# Fons d'inversió

Pablo Larraga López

P03/01091/01134

UOC
www.uoc.edu

# Índex

**Introducció** ..... 7

**Objectius** ..... 8

**1. Introducció** ..... 9
1.1. La inversió col·lectiva ..... 9
1.1.1. Definició d'inversió col·lectiva ..... 9
1.1.2. Justificació de l'auge de la inversió col·lectiva ..... 9
1.1.3. Institucions que integren la inversió col·lectiva ..... 10
1.2. Fons d'inversió ..... 12
1.2.1. Definició de fons d'inversió ..... 12
1.2.2. Tipus de fons d'inversió ..... 13
1.3. Funcions dels agents ..... 14
1.3.1. Societat gestora ..... 14
1.3.2. Entitat dipositària ..... 15
1.3.3. Entitat comercialitzadora ..... 15

**2. Aspectes generals** ..... 16
2.1. Subscripcions, reemborsaments i liquiditat ..... 16
2.2. Informació a partícips ..... 17
2.3. Comissions màximes aplicables ..... 17
2.4. Valoració d'un fons ..... 18
2.4.1. Valoració del fons i valor de liquidació de les participacions ..... 18
2.4.2. Exemple de càlcul de la rendibilitat aconseguida per un fons d'inversió ..... 19
2.4.3. Factors que influeixen en el valor de liquidació dels FIAMM i els FIM de renda fixa a curt i llarg termini ..... 19
2.5. Composició de la cartera ..... 20
2.5.1. FIM ..... 20
2.5.2. FIAMM ..... 20

**3. Aspectes legals** ..... 21
3.1. Normes reguladores dels límits màxims d'inversió sobre l'actiu del fons ..... 21
3.2. Auditoria i supervisió ..... 22
3.2.1. Control intern de risc i auditoria ..... 22
3.2.2. Supervisió de la Comissió Nacional del Mercat de Valors ..... 22

**4. Classificació descriptiva dels fons d'inversió** ..... 23
4.1. Fons d'inversió en actius del mercat monetari (FIAMM) ..... 25

4.1.1. Funcions dels FIAMM ..... 26
4.1.2. Classificació dels FIAMM ..... 28
4.2. Fons de renta fixa ..... 29
4.2.1. Classificació dels fons de renda fixa segons CNMV i Inverco ..... 30
4.3. Fons mixtos ..... 32
4.3.1. Rendibilitat anual mitjana ponderada dels fons d'inversió ..... 32
4.3.2. Classificació dels fons mixtos ..... 33
4.4. Fons de renda variable ..... 34
4.4.1. Classificació dels fons de renda variable ..... 34
4.4.2. Comparació fons-índex de referència ..... 36
4.4.3. Classificació dels fons de renda variable segons criteris de gestió ..... 37
4.5. Fons garantits ..... 38
4.5.1. Aspectes operatius dels fons garantits ..... 39
4.5.2. Classificació dels fons garantits ..... 41
4.5.3. Revaluació total i revaluació mitjana ..... 42
4.6. Fons globals i noves modalitats de fons ..... 43
4.6.1. Fons de fons (FIMF) ..... 43
4.6.2. Fons índex ..... 44
4.6.3. Fons principals i subordinats (*master feeder funds*) ..... 45
4.6.4. Fons d'inversió en valors no cotitzat ..... 46
4.6.5. Fons d'inversió immobiliària (FII) ..... 46
4.6.6. Fons i societats d'inversió no residents ..... 47
4.6.7. Fons de gestió alternativa ..... 48
4.7. Altres productes d'inversió ..... 49
4.7.1. Fons paraigua ..... 49
4.7.2. *Unit link* ..... 50
4.7.3. Plans i fons de pensions ..... 52
4.7.4. Plans de previsió assegurats ..... 61

**5. Fiscalitat dels fons d'inversió** ..... 63
5.1. Anàlisi de la normativa vigent ..... 63
5.1.1. Exemple de càlcul de la càrrega imposable en un fons d'inversió ..... 65
5.1.2. Exemple de procediment d'assignació de participacions en efectuar reemborsaments ..... 66
5.1.3. Supressió del peatge fiscal interfons i societats d'inversió ..... 66
5.2. Reemborsament de participacions ..... 67

**6. Anàlisi de rendibilitat i risc** ..... 69
6.1. Binomi risc-rendiment ..... 69
6.1.1. Classificació dels tipus d'inversió ..... 71
6.1.2. Rendibilitat anual mitjana ponderada dels fons d'inversió ..... 71
6.2. Teoria de diversificació de carteres i patrimonis ..... 73
6.3. Anàlisi retrospectiu i prospectiu de la rendibilitat de les carteres ..... 74

6.4. Volatilitat dels fons d'inversió ..... 74
6.5. Qualificació dels fons i les gestores ..... 77

**7. Comercialització dels fons d'inversió** ..... 78
7.1. Argumentari de vendes dels fons d'inversió ..... 78
7.2. Condicions per a la comercialització d'un fons d'inversió ..... 79
7.3. Anàlisi del perfil del client respecte del risc ..... 79
7.3.1. Característiques dels clients segons tipologia i cistelles proposades ..... 80

**8. Característiques comercials dels fons d'inversió (segons la tipologia del client)** ..... 82
8.1. FIAMM ..... 82
8.2. Fons garantits de reemborsament ..... 82
8.3. Fons garantits de renda fixa ..... 83
8.4. Fons garantits de renda variable ..... 83
8.5. Fons de renda fixa a curt termini ..... 83
8.6. Fons de renda fixa a llarg termini ..... 84
8.7. Fons de renda fixa mixta ..... 84
8.8. Fons de renda variable mixta ..... 84
8.9. Fons de renda variable ..... 85
8.10. Fons internacionals de renda fixa ..... 85
8.11. Fons internacionals de renda variable ..... 85
8.12. Fons de fons internacionals ..... 86
8.13. Fons de gestió alternativa ..... 86

**9. Tractament comercial dels fons d'inversió** ..... 87
9.1. FIAMM ..... 87
9.2. Fons de renda fixa a curt termini ..... 87
9.3. Fons de renda fixa a llarg termini ..... 87
9.4. Fons de renda fixa mixta ..... 87
9.5. Fons de renda variable mixta ..... 88
9.6. Fons de renda variable ..... 88
9.7. Fons internacionals de renda fixa ..... 88
9.8. Fons internacionals de renda variable ..... 88
9.9. Fons de fons internacionals ..... 89
9.10.Fons garantits de renda fixa ..... 89
9.11.Fons garantits de renda variable ..... 89
9.12.Fons de gestió alternativa ..... 90

**Resum** ..... 91

**Bibliografia** ..... 93

# Introducció

Una vegada estudiats els diferents mercats financers (mercats monetaris, renda fixa, renda variable i derivats), és el moment d'escometre el coneixement dels fons d'inversió, ja que en aquests vehicles d'inversió col·lectiva es concentren tots els coneixements d'aquests mercats, més les teories de gestió de carteres, que hauran de perseguir com a objectiu aconseguir les adequades rendibilitats pels clients en el context del binomi risc-rendiment.

Els fons d'inversió, en qualsevol de les seves modalitats i tipologia d'inversió, són, i probablement continuaran essent, l'instrument més utilitzat per a canalitzar l'estalvi dels inversors particulars. I això malgrat el retrocés que han experimentat a Espanya en els últims anys, en què han passat dels 34 bilions de pessetes al final de 1999 a una xifra pròxima als 170.000 milions d'euros a l'inici de 2003.

Inicialment als Estats Units, com la immensa majoria de les innovacions financeres, i ara ja a tota Europa, els fons d'inversió han permès nivells molt alts de diversificació, la gestió professional de les inversions i l'accés a un gran nombre d'instruments i mercats per a un nombre creixent d'inversors privats.

L'ús de fons d'inversió ha facilitat al gestor de patrimonis la composició de carteres adequades al perfil de cada inversor i ha permès d'arribar a col·lectius molt més amplis que amb la inversió directa.

Per un gran nombre d'entitats financeres, els fons d'inversió, i concretament els ingressos per gestió, intermediació i dipòsit que generen, han permès de contrarestar, almenys parcialment, la tendència històrica a la reducció del marge d'intermediació bancària tradicional.

El material que es presenta en aquest mòdul didàctic es basa en el reglament d'institucions d'inversió col·lectiva aprovat el febrer de 2001, en els canvis de fiscalitat aplicables a partir de l'inici de 2003 i en la Llei financera de novembre de 2002.

**Nota**

L'any 2003 s'està treballant en un projecte àmpliament debatut sobre la nova llei d'institucions d'inversió col·lectiva que haurà de substituir la llei de 1984.

Podeu fer qualsevol consulta normativa que us interessi efectuar sobre el tema per mitjà de la web de la Comissió Nacional del Mercat de Valors o d'Inverco.

**WEB**

Comissió Nacional del Mercat de Valors: www.cnmv.es
Inverco: www.inverco.es

# Objectius

El materials didàctics d'aquest mòdul proporcionen els coneixements fonamentals perquè l'estudiant assoleixi els objectius següents:

**1.** Conèixer detalladament les característiques descriptives, especificacions i prestacions dels diferents tipus de fons d'inversió.

**2.** Identificar el nivell de risc i les expectatives de rendibilitat de cada tipus de fons.

**3.** Familiaritzar-se amb la classificació dels fons utilitzada a España, que podria ser perfectament homologable, amb certs matisos, amb les diferents classificacions en l'àmbit internacional.

**4.** Entendre els elements clau que permeten de valorar la qualitat de gestió dels fons d'inversió.

**5.** Analitzar les prestacions d'un fons, entenent que no solament és important la rendibilitat aconseguida, sinó la vinculació d'aquesta amb el nivell de risc assumit i en l'horitzó temporal d'inversió més convenient.

**6.** Conèixer la composició dels fons, especialment en aquelles estructures garantides que utilitzen instruments derivats en les seves carteres.

**7.** Distingir la publicitat real de la publicitat fantasiosa que en ocasions utilitzen les entitats que comercialitzen els fons d'inversió.

**8.** Conèixer les diferents estratègies de comercialització de fons d'inversió segons la tipologia del client, la seva aversió o proclivitat al risc.

**9.** Analitzar les implicacions comercials de la fiscalitat aplicable a partir de l'any 2003 i que comporta a la supressió del peatge fiscal interfons, que permet de desplaçar-se entre fons d'inversió sense haver de tributar per això.

# 1. Introducció

## 1.1. La inversió col·lectiva

### 1.1.1. Definició d'inversió col·lectiva

La inversió col·lectiva presenta les característiques següents:

- Captació de recursos d'una pluralitat d'inversors.
- Inversió i riscos assumits sense objectiu de control polític de les entitats emissores.
- Determinació del resultat individual en funció del resultat col·lectiu

**Nota**

En els FIM *for* VIP s'ofereixen condicions especials per a grans patrimonis.

