

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2020

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE LA INVERSIÓN
COLECTIVA EN ESPAÑA ENTRE 2008 Y 2019

Laura Álvarez y Sergio Mayordomo

RESUMEN

En este artículo se muestra que las instituciones de inversión colectiva (IIC) han experimentado un crecimiento notable en los últimos años, tanto en España como en los países de nuestro entorno. Esta evolución ha venido acompañada de un aumento del grado de concentración en el sector y del porcentaje del patrimonio gestionado por entidades registradas en el extranjero. En línea con la evidencia documentada a nivel internacional, las carteras de inversión de las IIC domiciliadas en España reflejan un aumento de la asunción de riesgos en los últimos años, aunque el peso de los instrumentos financieros de renta fija de peor calidad crediticia es muy limitado. El sector bancario español y las IIC mantienen vínculos muy estrechos. Por un lado, una parte muy significativa del patrimonio de las IIC españolas está gestionada por instituciones filiales de entidades de depósito nacionales. Por otro, una proporción muy importante de las carteras de inversión de las IIC se compone de activos financieros emitidos por los propios bancos. Por tanto, para valorar la resiliencia de las IIC y del sector financiero en su conjunto es fundamental profundizar en el análisis de estas interconexiones.

Palabras clave: instituciones de inversión colectiva, estructura de mercado, interconexión con el sistema bancario, composición de las carteras.

Códigos JEL: G23.

Este artículo ha sido elaborado por Laura Álvarez¹ y Sergio Mayordomo, de la Dirección General de Economía y Estadística

Introducción

En este artículo se describen la estructura y la evolución de las instituciones de inversión colectiva (IIC) comercializadas en España entre 2008 y 2019. Estas engloban a todas aquellas entidades creadas con el propósito de captar, gestionar e invertir fondos de sus partícipes en distintos tipos de activos, con el fin de ofrecer un rendimiento al inversor en función de los resultados colectivos. Las IIC pueden adoptar la forma jurídica de fondos de inversión o de sociedades de inversión y, a su vez, se clasifican en subcategorías en función de si invierten en valores mobiliarios o inmobiliarios².

Las IIC han experimentado un crecimiento notable en los últimos años, tanto en España como a nivel global, no solo en términos absolutos (volumen de activos gestionados), sino también relativos (peso dentro del sector financiero). En particular, el patrimonio de las sociedades y los fondos de inversión comercializados en España alcanzó los 483 mm de euros en el tercer trimestre de 2019, lo que equivale al 39 % del PIB y al 11 % del total de los activos financieros gestionados por el sector financiero en España. Ambas ratios se sitúan muy por encima de los niveles observados en 2012 (18 % y 4 %, respectivamente)³.

En un sector tan dinámico y con interconexiones tan complejas como el financiero, la creciente relevancia de las IIC hace necesario profundizar en el estudio de su actividad y de sus vínculos con otros intermediarios financieros. Con este objetivo, en este artículo se analizan los cambios recientes de la fisonomía del sector de las IIC en España en cuanto al tipo, tamaño y número de entidades comercializadas (segunda sección), los vínculos entre estas entidades y el sistema bancario (tercera sección), y la composición de sus carteras de inversión (cuarta sección).

1 Laura Álvarez ha colaborado en este trabajo durante su estancia en el Banco de España como ayudante de investigación.

2 La principal diferencia entre los fondos y las sociedades de inversión reside en la composición de su capital social. Así, en las sociedades de inversión, el capital social está dividido en acciones que gozan de personalidad jurídica propia, mientras que los fondos de inversión no la tienen y son gestionados por una sociedad que no es propietaria de él, siendo los ahorradores partícipes (y no accionistas) de los pasivos emitidos por dichas instituciones.

3 La extensión de la pandemia de Covid-19 ha conllevado una fuerte corrección de los precios de los activos financieros con riesgo. Es muy probable que esto haya incidido de forma importante en la actividad y el patrimonio de las IIC. No obstante, por falta de información actualizada, estos desarrollos más recientes no se abordan en este artículo.

Patrimonio y tipología de las IIC en España

El valor de las acciones y participaciones de las IIC comercializadas en España en poder de agentes nacionales ha experimentado variaciones considerables en los últimos años, en términos tanto absolutos como relativos (véase gráfico 1.1). Como se comenta más adelante, una parte creciente del ahorro nacional se canaliza a través de vehículos de inversión colectiva registrados en otros países de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Teniendo en cuenta estas tenencias, la ratio entre la inversión en instrumentos de inversión colectiva y los depósitos de los hogares y las empresas se redujo durante la crisis financiera global y de deuda soberana europea, hasta situarse en el 20 % en 2012, y en los años siguientes se elevó hasta situarse por encima del 40 %.

