgo (tesorería y deuda) en los vehículos españoles era del 57%, frente al 39% de Europa y el 12% de Estados Unidos.

También se aprecian diferencias significativas en relación con el tamaño de las IIC. Así, de acuerdo con los datos de la federación europea EFAMA, correspondientes a finales de 2004, en España el patrimonio medio gestionado por institución (106 millones de euros) se situaba algo por debajo del dato correspondiente para Europa (143 millones) y era muy inferior al de Estados Unidos (740 millones)<sup>10</sup>.

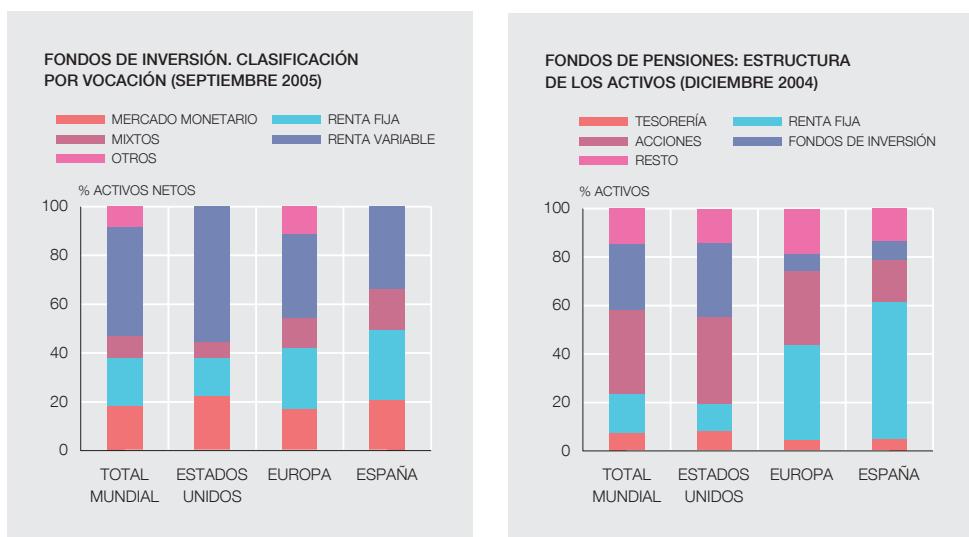
### Conclusiones y perspectivas

A lo largo de los últimos 15 años, la inversión colectiva en España ha experimentado un elevado crecimiento tanto en términos del patrimonio gestionado como del número de participes. Esta expansión tiene algunas implicaciones relevantes tanto para los tenedores de estos instrumentos como para las entidades de crédito, que han tenido un claro protagonismo en su comercialización. Los primeros han accedido a las combinaciones de rentabilidad y riesgos propias de los mercados mayoristas, beneficiándose así de las economías de escala de la gestión colectiva. Lógicamente, la retribución de sus inversiones ha pasado a depender en mayor medida de la evolución de los mercados, especialmente durante los últimos años, en los que ha aumentado el peso relativo de los activos de mayor riesgo en las carteras de estos vehículos. Para los segundos, esta evolución ha alterado la composición de la cuenta de resultados en la medida en que una proporción mayor de sus ingresos se manifiesta en forma de comisiones y no a través del margen de intermediación, lo que les reporta seguramente una mayor estabilidad de los beneficios.

10. Para más detalles, véase García-Santos (2006).

## COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LAS CARTERAS DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

GRÁFICO 7



FUENTES: EFAMA, OCDE y Banco de España.

Sin embargo, no todas las modalidades han crecido al mismo ritmo. Las IIC son las que han experimentado una mayor expansión y, dentro de estas, destacan los fondos de inversión, cuyo patrimonio representaba a mediados de 2006 más del 65% del total de los recursos gestionados por la inversión colectiva. Por su parte, el ahorro jubilación, que ha crecido a un ritmo claramente inferior, se ha concentrado principalmente en los planes de pensiones. El resto de figuras como el capital riesgo, o las instituciones de inversión inmobiliaria solo han empezado a mostrar cierto dinamismo durante los dos últimos ejercicios y no han alcanzado todavía unos volúmenes significativos.

Aunque el grado de desarrollo de los fondos de inversión españoles está en línea con la media europea, se sitúa todavía algo por debajo del observado en Estados Unidos. En el resto de figuras, las diferencias con los países de nuestro entorno son algo más acusadas. También se observan discrepancias en cuanto a la composición de las carteras, que tienden a ser más conservadoras en España, a pesar de que durante los últimos años ha aumentado el peso de los activos de mayor riesgo.

La nueva regulación sobre entidades de capital riesgo y, en mayor medida, sobre IIC contribuirá seguramente a un mayor desarrollo de la inversión colectiva. Así, por una parte, estas normas han supuesto una reducción de las cargas administrativas para la constitución de sociedades, de fondos y de sus gestoras. Asimismo, se han flexibilizado las limitaciones sobre el tipo de activos susceptibles de incorporarse a las carteras y los coeficientes de inversión, al tiempo que se han creado nuevas figuras como los fondos cotizados, que recientemente se han lanzado con éxito al mercado, y los fondos de inversión libre o *hedge funds*, que, en los próximos años, podrían suponer una nueva fuente de expansión a juzgar por la experiencia de otros países donde se han implantado.

La evolución de la inversión colectiva ha estado también condicionada en el pasado por los cambios en el marco fiscal. En este sentido, hay que señalar que la reforma del IRPF, que entrará en vigor en 2007, equipará en mucha mayor medida la fiscalidad de los distintos instrumentos y plazos, lo que supone, de hecho, una reducción importante de las distorsiones que introducen los impuestos en las decisiones de cartera de los agentes. Con independencia

de los ajustes que se puedan producir en el corto plazo, esta mayor neutralidad del nuevo impuesto deberá suponer, a largo plazo, un estímulo para la competencia entre las instituciones y para un mayor grado de eficiencia en la provisión de servicios de inversión.

Por último, hay que señalar que es previsible también que el proceso de integración financiera en Europa proporcione estímulos adicionales al desarrollo de esta industria por la vía de incrementar el número potencial de clientes. Los avances, no obstante, dependerán crucialmente de la capacidad de adaptación de las instituciones nacionales a un entorno más competitivo y con una demanda de instrumentos que será, seguramente, más variada.

17.11.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- GARCÍA-SANTOS, M. N. (2006). *El nuevo marco para las instituciones de inversión colectiva*, Perspectivas del Sistema Financiero, n.º 87.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y P. HERNÁNDEZ DE COS (2003). «La nueva reforma del IRPF: principales modificaciones y análisis de sus efectos», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y L. Á. MAZA (2001). «Nuevos cambios en la fiscalidad de los instrumentos financieros: análisis comparativo y efectos sobre el ahorro financiero de las familias». *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- MARQUÉS, J. M., y L. Á. MAZA (2006). «La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.