A Espanya, i a efectes pràctics, el concepte d'inversió col·lectiva és gairebé sinònim de fons d'inversió. A Europa també predominen els fons d'inversió, si bé en països com Luxemburg i França hi ha les SICAV (societats d'inversió col·lectiva de capital variable), que gestionen patrimonis d'elevada magnitud.

### 1.1.2. Justificació de l'auge de la inversió col·lectiva

El patrimoni dels fons d'inversió col·lectiva va créixer espectacularment en la dècada dels noranta: va passar de 6.000.000.000 € el 1990 a 204.000.000.000 € el 1999. A partir d'aquest any, la xifra ha experimentat un cert descens i el 2003 s'ha situat entorn dels 175.000.000.000 €. En resum, el seu innegable protagonisme en la dècada dels noranta ha de fer que continuïn vigents, amb elevat protagonisme, en els catàlegs de productes d'inversió de les entitats financeres.

Podem trobar múltiples raons per a explicar aquest auge. D'una banda, s'ha de tenir en compte la influència de la reducció de l'impost sobre societats de fons d'inversió (1991) i la millora en el tractament fiscal dels partícips (1992, 1996, 1999, 2000 i 2003).

De l'altra, tampoc no s'ha d'oblidar l'evolució espectacularment alcista de les cotitzacions borsàries de renda variable en gran part de la dècada dels noranta i l'important descens dels tipus d'interès (amb certs sobresalts), especialment a partir de 1996, que juntament amb la reducció dels marges de comercialització del deute públic i dels diferencials entre tipus d'interès d'actiu i passiu de les entitats financeres, també han tingut la seva part de culpa.

També ha estat decisiva l'aparició de productes de rendibilitat i patrimoni garantits, com Fondtesoro FIM i Fondtesoro FIAMM, i els esforços per a fer fidel la clientela.

També caldria mencionar les característiques intrínseques dels productes:

- Liquiditat immediata.
- Valoració diària.
- Informació periòdica.
- Simplicitat administrativa.
- Diversificació de la inversió.
- Gestió professional.
- Accés indirecte a mercats especialitzats i inaccessibles individualment per a un inversor mitjà.
- Seguretat que ve determinada per la legislació vigent i supervisió de la CNMV.

### 1.1.3. Institucions que integren la inversió col·lectiva

- Fons d'inversió mobiliària (FIM).

  La figura coneguda amb el nom de *fons de titulització* no és un fons d'inversió.

  Els plans i fons de pensions es poden considerar inversió col·lectiva, però tenen una legislació diferenciada pel seu component de previsió social.

- Fons d'inversió en actius del mercat monetari (FIAMM). També se'l coneix com a fons de diners o fons monetari.
- Societat d'inversió mobiliària de capital fix (SIM).
- Societat d'inversió mobiliària de capital variable (SIMCAV).

  Les SIMCAV són societats anònimes el patrimoni de les quals s'inverteix bàsicament en instruments financers, si bé poden invertir amb certes restriccions en immobles.

  El capital mínim de constitució d'una SIMCAV és de 2,4 milions d'euros, però es poden efectuar de manera automàtica ampliacions i disminucions de capital, sense que hi hagi cap dret preferent de subscripció. La proporció d'ampliació de capital automàtica pot arribar a deu sobre el capital social de referència.

  Els propietaris de la SIMCAV són accionistes d'aquesta i posseïdores d'accions, i des del moment inicial han de ser com a mínim cent si pretenen cotitzar en borsa i gaudir dels

avantatges fiscals que comporta (impost sobre societats de l'1%). Quan cotitzen en borsa, el valor diari que marquen les SIMCAV no ha de diferir en més o en menys d'un 5% respecte del valor liquidador de les accions, segons criteris de valoració similars als fons d'inversió.

Les inversions han de complir criteris de diversificació de la mateixa manera que els fons d'inversió, si bé la política d'inversió es pot modificar amb certa facilitat per acord dels accionistes i mitjançant comunicació a la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV).

Els òrgans societaris de la SIMCAV són la Junta General d'Accionistes i el Consell d'Administració que poden delegar les seves funcions en una societat gestora, que s'encarregarà d'administrar la SIMCAV.

Les SIMCAV han tingut una gran expansió en els últims anys i són instruments molt útils per a patrimonis importants que vulguin una fiscalitat com més avantatjosa millor, però amb la flexibilitat que permet de posseir una societat en què es pot participar en la política d'inversió i en què hi pot haver accionistes "comparsa" o testaferros que simplement s'han utilitzat per a complir el mínim d'accionistes necessari per a cotitzar en borsa. La supressió del peatge final interfons (des de 2003) els pot fer perdre atractiu respecte dels fons d'inversió.

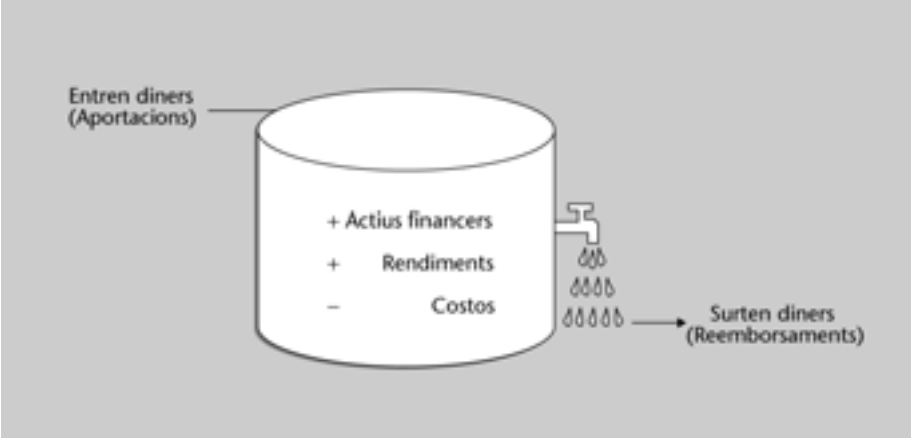
- Societat gestora d'institucions d'inversió col·lectiva (SGIIC).
- Societat gestora de carteres (SGC).
- Fons d'inversió immobiliària (FII).
- Societat d'inversió immobiliària (SII).
- Fons d'inversió mobiliària de fons (FIMF). També se'l coneix com a fons de fons.
- Societat d'inversió mobiliària de fons (SIMF). També es coneix com a societat de fons.
- Societat d'inversió mobiliària de capital variable de fons (SIMCAVF).
- Fons d'inversió mobiliària principal (FIMP). També se'l coneix com a fons principal, màster o nodrissa.
- Fons d'inversió mobiliària subordinat (FIMS). També se'l coneix com a fons *feeder* o càpsula.
- Societat d'inversió mobiliària subordinada (SIMS).
- Societat d'inversió mobiliària de capital variable subordinada (SIMCVS).
- Fons d'inversió mobiliària especialitzada en valors no cotitzats (FIME).
- Societat d'inversió mobiliària especialitzada en valors no cotitzats (SIME).
- Fons d'inversió mobiliària índex.

## 1.2. Fons d'inversió

### 1.2.1. Definició de fons d'inversió

S'entén per *fons d'inversió* el patrimoni col·lectiu propietat d'una pluralitat d'inversors finals, denominats *partícips*. Aquest patrimoni es materialitza, majoritàriament, en actius financers generadors de rendibilitat per al fons i, lògicament, per als partícips.

Un fons d'inversió és un producte financer que per les seves característiques (seguretat, liquiditat, rendibilitat i fiscalitat privilegiada), es pot comercialitzar entre tot tipus de clients.




El fons d'inversió no té personalitat jurídica pròpia, per la qual cosa l'administra una societat gestora, amb el concurs d'una entitat dipositària, que representa els drets de propietat dels inversors per mitjà de participacions.

**Exemple**

- Nom del fons: Fonfinança
- Tipus de fons: FIM
- Vocació i definició del fons:

– FIM de renda fixa a mitjà i llarg termini.
– Inverteix en deute públic de l'Estat, comunitats autònomes, ajuntaments i organismes internacionals, i en renda fixa corporativa amb elevada qualificació creditícia (alt grau d'inversió).
– No opera en renda variable.

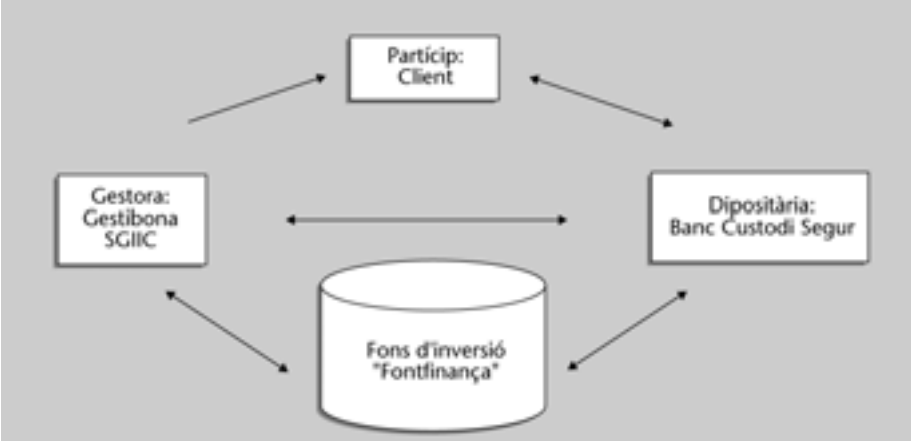
- Inversió mínima: tres-cents euros.
- Rendibilitat:

– 2002: 3,592%
– 1996-2002: 35,83% acumulada
– TAE: 4,47%

- Societat gestora: Gestibona (SGIIC)
- Entitat dipositària: Banc Custodi Segur

- Comissions:

– Gestió: 1,15% (sobre patrimoni total)
– Dipositari: 0,15% (sobre patrimoni nominal dipositat)
– Subscripció: 0%
– Reemborsament: 1% (< 15 dies) 0% (> 15 dies)




El reglament del fons recull les seves característiques: denominació, vocació inversora, durada, criteris de valoració i informació.

La participació d'un fons d'inversió representa la propietat dels partícips, manca de valor nominal i no s'emet físicament. Generalment es poden comprar (subscriure) o vendre (amortitzar o reemborsar) fraccions de participació; és a dir, no és necessari fer-ho per xifres senceres.

Els partícips d'un fons d'inversió són els seus propietaris. Comercialment s'assimila el partícip amb el client de la institució que comercialitza el fons d'inversió.

Els partícips poden sol·licitar certificats de propietat de les seves participacions, si bé un extracte i, fins i tot, una llibreta actualitzada són suficients a aquest efecte.

### 1.2.2. Tipus de fons d'inversió

- FIM: múltiples modalitats.

- FIAMM

- Fons ordinaris: llibertat relativa d'inversió, dins de la normativa legal vigent i de la filosofia inversora definida en el reglament.

- Fondtesoro: legislació específica segons conveni de col·laboració entre la gestora, la Direcció General del Tresor i Política financera i/o els organismes

autonòmics. Comissions reduïdes i inversió quasi exclusiva en deute del Tresor, amb petits percentatges destinats a accions (Fondtesoro plus FIM).