Estas fluctuaciones en el patrimonio de las IIC han estado determinadas en gran medida por la evolución de las condiciones de los mercados financieros en los que invierten dichos vehículos y por la rentabilidad de otras alternativas de ahorro, como los depósitos bancarios⁴. Así, por ejemplo, entre 2008 y 2012, la crisis financiera global y la de deuda soberana europea provocaron un deterioro significativo de las condiciones de los mercados financieros, que condujo —tanto a través efectos valoración como fundamentalmente vía reembolsos— a una disminución del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria con domicilio fiscal en España⁵ (véase gráfico 1.2). Estos reembolsos se acentuaron como consecuencia del mayor atractivo de la inversión en depósitos bancarios habido tras el notable aumento de su remuneración en un contexto en el que las entidades de depósito trataban de captar fondos a través de esta vía ante las fuertes tensiones observadas en los mercados financieros mayoristas. En cambio, desde 2013 se ha observado un crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión. Esta evolución se explica principalmente por las suscripciones netas positivas en estos productos, que han podido verse impulsadas por el descenso de la remuneración de los depósitos bancarios, así como por unas condiciones más favorables de los mercados financieros. La dinámica alcista de los precios de los activos financieros en los que invierten estas instituciones, especialmente en 2019, también ha contribuido al incremento de su patrimonio, debido al efecto valoración.

En términos acumulados, entre 2008 y 2019, el patrimonio de las IIC registradas en España se incrementó claramente por encima del PIB nominal, una evolución que es resultado de la expansión observada desde finales de 2012. En cualquier caso, el crecimiento de la inversión colectiva en España ha sido más moderado que en el área del euro (véase gráfico 1.3). El menor avance relativo de la inversión colectiva en España no se debe tanto a una menor predisposición de los agentes nacionales

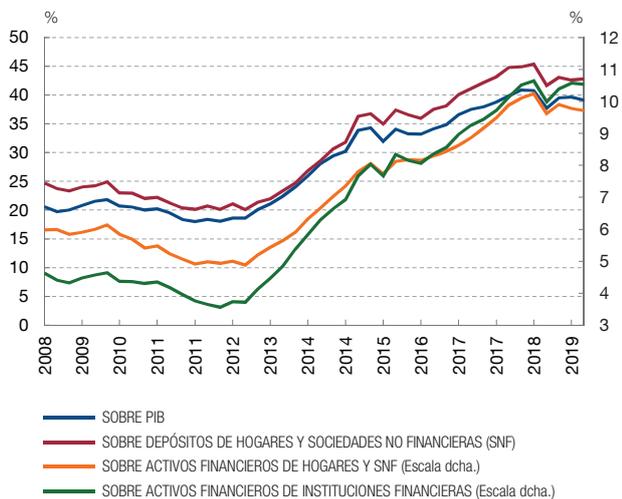
4 Otros factores, como cambios en la fiscalidad del ahorro o mayores conocimientos financieros por parte de los hogares, también podrían generar oscilaciones en el peso relativo de las IIC a lo largo del tiempo.

5 La descomposición entre suscripciones netas y efectos valoración solamente está disponible para los fondos de inversión registrados en España.

LA IMPORTANCIA RELATIVA DE LA INDUSTRIA DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN EL SECTOR FINANCIERO HA AUMENTADO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

En los últimos años, las IIC, que intermedian un porcentaje destacado y creciente de la riqueza de los hogares, han experimentado un crecimiento notable en España debido a las suscripciones netas positivas y a un repunte del efecto valoración habido en 2019. No obstante, pese al crecimiento observado en la industria de la inversión colectiva en España en los últimos años, este ha sido inferior al observado en el resto de la zona del euro.