- Fons acumulatius: no reparteixen dividends. El valor de la participació va canviant i recull l'increment/reducció de la rendibilitat. Quasi tots els fons d'inversió són acumulatius.

- Fons de repartiment: reparteixen dividends amb certa periodicitat. No són usuals a Espanya per penalització fiscal.

- Fons de rendibilitat totalment incerta: el partícip no té cap garantia de rendibilitat o patrimoni.

- Fons de rendibilitat garantida: el mateix fons (internament) o un tercer (externament) garanteix una rendibilitat i, en conseqüència, un patrimoni.

- Fons residents: fons gestionats i custodiats per entitats residents, registrats en la CNMV, que assumeixen íntegrament la normativa vigent a Espanya.

- Fons no residents: es poden comercialitzar a Espanya si compleixen la directiva comunitària i informen la CNMV.

- Fons mobiliaris: inverteixen en diferents modalitats de valors mobiliaris (monetaris, de capitals en renda fixa o variable, derivats, etc.).

- Fons immobiliaris: inverteixen en immobles i generen ingressos per lloguers.

## 1.3. Funcions dels agents

### 1.3.1. Societat gestora

La societat gestora constitueix i representa el fons i el gestiona i administra (comptabilitza i valora diàriament el fons i les participacions). També decideix quins actius es compren i es venen i quan, quant, on i com ho fa segons la política d'inversions del reglament del fons.

La societat gestora emet documents informatius financers i fiscals en la periodicitat legalment establerta i, juntament amb el dipositari, emet els certificats de participació.

El nou reglament d'institucions d'inversió col·lectiva (IIC) també autoritza les societats gestores a comercialitzar-les.

### 1.3.2. Entitat dipositària

L'entitat dipositària rep i custòdia valors i patrimoni líquid del fons, efectua les funcions d'entitat pagadora i cobradora, rep aportacions dels partícips, fa efectius els reemborsaments i complimenta operacions de compra i venda.

L'entitat dipositària vigila i supervisa la gestora amb responsabilitat compartida (operacions, valor de liquidació, informació i publicitat) i, juntament amb aquesta, redacta el reglament del fons.

### 1.3.3. Entitat comercialitzadora

La pràctica habitual porta que l'entitat comercialitzadora acostuma a ser la mateixa entitat dipositària, per tractar-se del banc que custodia els valors i de la institució que posseeix la xarxa comercial d'oficines, on es procedeix a la comercialització de les participacions.

**En alguns països, ...**

... l'assessor financer (similar a l'agent o corredor d'assegurances) desenvolupa una àmplia tasca de venda i assistència financera per mitjà de fons d'inversió.

Segons el nou reglament d'IIC, pel que fa a la comercialització de participacions, també la podrien efectuar altres persones físiques o jurídiques que tinguin establerta una relació contractual (en ocasions en exclusiva) amb la societat gestora i, fins i tot, la mateixa SGIIC.

# 2. Aspectes generals

## 2.1. Subscripcions, reemborsaments i liquiditat

Malgrat que les participacions dels fons posseeixen la condició de valors mobiliaris, no es negocien en cap mercat secundari organitzat. Pel que fa a això, s'ha de comentar que hi ha el projecte de posar en funcionament a Espanya els fons cotitzats en borsa (*exchange trade founds*, ETF), la qual cosa ja existeix en altres mercats, com als Estats Units, el Regne Unit o Alemanya.

Invertir en un fons significa comprar (subscriure) participacions noves i desinvertir (amortitzar o reemborsar) significa rebre diners del fons per reemborsament de les participacions.

No és necessari que hi hagi un comprador per a sortir del fons, ja que la gestora i el dipositari s'encarreguen de facilitar liquiditat en tot moment, contra els actius del mateix fons o endeutant-se transitòriament.

**Nota**

Al llarg d'aquest mòdul, s'analitzaran les operacions de traspàs entre fons que no representen cap fet fiscal imposable per al partícip.

La majoria dels fons apliquen el valor de liquidació del dia en què es fa la subscripció o reemborsament de les participacions. El motiu d'aquest és evitar l'especulació de certs partícips, que poden intentar treure profit de l'evolució del fons a l'inici de la sessió. Històricament era habitual aplicar el valor del dia anterior.

El criteri de valorar al dia té l'inconvenient que en el moment de reemborsar o subscriure, el client no coneix exactament el valor de la participació, ja que haurà d'esperar al final del dia perquè les participacions es valorin segons les cotitzacions d'aquesta data.

La normativa vigent estableix els terminis màxims següents per a liquidar els reemborsaments dels partícips:

- FIM: tres dies hàbils; en reemborsaments superiors a tres-cents mil euros, s'amplia el termini i s'estableix un preavís de deu dies.

- FIAMM: un dia hàbil; en reemborsaments superiors a sis milions d'euros, s'amplia el termini i s'estableix un preavís de cinc dies.

La gestora i el dipositari poden rebaixar els terminis màxims si disposen de liquiditat suficient i no es perjudica els partícips que romanen en el fons.

Alguns FIAMM ofereixen als partícips talonaris de xecs o targetes de crèdit, la qual cosa els permet de disposar de liquiditat immediata per finestreta o caixer automàtic o estendre xecs personals a tercers. Però des que el febrer de 1999 s'aplica retenció als reemborsaments de participacions amb plusvàlua, s'ha restringit o fins i tot eliminat l'ús del talonari de xecs contra un FIAMM.

## 2.2. Informació a partícips

| | FIM | FIAMM |
|---|---|---|
| Abans de la subscripció inicial | Fullet d'emissió i reglament de gestió<br>Memòria de l'últim exercici<br>Últim informe trimestral | |
| A petició del partícip | Certificat de participacions<br>Extracte de moviments i saldo<br>Duplicat d'informació fiscal | |
| Mensualment | --- | Extracte de moviments |
| Trimestralment | Informe de gestió | |
| Anualment | Memòria<br>Informació fiscal | |

## 2.3. Comissions màximes aplicables

En les comissions que es relacionen en la taula següent, s'inclouen despeses d'administració i d'estructura. Cal apuntar que en Fondtesoro FIAMM, aquestes comissions han quedat desfasades per excessives:

| | Gestió | Dipòsit | Subscripció | Reemborsament |
|---|---|---|---|---|
| **FIM** | 2,25% anual sobre patrimoni<br>o<br>18% anual sobre resultats<br>o<br>1,35% sobre patrimoni i 9% sobre resultats | 0,2% anual del valor efectiu custodiat | En conjunt* 5% | |
| **Fondtesoro FIM** | En conjunt 1,15% – 1,50% anual sobre patrimoni (segons la durada de la cartera) | 0 | | 1% anual durant el primer any<br>2% durant trenta dies |
| **FIAMM** | 1,0% anual sobre patrimoni<br>o<br>10% anual sobre resultats<br>o<br>0,67% sobre patrimoni i 3,33% sobre resultats | 0,15% anual del valor efectiu custodiat | En conjunt* 1% | |
| **Fondtesoro FIAMM** | En conjunt 1,5% anual sobre patrimoni | | 0 | Únicament per la utilització de xecs contra compte corrent vinculat |

* Hi ha opinions desiguals en el sector de les IIC sobre si aquesta comissió ha de ser en conjunt o individualment.

## 2.4. Valoració d'un fons

La normativa permet de regular la quantia mínima per a efectuar la primera inversió o les inversions successives en un fons.

Els fons d'inversió són oberts, per la qual cosa es pot prohibir l'accés de nous partícips o incrementar les noves inversions de partícips. No obstant això, una reinterpretació favorable de la CNMV de l'art. 35.1 del Reglament d'IIC permet de restringir la subscripció de participacions, en els fons garantits, una vegada acabada la fase de comercialització, la qual cosa dificulta l'accés de noves aportacions i permet de fixar elevades comissions de subscripció.

### 2.4.1. Valoració del fons i valor de liquidació de les participacions

Els actius que integren el fons d'inversió i els emesos al descompte amb vida residual superior a sis mesos s'han de valorar, amb caràcter general, a preu de mercat.

Una excepció són les lletres del tresor i els pagarés d'empresa que es poden valorar al cost d'adquisició més el rendiment acumulat en règim d'interès compost, sempre que els quedi un termini per al venciment inferior a sis mesos. Aquesta valoració també s'aplica a altres productes com els bons, les obligacions i els productes vinculats a tipus d'interès amb vida residual inferior a sis mesos.

Per a conèixer el valor net de la cartera d'un fons, també conegut com a valor patrimonial del fons d'inversió, al valor de les inversions (valor de mercat o valor actualitzat) se li ha de restar l'import dels impostos, les despeses i el lucre cessant, i les comissions de la societat de gestió i l'entitat dipositària.

**Valor de liquidació de la participació d'un fons de diners**

Fonfiasco

- Dia $n$

$$\frac{173.270.385{,}42\ €}{173.852{,}79 \text{ participacions}} = 996{,}65\ €$$

- Dia $n + 1$

Rentabilitat segons TAE: 2%

$$\frac{173.279.786{,}25\ €}{173.852{,}79 \text{ participacions}} = 996{,}70\ €$$

Per a conèixer el valor de liquidació de la participació, s'ha de dividir el valor net de la cartera del fons entre el nombre de participacions.

**Valor de liquidació de la participació d'un FIM de renda variable**

Foncrac29

- Dia $n$

$$\frac{72.751.353{,}16\ €}{59.330{,}\ 26 \text{ participacions}} = 1.226{,}21\ €$$

- Dia $n + 1$

Rendibilitat diària: 1,25%

$$\frac{73.660.745{,}07\ €}{59.330{,}26 \text{ participacions}} = 1.241{,}54\ €$$

### 2.4.2. Exemple de càlcul de la rendibilitat aconseguida per un fons d'inversió

25 de gener de 20×1. Un client fa una inversió de deu mil euros, mitjançant la subscripció de deu participacions amb un valor unitari de mil euros:

18 de gener de 20×2. Els rendiments es van acumulant indissolublement al valor de les participacions. El client continua tenint el mateix nombre de participacions inicial, però el valor de les participacions s'ha incrementat amb els rendiments. Amb un rendiment anual del 8%, passat un any, la situació queda així:

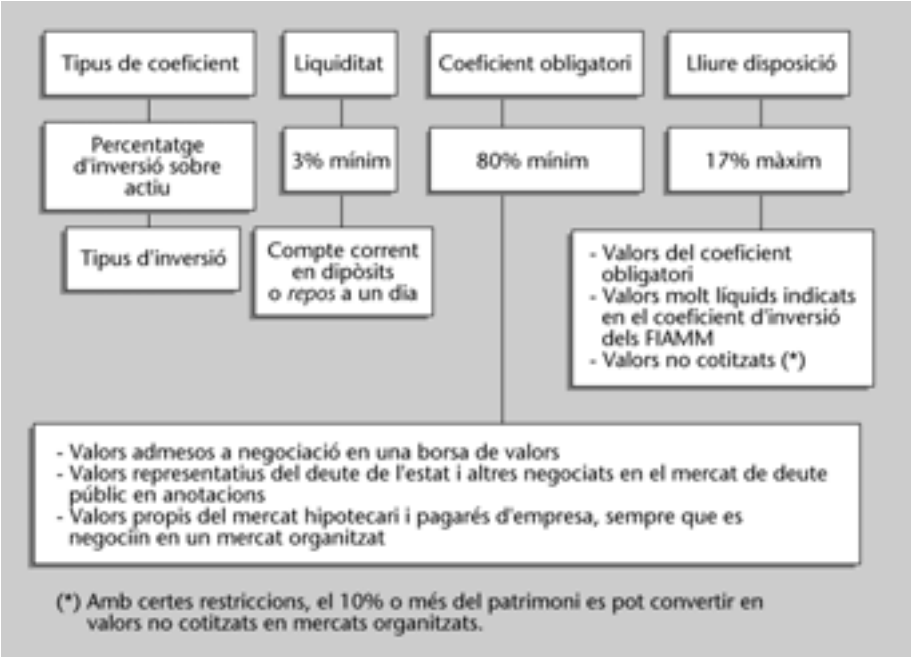
### 2.4.3. Factors que influeixen en el valor de liquidació dels FIAMM i els FIM de renda fixa a curt i llarg termini

| Factor | Fons | Rendibilitat |
|---|---|---|
| Si els tipus d'interès són constants | FIAMM | Rendibilitat constant |
| | FIM renda fixa CP | |
| | FIM renda fixa LP | |
| Si els tipus d'interès pugen | FIAMM | Puja la rendibilitat |
| | FIM renda fixa CP | |
| | FIM renda fixa LP | Baixa la rendibilitat |
| Si els tipus d'interès baixen | FIAMM | Baixa la rendibilitat |
| | FIM renda fixa CP | |
| | FIM renda fixa LP | Puja la rendibilitat |
| Si la borsa puja | FIM de renda variable | Puja la rendibilitat |
| Si la borsa baixa | FIM de renda variable | Baixa la rendibilitat |
| Si els tipus d'interès pugen* | FIM de renda variable | Baixa la rendibilitat |
| Si los tipus d'interès baixen* | FIM de renda variable | Puja la rendibilitat |

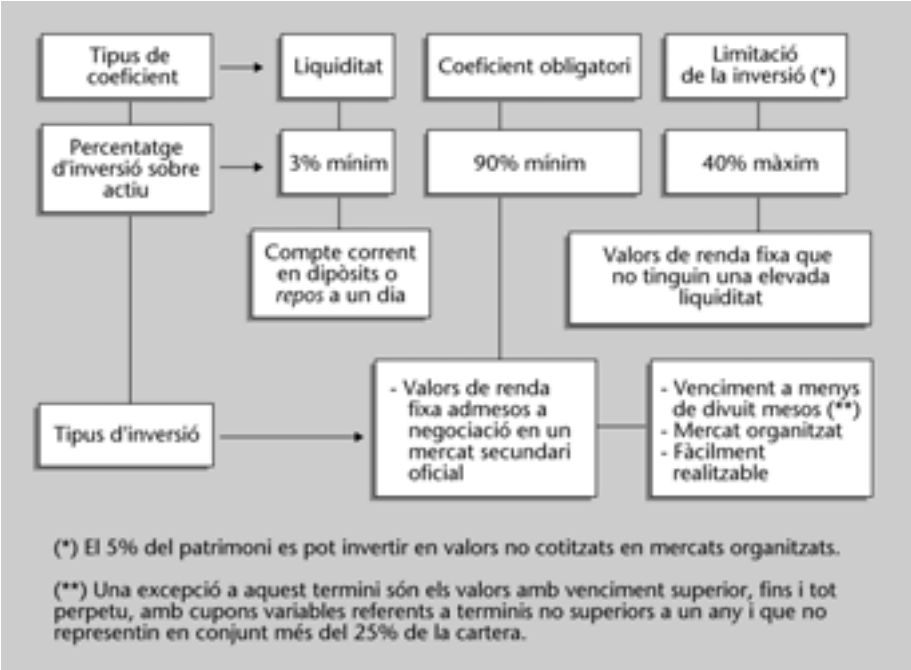
*** Es descriu el comportament habitual, però no necessari.**

## 2.5. Composició de la cartera

### 2.5.1. FIM




### 2.5.2. FIAMM



# 3. Aspectes legals

## 3.1. Normes reguladores dels límits màxims d'inversió sobre l'actiu del fons

- Inversió en valors emesos per altres IIC espanyoles

– Menys del 5% de l'actiu del fons (excepte en FIMF i societats de fons).
– Prohibit en IIC del mateix grup.

- Inversió en valors emesos o avalats per una mateixa entitat

– Fins el 5% en valors d'una mateixa entitat, i es pot arribar al 10% si ho preveu el reglament del fons. La suma dels valors en què se superi el 5% de l'actiu no ha de sobrepassar el 40%.

**Excepcions**

Les obligacions emeses per entitats de crèdit suficientment garantides –mercat hipotecari i titulització– permeten d'invertir en una mateixa entitat fins al 25%, amb un total per diferents entitats del 80% dels actius del fons.

– No es podrà tenir més del 15% de l'actiu invertit en valors emesos o avalats per entitats pertanyents a un mateix grup.

– Un fons d'inversió podrà invertir fins al 35% del seu actiu en valors emesos o avalats per un estat membre de la CEE, les comunitats autònomes o els organismes internacionals dels quals Espanya sigui membre.

Les IIC podran invertir fins al 100% del seu actiu en valors emesos per aquestes institucions oficials, sempre que no superin el 10% del saldo nominal de l'emissió.

– En el cas de valors segregats s'aplicaran les regles següents:

**1.** Per a principals segregats, el percentatge del 10% farà referència al saldo nominal del segregable –tant segregat com sense segregar– del qual procedeixin aquests.

**2.** Per a cupons segregats, l'import nominal invertit no podrà superar el 20% del saldo nominal potencial d'aquests amb la mateixa data de venciment.

– En la cartera del fons no hi podrà haver valors emesos pel dipositari per sobre de l'1% de l'actiu del fons.

– S'haurà de mantenir una liquiditat mínima del 3% de l'actiu del fons, en terme mitjà diari al llarg del mes (comptes a la vista, efectiu o *repos* de deute públic a un dia).

**Un cas particular**

Els fons índex eludeixen diferents coeficients dels enunciats, poden replicar a un índex de renda fixa o variable sobre valors i mercats de l'OCDE, i sempre que cap actiu no superi el 35% del valor de la cartera.

– Els fons també poden efectuar, en reduïts percentatges, inversions en valors no cotitzats, sempre que ho especifiqui el reglament.

– En l'operativa amb instruments financers derivats (futurs, opcions, *forwards*, *swaps*, warrants i productes estructurats) s'apliquen coeficients restrictius regulats per normativa específica.

**WEB**

En la secció "Normativa" sobre IIC de la pàgina web de la CNMV (www.cnmv.es), podreu trobar l'Ordre ministerial de 10 de juny de 1997 i les circulars 3/97 de 29 de juliol i 3/98 de 22 de setembre.

## 3.2. Auditoria i supervisió

### 3.2.1. Control intern de risc i auditoria

Els fons d'inversió han de ser auditats per professionals externs acreditats. Aquelles gestores que operin en instruments derivats financers han d'establir segregació de funcions i han de crear una unitat de control de riscos que reporti al consell d'administració de la gestora:

- *Front office*: gestió.
- *Back office*: comptabilitat i administració.
- *Middle office*: control de riscos.

La separació jurídica i funcional de gestora i dipositari, i també la vigilància i supervisió creuada que fan, es converteix en un adequat mecanisme de control.

### 3.2.2. Supervisió de la Comissió Nacional del Mercat de Valors

La CNMV controla i supervisa l'activitat de totes les IIC i, mitjançant la publicació de circulars que en ocasions desenvolupen ordres ministerials, efectua activitats reguladores.

**Nota**

La Direcció General del Tresor i Política Financera (DGTPF) també porta a terme funcions de control públic de les IIC.

La CNMV efectua inspeccions rutinàries i extraordinàries de les societats gestores, i requereix d'aquestes informació periòdica mensual d'ampli contingut en matèria d'inversions, comptabilitat, valor de liquidació i altres fets rellevants referents a les institucions que gestionen. Per aquest motiu, en la CNMV es pot disposar de tota la informació pública de les IIC.

**Exemple**

La presa de participacions significatives (concentració de riscos) s'haurà de comunicar a la CNMV.

La normativa legal estableix un marc regulador amb diferents categories d'infracció i les seves corresponents sancions.

En matèria de publicitat, la CNMV no regula, sinó que permet al sector que s'autoreguli individualment i mitjançant una comissió deontològica d'Inverco (associació patronal del sector d'IIC). En ocasions, la CNMV ha vetat i ha fet retirar anuncis publicitaris excessivament agressius o imprecisos.

# 4. Classificació descriptiva dels fons d'inversió

El gener de 2002 Inverco i la CNMV van establir un acord per mitjà del qual es configurava una nova classificació dels fons d'inversió, segons el tipus d'inversió que efectuen i el risc que escometen. Aquesta classificació estableix les categories següents:

- Domèstics

– FIAMM. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro.

– Renda fixa a curt termini. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro. No inclou actius de renda variable en la seva cartera de comptat, ni derivats el subjacent del qual no sigui renda fixa, i la durada mitjana de la seva cartera no pot superar els dos anys.

– Renda fixa a llarg termini. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro. No inclou actius de renda variable en la seva cartera de comptat, ni derivats el subjacent del qual no sigui renda fixa, i la durada mitjana de la seva cartera ha de ser superior a dos anys.

– Renda fixa mixta. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro. Hi ha d'haver menys del 30% de la cartera en actius de renda variable.

– Renda variable mixta. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 30% en monedes no-euro. Entre el 30% i el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable.

– Renda variable nacional. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 30% en monedes no-euro. Més del 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable cotitzats en mercats espanyols, incloent-hi actius d'emissors espanyols cotitzats en altres mercats. La inversió en renda variable nacional ha de ser, almenys, el 90% de la cartera de renda variable.

- Internacionals

– FIAMM internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro.

- Renda fixa internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. No inclou actius de renda variable en la seva cartera de comptat, ni derivats el subjacent del qual no sigui de renda fixa.

- Renda fixa mixta internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Hi ha d'haver menys del 30% de la cartera en actius de renda variable.

- Renda variable mixta internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Entre el 30% i el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable.

- Renda variable euro. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 30% en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i la inversió en renda variable nacional no podrà superar el 90% de la cartera de renda variable.

- Renda variable internacional d'Europa. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissors europees.

- Renda variable internacional dels Estats Units. Més de un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissors nord-americans.

- Renda variable internacional del Japó. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissors japonesos.

- Renda variable internacional de països emergents. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable hauran de ser valors d'emissors de països emergents.

- Renda variable internacional d'altres. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i no està adscrita a cap altra categoria de renda variable internacional.