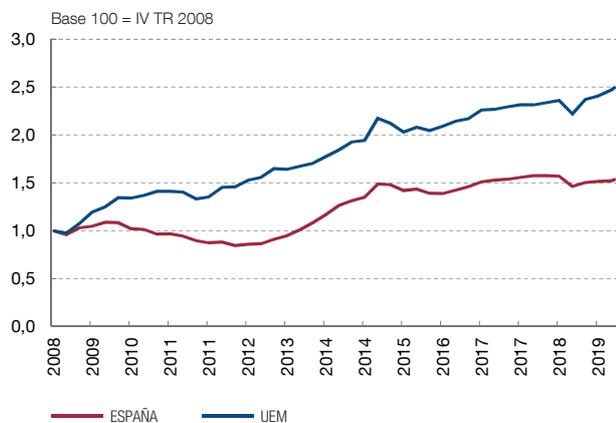
1 EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LAS IIC COMERCIALIZADAS EN ESPAÑA (a)



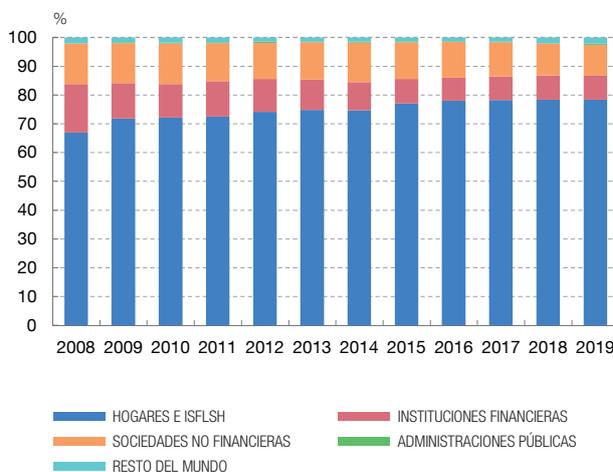
2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (b)



3 PATRIMONIO IIC SOBRE PIB DE CADA ÁREA (c)



4 PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN Y ACCIONES DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN POR SECTOR TENEDOR (d)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y CNMV. Última observación de los gráficos 1 y 4: tercer trimestre de 2019.

- a Se incluyen las IIC financieras, inmobiliarias y extranjeras comercializadas en España.
- b Se incluyen los fondos de inversión mobiliaria registrados en España.
- c Se incluyen las IIC registradas en cada área pertenecientes al subsector S.124 del SEC-2010.
- d Se incluyen las IIC registradas en España pertenecientes al subsector S.124 del SEC-2010.

a invertir en este tipo de productos como a la mayor pujanza de los vehículos con domicilio fiscal en otros países, como Luxemburgo e Irlanda, que atraen el ahorro no solo de los inversores residentes en esos países, sino también del resto de Europa, incluida España⁶.

El gráfico 1.4 evidencia que los hogares son los partícipes mayoritarios de las IIC españolas, ya que su peso en el patrimonio de estos vehículos de inversión se incrementó del 67 % en 2008 al 78 % en 2019, a la vez que se redujo el de las participaciones de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras, que en 2019 se situaba en el 11 % y el 8 %, respectivamente. Además, prácticamente la totalidad de las IIC españolas se comercializan internamente, dado que su cuota en el patrimonio de las participaciones de los inversores extranjeros apenas ascendía al 2 % en 2019.

Al margen de las dinámicas agregadas anteriores, esta industria ha experimentado una notable transformación en términos de estructura durante los últimos años, y dos cambios son especialmente reseñables. En primer lugar, el peso en el mercado español de las IIC extranjeras ha crecido de manera significativa, ya que han pasado de acumular el 9 % del patrimonio total del sector en 2009 a intermediar el 37 % de este en septiembre de 2019 (véase gráfico 2.1). Los países de la UEM que acumulaban el mayor porcentaje de patrimonio de las IIC registradas en el área del euro a finales de 2019 son Luxemburgo (34 % del total de la UEM) e Irlanda (21 %), seguidos de Alemania (18 %) y Francia (11 %), mientras que España se sitúa en séptimo lugar (2 %). El crecimiento en la cuota de mercado de las IIC extranjeras ha restado protagonismo a los fondos de inversión mobiliaria registrados en España, que —aunque siguen captando más de la mitad del patrimonio invertido en IIC— han visto reducida su cuota en 20 puntos porcentuales (pp) desde 2009. En el mismo período, la cuota de las sociedades de inversión mobiliaria españolas también ha caído, del 11 % al 6 %.