- Globals. Fons sense definició precisa de la seva política d'inversió i que no encaixen en cap categoria.

Hi ha una sèrie de fons i societats d'inversió que es podrien incloure en la categoria de globals, o bé afegir a la llista:

- FIMF, SIMF i SIMCAVF.
- Fons índex.

- Fons de gestió alternativa.
- FIMP, FIMS, SIMS i SIMCAVS.
- FIME i SIME.
- Fons estrangers comercialitzats a Espanya.
- FII i SII.

- Garantits renda fixa. Fons per al qual hi ha garantia d'un tercer (a favor del fons o a favor dels partícips) i que assegura exclusivament un rendiment fix.

- Garantits renda variable. Fons per al qual hi ha garantia d'un tercer (a favor del fons o a favor dels partícips) i que assegura una quantitat totalment o parcialment vinculada a l'evolució d'instruments de renda variable o divisa.

**Criteris d'adscripció**

- El criteri de classificació es determinarà per la vocació inversora del fons, reflectida en els reglaments o en els fullets informatius, i no per la composició de la cartera.
- Els límits d'adscripció tindran en compte no solament les inversions de comptat, sinó també els derivats incorporats.
- El termini de la cartera de renda fixa es determinarà segons la durada mitjana de la cartera (actius i instruments derivats).
- Es permetran situacions transitòries de menys risc de cartera que no modifiquin la categoria del fons.
- Les participacions preferents es consideraran com a actius de renda fixa.
- Els bons convertibles s'assimilaran a un actiu de renda fixa més un derivat amb subjacent de renda variable.

## 4.1. Fons d'inversió en actius del mercat monetari (FIAMM)

Els FIAMM, coneguts popularment com a fons de diners o monetaris, inverteixen en els actius monetaris següents:

**Limitacions dels FIAMM**

No poden invertir en accions ni en bons convertibles o bescanviables. Només poden utilitzar instruments derivats en operacions de cobertura i amb subjacent sobre tipus d'interès a curt termini.

- Lletres del tresor o actius assimilables.
- Pagarés d'empresa/bancaris/corporatius.
- Eurodipòsits.
- *Repos* i simultànies de deute públic.
- Bons i obligacions de cupó fix amb vida residual inferior a divuit mesos.
- Bons i obligacions de cupó variable amb vida residual superior a divuit mesos i fins i tot perpetua, referits a terminis superiors a un any i que no representin més del 25% de la cartera (*floating date notes*, bons de titularització hipotecària i participacions preferents).

Encara que no aconsegueixen rendibilitats espectaculars, tenen una evolució molt poc volàtil, amb un valor de liquidació que acostuma a avançar, permanentment, sense experimentar retrocessos rellevants:

| Any | Rendibilitat |
|---|---|
| 1994 | 8,75% |
| 1995 | 7,99% |
| 1996 | 7% |
| 1997 | 4,39% |
| 1998 | 3,2% |
| 1999 | 1,57% |
| 2000 | 2,91% |
| 2001 | 3,54% |
| 2002 | 2,44% |

El descens dels tipus d'interès fins el 1999 va fer que els fons de diners perdessin rendibilitat i, encara que el 2000 es va experimentar un lleuger repunt, la rendibilitat es va tornar a reduir en els anys successius.

Comercialment, s'acostuma a transmetre als clients la idea que un FIAMM mai no pot donar rendibilitats negatives, fet que és bastant cert. No obstant això, convé saber que el valor de liquidació d'un fons de diners pot retrocedir en circumstàncies especials: per insolvència d'algun emissor privat, per pujades dels tipus d'interès amb carteres a terminis superiors a sis mesos de vida pendent, per cobertures imperfectes i, fins i tot, per risc de canvi.

> També podria descendir el valor de liquidació en carteres a terminis inferiors a sis mesos, valorades a cost d'adquisició, si es produís simultàniament una pujada dels tipus d'interès i una sortida massiva de partícips.

### 4.1.1. Funcions dels FIAMM

Els FIAMM compleixen fonamentalment tres funcions, que explicarem a continuació:

- Gestió de liquiditat de particulars i societats.
- Inversió refugi transitòria.
- Manteniment d'una proporció líquida i conservadora en la gestió de carteres.

**Gestió de liquiditat de particulars i societats**

Un FIAMM genuí permet de gestionar la tresoreria de particulars i societats, amb la qual cosa s'obtindria una rendibilitat vinculada als mercats monetaris (tenint en compte les comissions de gestió i dipòsit i altres despeses com auditoria, impost sobre societats i taxes CNMV) amb una fiscalitat adequada i

amb prestacions equivalents a les d'un compte a la vista (ingressos i reintegraments, domiciliació de rebuts, targetes de crèdit i disponibilitat de talonari de xecs).

No obstant això, es freqüent que moltes institucions financeres a Espanya no ofereixin un servei integral de liquiditat mitjançant FIAMM, ja que prefereixen fer-ho per mitjà d'altres instruments financers, com els comptes corrents o altres modalitats de servei de liquiditat remunerada. Entre altres motius, és així perquè ja fa temps que la CNMV va desautoritzar la domiciliació de rebuts per mitjà de FIAMM i per l'aplicació d'una retenció a compte de l'IRPF que originalment era del 20% i al principi de 2003 es va rebaixar al 15%.

A Espanya, a diferència d'altres països com els Estats Units, no s'han arribat a utilitzar els FIAMM de manera massiva com a sistema de gestió de liquiditat o de tresoreria.

A més, s'ha de tenir en compte que moltes empreses han optat pels fons d'inversió de renda fixa a molt curt termini per a gestionar la seva liquiditat o determinades inversions monetàries en detriment dels FIAMM, a causa dels avantatges comptables i fiscals que ofereixen: mentre que en els FIAMM s'han de comptabilitzar els ingressos per criteri de meritació, independentment que s'hagin materialitzat o no les plusvàlues, en els FIM de renda fixa no es requereix la periodicitat de les possibles plusvàlues.

**Inversió refugi transitòria**

Els FIAMM són una manera segura de mantenir els diners amb una certa rendibilitat vinculada a la dels mercats monetaris, per a aquells que fan inversions amb cert risc (per exemple, en la borsa) i que en determinades èpoques consideren que han de liquidar la seva inversió i esperar millors oportunitats.

També es presenten com una opció interessant per a persones que pretenen fer inversions immobiliàries o empresarials i disposen d'una liquiditat que no volen mantenir ociosa, però que no volen assumir riscos financers importants.

**Exemple**

Una persona ha venut el seu pis, disposa de liquiditat i vol comprar una casa en els pròxims mesos. Evidentment, no li sembla convenient escometre inversions transitòries amb risc.

**Manteniment d'una proporció líquida i conservadora en la gestió de carteres**

És recomanable que una part de la cartera estigui invertida en liquiditat en actius sense risc, i si l'estructura de la cartera d'inversió opta per fons d'inversió de diferents característiques (monetari, renda fixa i renda variable), és freqüent que la liquiditat s'instrumenti per mitjà d'un o diferents fons de diners.

Al final de 2002 els fons de diners a Espanya tenien un patrimoni pròxim als 28,3 miliards d'euros, prop del 15% del patrimoni total dels fons d'inversió. Es pot imaginar que una part significativa d'aquest patrimoni correspon a inversions integrades en fons amb diferents nivells de risc.

### 4.1.2. Classificació dels FIAMM

Com ja hem comentat al començament d'aquest capítol, els diferents tipus de FIAMM són els següents:

- FIAMM. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro.

- FIAMM internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro.

Les expectatives de rendibilitat d'un FIAMM internacional han de ser superiors a les d'un FIAMM ordinari (s'assumeix el risc de canvi), o bé per un tipus d'interès monetari superior o bé per una revaloració de la divisa, o divises, en què es denominen les inversions efectuades.

Convé que els clients coneguin el segment de risc en què es mouen en un FIAMM internacional: la possibilitat que davant una depreciació o devaluació de les divises en què s'ha invertit el valor de liquidació de les participacions experimenti retrocessos de certa magnitud.

Els FIAMM internacionals són un producte poc difós, ja que mescla la seguretat dels actius monetaris amb la incertesa del risc de canvi. Aquesta combinació no sembla molt adequada a les estructures comercials de les entitats financeres que prefereixen comercialitzar fons de renda fixa internacional.

Els Fondtesoro són un cas particular de FIAMM que consisteix a crear un de nou, o transformar un de ja existent, mitjançant un contracte de col·laboració entre la gestora i la DGTPF, gràcies a l'existència d'un conveni marc que estableix una sèrie de compromisos:

- Inverteixen exclusivament en deute de l'Estat a curt termini, bons de titularització de PIME (entre tots dos, mínim del 90%) i liquiditat.

- Apliquen comissions i despeses màximes de l'1,15% anual (actualment s'han igualat aquestes despeses amb les de la resta dels FIAMM després de la reducció de les comissions màximes dels FIAMM).

- Aprofiten la publicitat genèrica efectuada per la DGTPF.

En termes de rendibilitat, no hi ha diferències significatives entre els Fondtesoro i els FIAMM ordinaris, ja que si bé és cert que les comissions poden ser una mica més baixes, també han de renunciar a invertir en valors amb millor rendibilitat que el deute públic, com els pagarés privats.

**FIAMM autonòmics**

FondValencia
FonsCatalunya
EuroCanarias
FondAndalucia

Els Fondtesoro es van regular el 1990*, i en els darrers anys s'han creat Fondtesoro FIAMM autonòmics, l'acord contractual dels quals es firma entre gestora, DGTPF i l'organisme autònom corresponent.

*** L'últim conveni marc entre la DGTPF i les SIIGC es va regular per mitjà de l'Ordre ministerial 3131/2002, de 5 de desembre (BOE 12 de desembre de 2002).**

També s'han regulat els Fondtesoro renda FIAMM que permeten d'incloure fins un 10% d'actius monetaris privats amb bona qualificació creditícia (*rating*) de $A^+$ i A1.

***Rating***

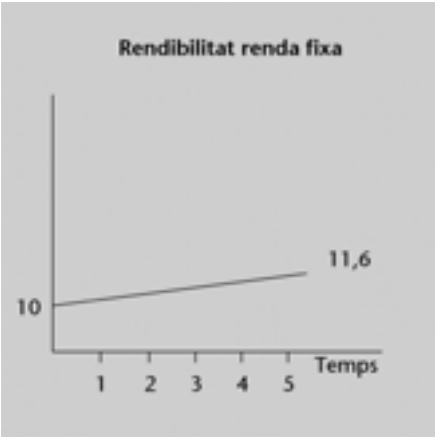
Les agències de *rating* analitzen la qualitat creditícia o solvència financera dels emissors. Els criteris de classificació varien segons les agències: AAA, AA, A, A+ o A1

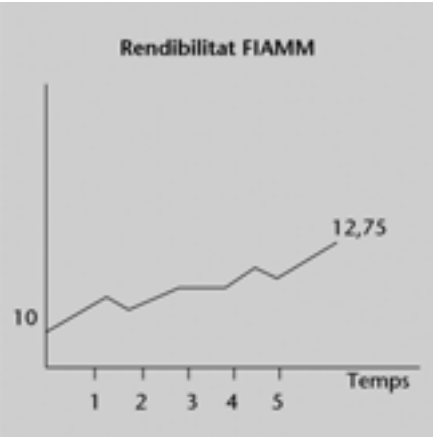
La nova classificació de la CNMV i Inverco no distingeix els Fondtesoro de la resta de fons de diners.