En segundo lugar, el número de IIC comercializadas en España ha disminuido de forma notable en los últimos años (véase gráfico 2.2). Esta reducción, conjuntamente con el incremento del patrimonio en manos del sector, se ha plasmado en un aumento del volumen medio de los activos de estas entidades. Este fenómeno ha sido especialmente llamativo en el caso de los fondos de inversión mobiliaria con domicilio fiscal en España. Entre 2009 y 2019, el número de estos fondos pasó, en promedio anual, de 2.751 a 1.614, mientras que su patrimonio creció en 101 mm de euros⁷. En consecuencia, el tamaño medio de los fondos de inversión mobiliarios

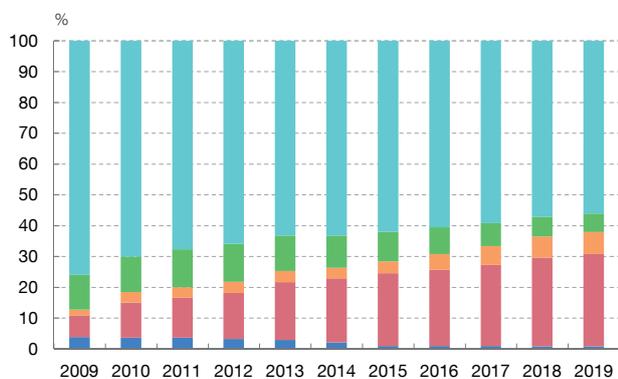
6 Este desarrollo también está determinado por la menor recuperación de la tasa de ahorro de los hogares españoles en comparación con los hogares de los países de la UEM.

7 También se observa un descenso importante del número de sociedades de inversión mobiliaria (de 3.293 a 2.646) y de las IIC de inversión inmobiliaria e inversión libre (de 17 a 6 y de 67 a 61, respectivamente). Las IIC de inversión libre son otro tipo de IIC y no están expuestas a las mismas restricciones de inversión que afectan a las IIC mobiliarias e inmobiliarias, por lo que pueden elegir libremente los activos en los que invierten empleando estrategias de inversión más sofisticadas que los fondos tradicionales.

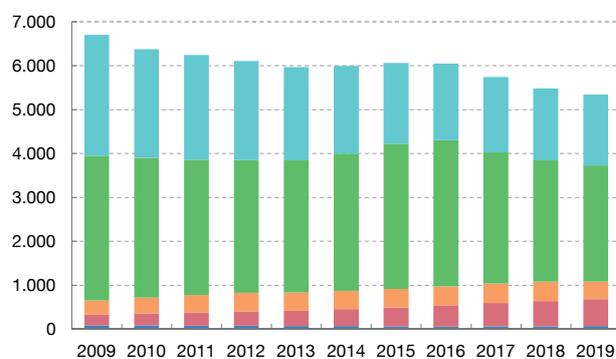
CRECIENTE INTERNACIONALIZACIÓN Y CONCENTRACIÓN DE LAS IIC COMERCIALIZADAS EN ESPAÑA

El porcentaje del patrimonio intermediado por las IIC comercializadas en España y registradas en el extranjero, principalmente sociedades de inversión, ha crecido de manera significativa en los últimos años. Pese al descenso de la cuota del patrimonio correspondiente a los fondos de inversión registrados en España, el aumento de su patrimonio durante los últimos años, junto con el descenso del número de este tipo de IIC, ha dado lugar a una mayor concentración de este tipo de fondos.

1 PATRIMONIO DE LAS IIC COMERCIALIZADAS EN ESPAÑA, POR CATEGORÍAS



2 NÚMERO DE IIC COMERCIALIZADAS EN ESPAÑA, POR CATEGORÍAS



RESTO DE IIC (a) SOCIEDADES DE INVERSIÓN EXTRANJERAS FONDOS DE INVERSIÓN EXTRANJEROS
 SOCIEDADES DE INVERSIÓN FONDOS DE INVERSIÓN

FUENTE: CNMV. Última observación: tercer trimestre de 2019.

a Se incluyen fondos y sociedades de inversión inmobiliaria e IIC de inversión libre.

españoles se incrementó un 172 %, hasta situarse en 168 millones de euros. Como se detalla en la siguiente sección, esta dinámica estuvo condicionada, en parte, por el proceso de consolidación del sector bancario español de los últimos años, que ha derivado en una mayor concentración de este tipo de fondos de inversión.