## 4.2. Fons de renta fixa

Els fons de renda fixa són instruments d'inversió pensats per al mitjà i llarg termini. Presenten un nivell de risc baix i, per conseqüent, unes expectatives de rendibilitat poc espectaculars: permeten de defensar-se contra l'evolució de la inflació, però no van molt més enllà.

Els fons de renda fixa aconsegueixen rendibilitats més grans que els FIAMM si inverteixen en el mercat monetari a terminis superiors als dels fons de diners, i s'aprofiten així de l'estructura temporal normalment positiva dels tipus d'interès.




**Cal tenir present que el rendiment dels fons de renda fixa no té per què ser constant, ja que es veuen sotmesos a les oscil·lacions dels tipus d'interès. És important tenir clar aquest aspecte a l'hora de subscriure participacions d'un FIM de renda fixa per a fer-ho a mitjà o llarg termini, essent conscient que en el curt termini el valor de liquidació de les participacions pot experimentar retrocessos.**

Tots aquells que han comercialitzat participacions de fons de renda fixa recorden els anys 1987, 1990, 1992, 1994 i 1999*, ja que en aquests exercicis es van produir repunts de certa magnitud en els tipus d'interès del deute públic i de la renda fixa privada i pública, la qual cosa va generar que els fons de renda fixa oferissin rendibilitats mínimes en el conjunt de l'any natural, o que fins i tot es produïssin reduccions de valor de liquidació o, el que és el mateix, rendibilitats negatives en un exercici.

*** Encara que no és cíclic, el repunt de tipus acaba essent recorrent: quin serà el pròxim any de pujada de tipus?**

**Rendibilitats aconseguides pels fons de renda fixa a Espanya**

| Any | Rendibilitat |
|---|---|
| 1994 | –1,25% |
| 1995 | 9,83% |
| 1996 | 11,79% |
| 1997 | 6,07% |
| 1998 | 5,25% |

Entre 1999 i 2002, amb la nova classificació de fons de renda fixa, es pot desagregar la seva rendibilitat segons l'estructura següent:

| Tipus de fons | Rendibilitat | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
| Fons de renda fixa a curt termini | 0,66% | 3,02% | 3,21% | 2,18% |
| Fons de renda fixa a llarg termini | –0,98% | 3,98% | 3,61% | 4,42% |
| Fons de renda fixa internacional | 3,86% | 5,85% | 5,71% | –0,75% |

Aquells clients que en subscriure fons de renda fixa desconeixien aquest risc, se solen mostrar molestos per no entendre bé aquests circumstancia i es plantegen les preguntes següents:

- Per què s'anomena *renda fixa* si fluctua?

- Com pot ser que estiguin pujant els tipus d'interès i en canvi baixi el valor dels diners que tinc invertits en un fons de renda fixa?

La resposta a aquestes preguntes no és senzilla d'oferir a clients que no tenen els coneixements bàsics de valoració de bons i obligacions. Per això, una vegada s'ha produït el problema i ha sobrevingut una inesperada pujada de tipus d'interès, convé tranquil·litzar el client, recordar-li que en la cartera del fons hi ha productes rendibles i de màxima seguretat i que, per tant, els diners que ha perdut, o millor dit, els diners que ha deixat de guanyar, segurament els recuperarà quan baixin o s'estabilitzin els tipus d'interès.

Amb caràcter preventiu, és convenient que si el client no té una filosofia d'inversió a mitjà i llarg termini, no se l'ubiqui en un fons de renda fixa, ja que si es produeix una pujada de tipus d'interès, potser haurà de reemborsar amb pèrdua patrimonial, aspecte que a molts clients els enutja extraordinàriament (i exclamen allò de "com a mínim, no perdre els diners invertits!"). Segurament una actuació prudent per a aquells clients que volen invertir a curt termini sense risc és fer-ho per mitjà d'un fons de diners o un fons de renda fixa invertit a molt curt termini.

### 4.2.1. Classificació dels fons de renda fixa segons CNMV i Inverco

Com ja hem comentat al començament d'aquest capítol, els diferents tipus de fons de renda fixa són els següents:

– Renda fixa a curt termini. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro. No inclou actius de renda variable en la seva cartera de comptat, ni derivats el subjacent del qual no sigui de renda fixa, i la durada mitjana de la seva cartera no pot superar els dos anys.

– Renda fixa a llarg termini. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro. No inclou actius de renda variable en la seva cartera de comptat, ni derivats el subjacent del qual no sigui de renda fixa, i la durada mitjana de la seva cartera ha de ser superior a dos anys.

– Renda fixa internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. No inclou actius de renda variable en la seva cartera de comptat, ni derivats el subjacent del qual no sigui de renda fixa.

Els fons de renda fixa mixta s'estudien en el capítol següent d'aquest mateix mòdul didàctic.

Un cas particular de FIM són els Fondtesoro que consisteixen a crear un FIM de renda fixa, o a transformar un ja de existent, mitjançant un contracte de col·laboració entre la gestora i la DGTPF, gràcies a l'existència d'un conveni marc* que estableix una sèrie de compromisos:

**El nou conveni de Fondtesoro s'ha regulat a partir de l'Ordre ministerial 3131/2002, de 5 de desembre de 2002 (BOE de 12 de desembre de 2002).**

- Invertir exclusivament en deute de l'Estat i bons de fons de titulització de PIME (entre tots dos, mínim del 90%) i liquiditat.

- Es defineixen segons la vida pendent de la inversió: fins a dotze mesos o superior a dotze mesos.

- Apliquen comissions i despeses màximes de l'1,15% anual (fins a dotze mesos) i 1,50% (més de dotze mesos), mentre que els fons d'inversió ordinaris tenen un màxim legal del 2,45%.

- Un cas particular dels Fondtesoro FIM són els FondValencia (que incorporen deute de la Generalitat Valenciana), EuroCanarias, FondAndalucia i FonsCatalunya Mixtos (amb deute de la Generalitat de Catalunya i accions incorporades).

- El maig de 1999 i desembre de 2000 es van regular els Fondtesoro renda FIM, cas particular de Fondtesoro FIM, que poden invertir fins un màxim del 20% de l'actiu del fons en valors de renda fixa diferents del deute de l'Estat, sempre que siguin denominats en euros, es negociïn en un mercat secundari espanyol i tinguin una qualificació creditícia equivalent o superior a $A^+$, AA o assimilats. Tenen les mateixes comissions que els Fondtesoro FIM.

- En la mateixa regulació, es creen els Fondtesoro PlusFIM, que com a cas particular de Fondtesoro FIM, presenten la novetat de permetre la incorporació de valors de renda variable integrants de l'Ibex-35 fins un percentatge màxim del 15% dels actius totals del fons. També permeten que en aquest percentatge es puguin incloure valors de renda fixa diferents del deute de l'Estat, amb requisits idèntics als Fondtesoro renda FIM. L'agregat de renda fixa no estatal nacional i les accions no pot superar el 20% de la cartera. Les comissions i les despeses màximes són de l'1,5%.

**Recordeu**

La nova classificació de la CNMV i Inverco no distingeix els Fondtesoro de la resta dels fons de renda fixa.

En termes de rendibilitat, no hi ha diferències significatives entre els Fondtesoro i els FIM ordinaris, ja que si bé és cert que les comissions poden ser una mica més baixes, les pràctiques comercials de moltes entitats ha portat a reduir

les comissions que s'estaven aplicant. Els Fondtesoro, segons els casos poden tenir un totalment o parcialment condicionada la seva inversió, la qual cosa els resta oportunitats de millorar la rendibilitat.

### 4.3. Fons mixtos

Es tracta de fons d'inversió amb situacions de risc de tipus intermedi. Sorgeixen com a alternativa d'inversió per a aquells que volen millorar la rendibilitat que obtenen per mitjà de fons de diners i fons de renda fixa assumint un cert nivell de risc que els confereix la proporció de renda variable.

En els fons mixtos, mantenint inversions de renda fixa i actius monetaris, s'efectua una inversió en renda variable mitjançant accions o derivats sobre accions o índexs, la qual cosa permet que en contextos de mitjà i llarg termini i de mercats borsaris amb tendència alcista, s'incrementi la rendibilitat amb assumpció d'un cert nivell de risc borsari.

L'estratègia comercial que impera a partir de 2003 és que no es constitueixen fons mixtos i els ja existents tendeixen a fusionar-se. La nova fiscalitat, en eliminar el peatge fiscal interfons, permet d'ajustar les carteres dels partícips en diferents fons sense haver de pagar impostos: el client pot combinar, si li interessa en un moment determinat, de manera conjuntural o estructural els fons monetaris i/o de renda fixa amb els de renda variable. Ja no és tan necessària la presència de fons mixtos: la seva estructura pot ser replicada pels clients.

Els fons de renda variable comporten riscos importants, però també importants expectatives de rendibilitat.

Els fons de renda fixa són més conservadors i les seves expectatives de rendibilitat també són menys importants.

#### 4.3.1. Rendibilitat anual mitjana ponderada dels fons d'inversió

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **FIAMM** | 4,38 | 3,20 | 1,50 | 2,89 | 3,55 | 2,43 |
| **Fondtesoro FIAMM** | 4,41 | 3,20 | 1,65 | 2,93 | 3,52 | 2,46 |
| **Total FIAMM** | **4,39** | **3,20** | **1,57** | **2,91** | **3,54** | **2,44** |
| **FIM renda fixa** | 6,07 | 5,10 | –074 | 3,40 | 3,52 | 2,78 |
| **Fondtesoro FIM** | 6,24 | 5,80 | 0,10 | 3,65 | 3,61 | 2,88 |
| **FIM renda fixa mixta** | 10,30 | 8,90 | 3,75 | 0,22 | -0,89 | –3,62 |
| **FIM renda variable mixta** | 21,50 | 16,10 | 11,85 | –6,93 | -6,71 | –16,70 |
| **FIM renda variable** | 34,70 | 28,50 | 15,80 | –17,10 | -9,10 | –25,13 |
| **Total FIM** | **10,85** | **10,90** | **9,45** | **–4,02** | **-1,46** | **–4,34** |
| **Total fons** | **8,10** | **8,99** | **7,35** | **–2,6** | **0,07** | **–2,69** |

Rendibilitat dels diferents tipus de fons el 1999 i 2000, adaptats a la nova classificació de la CNMV:

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---|---|---|---|
| **FIAMM** | 1,52 | 2,91 | 3,54 | 2,44 |
| **Fons de renda fixa a curt termini** | 0,66 | 3,02 | 3,21 | 2,18 |
| **Fons de renda fixa a llarg termini** | –0,98 | 3,98 | 3,61 | 4,42 |
| **Fons de renda fixa internacional** | 3,86 | 5,85 | 5,71 | –0,75 |
| **Fons de renda fixa mixta** | 3,95 | 0,22 | –0,89 | –3,62 |
| **Fons de renda fixa mixta internacional** | 7,43 | –1,36 | –1,95 | –2,57 |
| **Fons de renda variable mixta** | 12,06 | –6,93 | –6,71 | –16,70 |
| **Fons de renda variable mixta internacional** | 17,25 | –6,07 | –9,16 | –18,00 |

Es pot observar que, en la mesura en què s'incrementa la inversió en borsa, es van assolint rendibilitats més grans, la qual cosa és un fidel reflex de la conjuntura borsària intensament alcista en l'àmbit nacional i internacional en el període 1997-1999 i també de la caiguda dels mercats en la pèrdua de rendibilitat del període 2000-2002.