Interconexión entre las IIC y el sector bancario

La industria de la inversión colectiva y el sector bancario están estrechamente vinculados a través de distintos canales. Por una parte, una fracción muy significativa del patrimonio de las IIC está gestionada por instituciones filiales de entidades de depósito (en adelante, bancos). En particular, en los últimos años, más del 80 % del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria registrados en España ha sido administrado por gestoras filiales de bancos españoles (véase gráfico 3.1)⁸. La existencia de este vínculo puede influir en la actividad y en los resultados del sector

⁸ En Europa, el porcentaje del patrimonio en manos de fondos de inversión cuyas gestoras son filiales de bancos también es elevado, y se estima que más del 50 % de las gestoras de mayor tamaño en el área del euro son filiales de bancos. Para más detalles, véase N. Doyle, L. Hermans, P. Molitor y C. Weistroffer (2016), *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, Occasional Paper Series n.º 174.

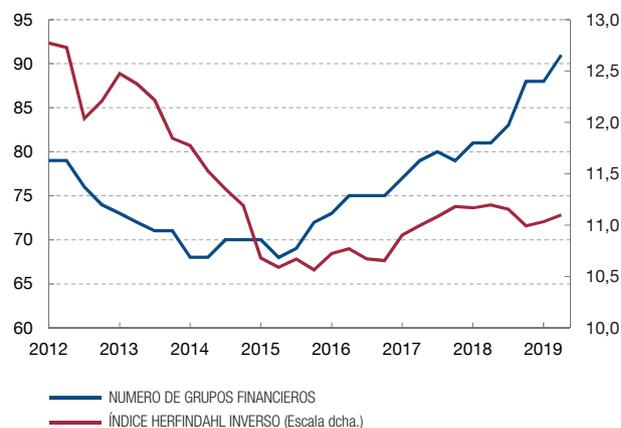
FUERTE INTERCONEXIÓN ENTRE LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA Y EL SECTOR BANCARIO

El sector bancario español y las IIC mantienen vínculos muy estrechos, como pone de manifiesto el hecho de que una parte muy significativa del patrimonio de las IIC comercializadas en España esté gestionado por instituciones afiliadas a entidades de depósito domésticas. Además, la concentración de esta industria ha aumentado de forma notable en los últimos años, debido, principalmente, al reciente proceso de consolidación del sector bancario español.

1 PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA AFILIADOS A ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS (a)



2 NÚMERO DE GRUPOS FINANCIEROS DE GESTORAS DE IIC E ÍNDICE HERFINDAHL INVERSO DE CONCENTRACIÓN DE LA INDUSTRIA (a) (b)



FUENTES: Banco de España y CNMV. Última observación: segundo trimestre de 2019.

a Se incluyen los fondos de inversión mobiliaria registrados en España.

b El índice de Herfindahl inverso representa el número hipotético de grupos financieros de gestoras que existirían en el mercado si todas tuviesen el mismo tamaño.

bancario. Aunque, por un lado, los bancos compiten con productos sustitutos de los vehículos de inversión colectiva, como los depósitos, por otro se benefician de la expansión de esta industria a través de las comisiones de comercialización que perciben, e indirectamente también a través de otras comisiones (como las de gestión y custodia).

Por otra parte, este vínculo hace que las dinámicas del sector bancario tengan una influencia muy evidente en la evolución de este segmento de las IIC. Así, por ejemplo, la consolidación del sector bancario español de los últimos años ha desempeñado un papel clave en el aumento del grado de concentración de la industria de fondos de inversión mobiliaria españoles⁹. En particular, como se puede apreciar en el gráfico 3.2, el grado de concentración que existe en este sector, medido con el índice de Herfindahl¹⁰, experimentó un incremento muy significativo entre 2012 y 2015,

9 El análisis que se presenta en esta sección se centra en el segmento de fondos de inversión mobiliaria domiciliados en España, para el que la información disponible ofrece una mayor calidad y detalle. Como se muestra en el gráfico 2.1, este segmento aglutina la mayor parte del patrimonio de las IIC comercializadas en España.

10 El índice de Herfindahl se calcula como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado de cada uno de los grupos financieros, bancarios y no bancarios, a los que pertenecen las gestoras que integran la industria. Un índice elevado señala una alta concentración del mercado. En el gráfico 3.2 se muestra el inverso de este índice, que representa el número hipotético de gestoras del mismo tamaño que compartirían el mercado.

precisamente en un momento en el que el número de grupos financieros españoles y extranjeros a los que están vinculadas las gestoras de estos fondos se redujo de 79 a 68. Este descenso se debe, principalmente, a la disminución del número de gestoras filiales de bancos españoles (de 28 a 19). Entre 2016 y 2019, el número total de los grupos financieros propietarios de gestoras de fondos de inversión aumentó hasta alcanzar los 91 grupos en el segundo trimestre de 2019. Dicho incremento fue consecuencia principalmente de la aparición de nuevos grupos financieros no bancarios de tamaño reducido en comparación con el de las gestoras vinculadas a bancos españoles, cuyo número apenas varió. Por este motivo, el índice de Herfindahl se mantuvo relativamente constante entre 2016 y 2019.

Otro canal de interconexión entre los bancos y las IIC se establece a través de las tenencias de estas últimas de activos emitidos por los primeros. Esta interconexión es particularmente relevante en el caso de las gestoras filiales de bancos. Así, en junio de 2019, las acciones de bancos españoles en manos de fondos de inversión con vocación de inversión en renta variable gestionados por grupos bancarios representaban el 9 % del patrimonio de estos fondos, frente al 4,7 % del patrimonio del resto de los fondos de inversión con la misma vocación registrados en España. Por su parte, ese mismo mes, los bonos en circulación emitidos por bancos españoles constituían el 4 % del patrimonio de los fondos con vocación de inversión en renta fija gestionados por entidades pertenecientes a grupos bancarios españoles, frente al 3,8 % del patrimonio del resto de los fondos de inversión con idéntica vocación. La magnitud de estas exposiciones implica no solo que las valoraciones de mercado de estos activos tengan una influencia relevante en la rentabilidad y en el patrimonio de las IIC, sino también que cambios bruscos en las tenencias de estos activos puedan afectar a las condiciones de financiación del sector bancario. Las IIC también invierten en activos líquidos, como depósitos bancarios y *repos*, cuya contrapartida generalmente son bancos españoles, con lo que por esta vía se produce otro canal de conexión directa. En junio de 2019, el peso de estos activos en el balance de los fondos de inversión mobiliarios se situaba en torno al 6,9 %.

Un canal de interconexión más indirecto entre las IIC y los bancos se deriva de la tenencia, por parte de ambos grupos de entidades, de los mismos activos financieros. Por ejemplo, en junio de 2019, los bonos soberanos españoles representaban el 11 % del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria con domicilio fiscal en España y el 7,1 % del total de los activos de la banca española. De nuevo, ventas aceleradas de estos activos por cualquiera de los dos grupos de entidades podrían afectar a la valoración de las carteras de inversión del otro grupo.

Composición de las carteras de las IIC

La composición de las carteras de las IIC españolas ha experimentado una importante transformación en los últimos años. Así, el peso de los activos de renta

fija y de los depósitos ha disminuido sensiblemente, desde el 54 % y el 23 % en 2009 hasta el 40 % y el 11 %, respectivamente, en 2019 (véase gráfico 4.1). Parte de este retroceso se ha visto compensado por la mayor relevancia de la inversión en renta variable, que durante el mismo período se incrementó en 9 pp, hasta el 17 %. Esta dinámica, que también se aprecia en el conjunto de la zona del euro¹¹, aunque en menor medida, podría haber estado impulsada por la búsqueda de una mayor rentabilidad esperada por los inversores en un contexto de tipos de interés históricamente reducidos asociado a unas políticas monetarias muy expansivas. Este cambio en la composición de las carteras implica que los inversores finales en IIC muestran un perfil de riesgo más acentuado, dado que el precio de los activos de renta variable suele exhibir mayor volatilidad. En todo caso, pese a esta evolución, a mediados de 2019 la proporción de acciones y participaciones en fondos de inversión con vocación de renta variable suponía menos de la cuarta parte del total del volumen de los activos gestionados (véanse gráficos 4.1 y 4.2).

En el gráfico 4.3 se resume la evolución de las carteras de acciones y bonos de los fondos de inversión mobiliaria registrados en España según la moneda en la que están denominados. Entre diciembre de 2014 y junio de 2019 (última información disponible) se observa un aumento de 4 pp en la exposición de estos fondos a activos de renta variable denominados en monedas distintas del euro, principalmente en dólares estadounidenses. En cuanto a la renta fija, se aprecia un ligero incremento (2 pp) en las tenencias de bonos denominados en dólares estadounidenses que probablemente se deba a la búsqueda de activos con tipos de interés más elevados que los bonos denominados en euros, cuyo peso se ha reducido en 2,2 pp. Las menores tenencias de activos financieros denominados en euros indican, por tanto, un aumento de la exposición al riesgo de tipo de cambio.