### 4.3.2. Classificació dels fons mixtos

Com ja hem comentat al començament d'aquest capítol, els diferents tipus de fons mixtos són els següents:

– Renda fixa mixta. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 5% en monedes no-euro. Hi ha d'haver menys del 30% de la cartera en actius de renda variable.

– Renda variable mixta. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 30% en monedes no-euro. Entre el 30% i el 75% de la cartera han de ser actius de renda variable.

– Renda fixa mixta internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro*. Hi ha d'haver menys del 30% de la cartera en actius de renda variable.

– Renda variable mixta internacional. Més del 5% dels actius estaran denominats en monedes no-euro*. Entre el 30% i el 75% de la cartera ha de ser actius de renda variable.

*** La diferència més significativa d'aquests fons respecte dels fons de diners, fons de renda fixa i fons de renda fixa mixtos rau que el percentatge d'inversió en monedes diferents de l'euro augmenta fins al 30%.**

La CNMV exigeix que quan les gestores o dipositaris d'un fons de renda variable mixt registren oficialment el reglament del fons, adoptin un compromís públic una mica més estricte, ja que el ventall de possibilitades de risc borsari que hi ha entre el 30% i el 75% d'inversió borsària és excessivament ampli, la

qual cosa fa que aquesta categoria de fons resulti molt heterogènia i la rendibilitat i el risc assumit puguin ser molt diferents, fet que no donaria una idea clara al partícip del nivell de risc que pot estar assumint.

Amb aquesta exigència la CNMV pretén que l'inversor sàpiga distingir els pro i el contra de diferents fons enquadrats en la mateix categoria de fons de renda variable mixtos.

**Exemples de fons de renda variable mixtos**

- Fons que invertirà en general un 30% de la cartera en accions, però que ocasionalment, si la conjuntura borsària ho fa aconsellable, podria arribar fins al 50% de la cartera invertit en accions.
- Fons que invertirà sempre una xifra entre el 60% i el 75% de la cartera en accions.

La segona opció és més arriscada, la qual cosa comportarà un millor aprofitament de les conjuntures borsàries alcistes i, a la vegada, un perjudici més gran en les prolongades o conjunturals caigudes de les borses.

## 4.4. Fons de renda variable

Els fons de renda variable tenen presència majoritària d'accions en les carteres d'inversió. Amb aquests, s'aconsegueix una quota de rendibilitat superior a la d'altres modalitats de fons, que són menys arriscats però habitualment menys rendibles, com són els fons de diners, els fons de renda fixa i els fons mixtos.

### 4.4.1. Classificació dels fons de renda variable

Com ja hem comentat al començament d'aquest capítol, els diferents tipus de fons de renda variable són els següents:

– Renda variable nacional. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 30% en monedes no-euro. Més del 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable cotitzats en mercats espanyols, incloent-hi actius d'emissors espanyoles cotitzats en altres mercats. La inversió en renda variable nacional ha de ser, al menys, el 90% de la cartera de renda variable.

– Renda variable euro. Els actius estaran denominats en euros, amb un màxim del 30% en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i la inversió en renda variable nacional no podrà superar el 90% de la cartera de renda variable.

– Renda variable internacional d'Europa. Més d'un 30% de els actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissores europees.

– Renda variable internacional dels Estats Units. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissores nord-americanes.

– Renda variable internacional del Japó. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissores japoneses.

– Renda variable internacional de països emergents. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i almenys el 75% de la cartera de renda variable han de ser valors d'emissors de països emergents.

– Renda variable internacional d'altres. Més d'un 30% dels actius estaran denominats en monedes no-euro. Almenys el 75% de la cartera ha d'estar format per actius de renda variable i no està adscrita a cap altra categoria de renda variable internacional.

En els fons de renda variable internacional, no solament tindrà una gran influència el comportament dels mercats borsaris, sinó que també serà decisiva la revaloració o depreciació de les diferents divises respecte de l'euro.

Resulta difícil determinar quina d'aquestes modalitats és més rendible: els fons de renda variable nacional es veuen fortament influenciats per l'evolució de la borsa espanyola, els fons de renda variable euro ho estan per les borses dels països integrants de la Unió Monetària i els fons de renda variable internacional es veuran influenciats pels mercats internacionals en què actuen (els Estats Units, el Japó, el Regne Unit, Suïssa o diferents mercats emergents pertanyents a països d'Amèrica Llatina, el Sud-est Asiàtic o l'Europa de l'Est).

*** Ibex-35**
**** Eurostoxx 50**
***** Morgan Stanley (en euros). Aquest índex queda molt per sota, o per sobre, de la rendibilitat dels fons, perquè aquests incorporen la revaloració, o depreciació, de divises com el dòlar americà, la lliura esterlina o el ien respecte de l'euro, mentre que el *benchmark* no recull aquesta circumstància.**

**Comportament agregat de les tres categories de fons el 1999 i 2002**

| Tipus de fons | 1999 | | 2000 | | 2002 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Rendibilitat | *Benchmark* | Rendibilitat | *Benchmark* | Rendibilitat | *Benchmark* |
| Fons de renda variable nacional | 15,80 | 18,35 * | –17,10 | 21,75 * | –25,13 | –28,11 * |
| Fons de renda variable euro | 34,54 | 46,74 ** | –6,59 | –3,76 ** | –33,02 | –36,84 ** |
| Fons de renda variable internacional | 55,50 | 39,17*** | –19,30 | –6,27*** | –32,58 | 28,15*** |

És freqüent que els fons d'inversió en el seu conjunt no arribin a batre a els *benchmarks* o valors de referència. En el cas espanyol, s'aprecia que la rendibilitat dels fons de renda

variable espanyola solen assolir nivells pròxims al 80%-85% de la variació que experimenta l'Ibex-35:

| Any | Rendibilitat FIM renda variable espanyola | Percentatge sobre Ibex-35 |
|---|---|---|
| 1995 | 13,51 | 17,59 |
| 1996 | 37,00 | 41,97 |
| 1997 | 34,70 | 40,75 |
| 1998 | 28,50 | 35,58 |
| 1999 | 15,80 | 18,35 |
| 2000 | –17,10 | –21,75 |
| 2001 | –9,10 | –7,82 |
| 2002 | –25,13 | –28,11 |

Per a molts partícips, aquestes rendibilitats poden resultar inferiors als seus desigs o als seus elements de referència, fet que porta que en ocasions formulin observacions als seus gestors de comptes sobre el per què d'aquestes rendibilitats en les seves participacions, inferiors a les dels índexs de referència.

Encara que hi ha fons que baten els índexs i fons que es queden molt allunyats del *benchmark*, el que és cert és que el conjunt mitjà agregat dels fons de renda variable se sol quedar una mica per sota d'aquests índexs de referència.

### 4.4.2. Comparació fons-índex de referència

Aspectes a favor de la cartera respecte de l'índex:

- Cobrament de dividends que percep el fons i que no s'incorporen habitualment als índexs.

Aspectes en contra de la cartera respecte del'índex:

- Comissions de gestió i dipòsit.
- Comissions de compravenda de valors.
- Impost sobre societats del fons (1%), taxes CNMV, auditoria i lucre cessant.
- Coeficient de liquiditat (3%), si bé això es pot resoldre amb derivats.

Aspectes *a priori* neutrals, però *a posteriori* a favor o en contra de la cartera:

- Infrautilització de la capacitat inversora del fons per criteris conservadors.

- Limitacions legals a l'efecte de diversificació dels valors de la cartera davant situacions de concentració molt ponderada en un nombre reduït de valors en l'índex de referència.

WEB

Podeu consultar la composició de l'Ibex-35 en els informes de l'acabament del dia en l'adreça següent: www.svolsas.es/Ibex-35
Podeu consultar la composició de l'Eurostoxx 50 en els informes d'acabament del dia en l'adreça següent: www.stoxx.com
Podeu consultar la composició de l'Standard & Poors 100 i 500 en els informes d'acabament del dia en l'adreça següent: www.spglobal.com

En ocasions, alguns gestors que actuen amb criteris de gestió conservadora no aprofiten tota la capacitat inversora del fons en renda variable i opten per invertir cert percentatge en actius monetaris o renda fixa. Amb això, aconsegueixen que, davant caigudes dels índexs borsaris, els fons experimentin descensos inferiors i d'aquesta manera puguin argumentar una bona gestió davant situa-

cions de crisi borsària. No obstant això, el risc d'aquests fons és que, si aquesta situació d'inversió conservadora es prolonga, es desaprofiten conjuntures borsàries alcistes per estar excessivament desinvertit.

### 4.4.3. Classificació dels fons de renda variable segons criteris de gestió

Segons criteris de gestió, podem identificar dos tipus de fons de renda variable, que explicarem a continuació:

- Fons de gestió estàtica.
- Fons de gestió dinàmica.

**Fons de gestió estàtica**

Inverteixen en un determinat tipus de cartera amb una determinada distribució de mercats, sectors o valors i no modifiquen la seva estructura per motius conjunturals de mercat.

També es poden considerar fons de gestió estàtica aquells que en els seus reglaments de gestió estableixen la seva política de *benchmark* compromès; és a dir, que indiquen que s'intenta reproduir de manera fidedigna la rendibilitat de l'Ibex-35, l'Eurostoxx 50, l'Standar & Poors 100 i 500, el DJIA 30 o el Nasdaq 100 *Composite*.

Aquests tipus de fons, que es coneixen amb el nom de *fons índex*, s'acaben de regular formalment a Espanya amb el nou reglament d'IIC.

**Fons de gestió dinàmica**

Són fons de gestió dinàmica aquells que, encara que tinguin un *benchmark* de referència, tenen cert marge de maniobra i permeten de portar a terme polítiques d'assignació eficient d'actius (*asset allocation*) fent operacions amb productes derivats (per exemple, instruments de cobertura) o, fins i tot, de cert moviment o millora de la gestió inversora.