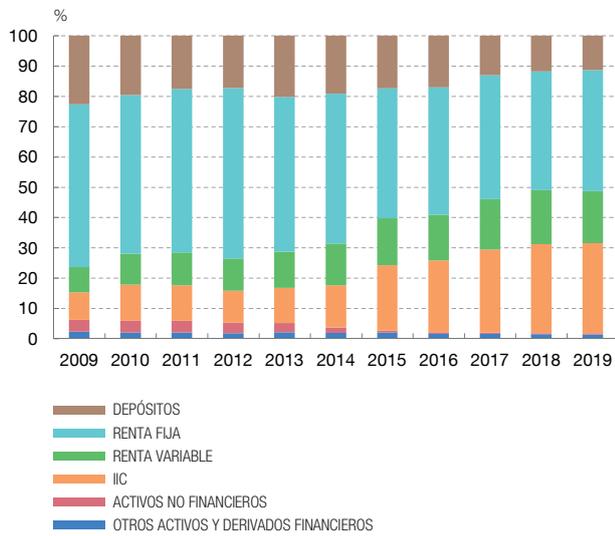
El grueso de las inversiones en activos de renta fija se concentra en bonos con calificación crediticia de grado de inversión. En este grupo se observa una mejora de la calidad crediticia media, puesto que el peso de los bonos con calificación comprendida entre las categorías A y AAA aumentó del 58 % que tuvo lugar en diciembre de 2014 al 61 % de junio de 2019 (véase gráfico 4.4). No obstante, al valorar los riesgos de esta cartera hay que tener en cuenta la elevada proporción de bonos de peor calidad crediticia dentro de la categoría de grado de inversión (calificación BBB), el 33 % del total a mediados de 2019. El precio de estos bonos es especialmente sensible a cambios en el contexto macroeconómico. Así, por ejemplo, en situaciones como la actual de deterioro brusco de las perspectivas macroeconómicas, las agencias especializadas podrían rebajar la calificación de algunos de estos bonos por debajo del grado de inversión. Ello podría desencadenar episodios de caídas abruptas en los precios vinculadas a ventas forzadas de estos bonos por parte de los inversores

11 De acuerdo con las estadísticas del Banco Central Europeo, las tenencias de activos de renta fija y de depósitos de las IIC del área del euro disminuyeron 2 pp y 1 pp, respectivamente, entre 2009 y 2019, mientras que las de activos de renta variable se incrementaron 3 pp durante el mismo período.

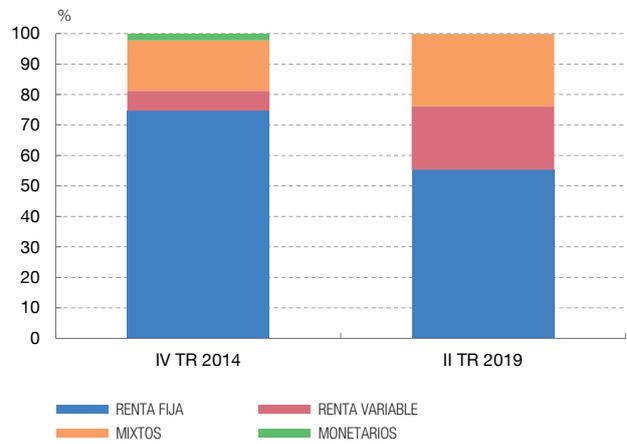
DESPLAZAMIENTO DE LA INVERSIÓN DE LAS IIC REGISTRADAS EN ESPAÑA HACIA ACTIVOS DE RENTA VARIABLE

El peso de los depósitos y de los activos de renta fija en la cartera de las IIC registradas en España ha disminuido, a la vez que la proporción invertida en activos de renta variable y en otras IIC ha aumentado. Asimismo, las carteras de los fondos de inversión mobiliaria registrados en España muestran un incremento en el peso de las tenencias de acciones y de bonos denominados en moneda extranjera y de los bonos de alta calidad crediticia.

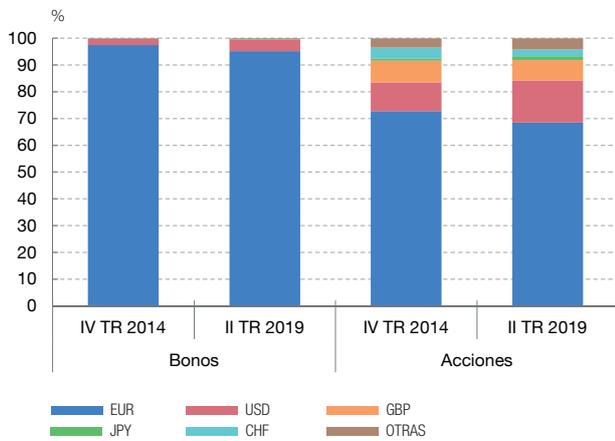
1 ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO DE LAS IIC REGISTRADAS EN ESPAÑA (a)



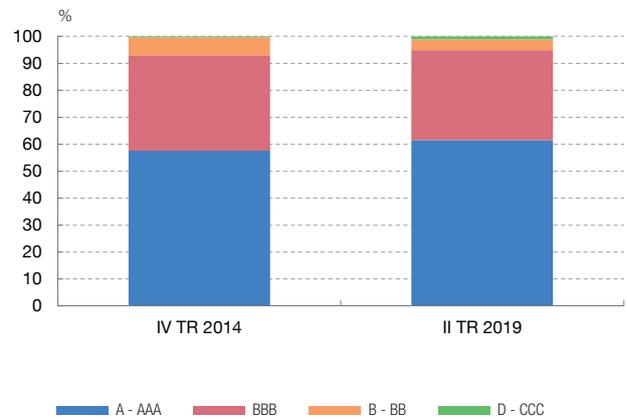
2 TENENCIAS DE PARTICIPACIONES DE FONDOS POR FONDOS MOBILIARIOS REGISTRADOS EN ESPAÑA, POR VOCACIÓN (b)



3 TENENCIAS DE ACCIONES Y BONOS POR FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIOS REGISTRADOS EN ESPAÑA, POR DIVISA DE EMISIÓN



4 TENENCIAS DE BONOS POR FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIOS REGISTRADOS EN ESPAÑA, POR RATING (c)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo, CNMV y Reuters.

- a Subsector S.124 del SEC-2010.
- b El grupo de fondos mixtos incluye todos los fondos que no pueden categorizarse exclusivamente como fondos de renta fija o renta variable. Por tanto, esta categoría incluye fondos de renta variable mixta, fondos de renta fija mixta, fondos de gestión pasiva, fondos globales, fondos de rendimiento absoluto y fondos garantizados.
- c Cada categoría crediticia incluye las subcategorías correspondientes. Por ejemplo, la categoría crediticia BBB incluye las subcategorías BBB+, BBB y BBB-. El rating asignado a cada bono es el de la fecha más reciente. Se consideran los ratings otorgados por DBRS, Fitch, JCR, Moody's y S&P.

institucionales que los mantienen en sus carteras y que tienen restringida su inversión en bonos de alto rendimiento (de peor calidad). Por último, las tenencias de este tipo de bonos disminuyeron 2 pp entre 2014 y 2019, y apenas suponían el 5 % de los activos de renta fija a mediados de 2019.

El gráfico 4.1 muestra otra tendencia que ha caracterizado la evolución de las carteras de las IIC españolas durante los últimos años, relativa al aumento del porcentaje del patrimonio invertido en otras IIC, que pasó del 9 % que tuvo lugar en 2009 al 30 % en 2019. Esta evolución podría obedecer a la búsqueda de una mayor eficiencia en la gestión de las inversiones. Sin embargo, esta práctica podría conllevar un aumento de los gastos soportados por los partícipes, debido a los mayores costes repercutidos a través de las comisiones (de suscripción y reembolso y de gestión) asociadas a las inversiones en otras IIC¹². Hay que tener en cuenta, además, que estas comisiones repercutidas indirectamente no se computan a efectos de los límites máximos legales.

En resumen, el incremento del patrimonio de la industria de la inversión colectiva en España, el elevado grado de concentración, su interconexión con el sector bancario y la mayor asunción de riesgos durante los últimos años sugieren la necesidad de un análisis profundo y continuado de esta industria para valorar tanto su resiliencia como la del sector financiero en su conjunto.

13.10.2020.

12 S. J. Brown, W. N. Goetzmann y B. Liang (2005), «Fees on fees in funds of funds», *The World Of Hedge Funds: Characteristics and Analysis*, pp. 141-160, muestran que las inversiones de los fondos de inversión en otras IIC implican un aumento de las comisiones repercutidas a los partícipes que afectan negativamente a su rentabilidad.