Els fons de gestió dinàmica són més complexos de gestionar, ja que al marge de marcar-se estratègies de mitjà i llarg termini, intenten maximitzar la rendibilitat del fons comprant i venent en tot moment aquells valors que s'estima que pujaran o baixaran respectivament, la qual cosa en la pràctica resulta complex d'aconseguir, tant pel que fa a l'encert en la selecció dels valors com del moment de fer les transaccions, fet que també seria aplicable a les decisions de cobertura amb instruments derivats.

**Exemple**

Un fons de renda variable nacional que, tot i seguir la referència de l'Ibex-35, opta per potenciar el sector bancs en detriment del sector telecomunicacions en moments de sobrevaloració dels nous valors tecnològics: decideix liquidar la seva posició a Terra i comprar Zeltia, o comprar Telepizza i vendre Unión Fenosa, etc.

### 4.5. Fons garantits

Els fons garantits apareixen el 1995 com a resposta a la problemàtica generada el 1994 per la forta pujada dels tipus d'interès i l'important descens de les cotitzacions borsàries: crisi dels fons de renda fixa i renda variable, incloent-hi els mixtos, amb importants pèrdues del valor de liquidació de les participacions.

En els fons garantit de renda fixa, es comercialitzen productes de patrimoni i rendibilitat garantida, de manera que el client coneix exactament el patrimoni mínim del qual pot disposar en una data determinada.

En els fons garantits de renda variable, el client té garantit un patrimoni, si bé haurà d'esperar a acabar la garantia per a conèixer amb certesa la rendibilitat (que acostuma a ser positiva o nul·la), que depèn d'una referència que habitualment serà un índex o conjunt d'índexs borsaris de referència (Ibex-35, Eurostoxx 50, Nikkei 225, Standar & Poors 500, etc.).

El patrimoni dels fons garantits va créixer de manera espectacular fins arribar a assolir les seves xifres màximes al començament de 1999: per sobre dels 48.000 milions d'euros, prop del 25% del patrimoni total dels fons d'inversió. Al principi de 2003, el patrimoni dels fons garantits se situa entorn dels 38.429 milions d'euros, el 22,5% del patrimoni total dels fons d'inversió.

Distribució dels fons garantits (milions d'euros)

| Fons | 1996 | | 2002 | |
|---|---|---|---|---|
| | Patrimoni | Percentatge | Patrimoni | Percentatge |
| Fons garantits de renda fixa acumulativa | 8.516 | 83,10 | 10.837 | 28,20 |
| Fons garantits de rendes periòdiques | 1.022 | 10,00 | 3.190 | 8,30 |
| **Fons garantits de renda fixa** | **9.538** | **93,10** | **14.027** | **36,50** |
| Fons garantits sobre Ibex-35 | 703 | 6,90 | 9.108 | 23,70 |
| Fons garantits sobre índexs estrangers | | | 15.294 | 39,80 |
| Fons garantits de renda variable | 703 | 6,90 | 24.402 | 63,50 |
| **Total fons garantits** | **10.241** | **100** | **38.429** | **100** |

Font: CNMV

La garantia dels fons garantits s'acostuma a concedir a favor del partícip per un tercer (garantia externa), que normalment és l'entitat dipositària del fons o una entitat financera vinculada a aquesta. Aquesta fórmula es va utilitzar àmpliament fins el juliol de 1997. Des d'aquesta data, la modalitat més utilitzada ha estat la garantia atorgada a favor del mateix fons d'inversió (garantia interna) en què el partícip rep una carta informativa d'aquesta garantia de la qual es veurà afavorit.

El canvi de sistema de garantia va obeir a causes fiscals, ja que els fons garantits tenen el tractament fiscal següent:

- Si el partícip rep diners de la institució garant (sistema de garantia externa) perquè el fons no ha aconseguit el valor de liquidació garantit, la xifra percebuda es considera com a rendiment del capital mobiliari de caràcter general amb retenció del 18% i tributació de tipus marginal de l'IRPF.

- Si el fons garantit cobra la garantia directament (sistema de garantia interna), la quantitat s'integra en el valor de liquidació i el partícip rebrà el tractament de guany patrimonial especial (si s'ha generat en més d'un any), en el moment en què reemborsi les participacions, que no s'ha de donar necessàriament en vèncer la garantia, ja que aquest venciment no té per què portar implícit el venciment del fons (habitualment constituït per període indefinit) ni el reemborsament de les participacions que, amb la fiscalitat aplicable a partir de 2003, a més, es pot traspassar a altres fons sense generar cap fet fiscal imposable.

### 4.5.1. Aspectes operatius dels fons garantits

Tot i que els fons garantits ofereixen garantia de patrimoni i rendibilitat, s'acostuma a utilitzar el recurs comercial que consisteix a transmetre al partícip el missatge que si el fons aconsegueix rendibilitats superiors a les garantides, aquestes el beneficiaran.

> És convenient precisar que, si bé aquesta circumstància es pot donar, també és cert que habitualment es donarà en xifres relativament reduïdes, perquè si el fons s'ha dissenyat correctament, la rendibilitat garantida i l'aconseguida haurien de ser molt semblants. Això faria recomanable no generar en el partícip expectatives de millores significatives de rendibilitat, ja que aquesta circumstància normalment no es donarà.

Els fons garantits es dissenyen abans de començar la seva comercialització, creant estructures d'inversió que no s'han de modificar al llarg del període de garantia (especialment en fons garantits de renda variable). Per tant, i per a evitar l'entrada o sortida de partícips en dates diferents de la comercialització del fons o del venciment de la garantia, respectivament, s'adopten les mesures següents:

- No comercialitzar el producte fora de les seves dates estrictes de col·locació i evitar l'entrada de nous partícips o la subscripció de noves participacions pels partícips ja existents.

- No concedir cap carta de garantia.

- Aplicar comissions de subscripció i reemborsament en imports màxims (5%).

En el disseny dels fons, se solen a utilitzar actius monetaris, bons i obligacions, i també instruments derivats com *forwards*, futurs, opcions europees estàndard i exòtiques, *swaps* i altres productes estructurats.

Els fons garantits, tant els de renda fixa com els de renda variable, van anar empitjorant les seves prestacions de manera gradual des de 1995 fins el 1999, i no per decisió de les institucions financeres, sinó per la mateixa evolució dels mercats financers: baixada dels tipus d'interès i augment de la volatilitat que ha comportat un encariment de les opcions.

En els anys 1999 i 2000, amb l'increment dels tipus d'interès, van millorar una mica les condicions dels nous fons garantits, que d'altra banda ja no es comercialitzen de manera massiva. Però la crisi al final de 2000, que es va estendre en tots els mercats, va portar a un nou descens de la seva negociació.

Al principi de 2003, s'ha produït un nou i espectacular augment de la comercialització de fons garantits de renda variable. Encara que la raó aparent és la situació incerta dels mercats borsaris, la vertadera raó s'ha de buscar en l'intent de fidelitat de la clientela per part de les institucions financeres: davant el temor a la migració dels clients descontents, han comercialitzat fons garantits amb comissions de reemborsament altes (sobre el 5%) la qual cosa dificulta la sortida del partícip.

De totes maneres, cal apuntar que, el 2003, les estructures garantides, amb tipus d'interès molt baixos i volatilitat borsària molt elevat, fan que les prestacions comercials dels fons garantits de renda variable siguin, *a priori*, les pitjors de la història.

Els fons garantits, tant de renda fixa com de renda variable, es dirigeixen a clients conservadors (o com a màxim moderats), amb un horitzó temporal d'inversió a mitjà i llarg termini, ja que la garantia s'ofereix únicament per a una data exclusiva, la qual cosa implica que una sortida anticipada invalida la garantia i el partícip es veu sotmès als riscos inherents de qualsevol altre fons d'inversió no garantit, amb les seves fluctuacions i volatilitats habituals.

És important que aquells que s'incorporen a fons garantits de renda variable no comparin les rendibilitats obtingudes amb els fons de renda variable, ja que aquests fons assumeixen altres riscos i, per tant, també ofereixen expectatives de rendibilitat més elevades.

Potser seria interessant que les institucions optessin per estratègies de comercialització de fons no garantits i recomanessin als clients combinacions d'estructures de risc mixt, combinant adequadament renda fixa i renda variable, de manera que s'assolissin a mitjà i llarg termini millors resultats que els previsibles amb estructures o fons garantits.

### 4.5.2. Classificació dels fons garantits

Com ja hem comentat al començament d'aquest capítol, els diferents tipus de fons d'inversió garantits són els següents:

- **Fons garantits de renda fixa.** Fons per al qual hi ha garantia d'un tercer (a favor del fons o a favor dels partícips) i que assegura exclusivament un rendiment fix.

  Amb aquest tipus de fons va començar l'auge dels fons garantits el 1995. No obstant això, a mesura que els tipus d'interès van anar descendint al llarg de 1996, 1997 i especialment 1998, van deixar pas als garantits de renda variable.

  En el moment de màxim patrimoni dels fons garantits, al començament de 1999, els garantits de renda fixa tenien un saldo al voltant dels 24.000 milions d'euros.

**Tipus de fons garantits de renda fixa**

– Fons garantits de renda fixa amb rendibilitat mínima garantida per mitjà d'un valor de liquidació amb xifra que haurà d'assolir el fons d'inversió en la data de venciment de la garantia.

  **Exemple**

  Un fons que ofereixi les condicions següents:

  Subscripció d'una participació: 945 euros (31 de gener de 2003)
  Garantia a 31 de gener de 2006: 1.000 euros
  Rendibilitat anual garantida en termes de TAE: 1,9%

  La rendibilitat s'ha calculat a un tipus d'interès aproximat del 3,004%, menys comissions i despeses diverses de l'1,10%. La garantia s'acostuma a donar en forma de valor de liquidació de la participació:

  - Per a terminis de cinc anys: 3,40 – 1,15 = 2,25%
  - Per a terminis de deu anys: 4,35 – 1,20 = 3,15%

– Fons garantits de renda fixa amb pagaments de renda periòdics, en què a més de garantir un patrimoni a la data de venciment de la garantia, el partícip percep periòdicament una renda mensual, trimestral o semestral al llarg del temps de vigència de la garantia.

  **Exemple**

  Un fons que ofereixi condicions següents:

  Subscripció de cent participacions: 6.000 euros (1 de febrer de 2002)
  Garantia a 1 de desembre de 2009: 6.000 euros
  Pagaments de rendes mensuals garantides: 15,35 euros bruts
  Rendibilitat anual garantida en termes de TAE: 3,09%

  La rendibilitat s'ha calculat a un tipus d'interès aproximat del 4,49%, menys comissions i despeses diverses de l'1,40%. El 2003, amb tipus més baixos, el fons oferiria prestacions més baixes.

- **Fons garantits de renda variable.** Fons per al qual hi ha garantia d'un tercer (a favor del fons o a favor dels partícips) i que assegura una quantitat

totalment o parcialment vinculada a l'evolució d'instruments de renda variable o divisa.

Aquests fons s'oferien inicialment garantits sobre Ibex-35, encara que posteriorment es va desplaçar la garantia cap als índexs de borses o mercats estrangers (Eurostoxx 50, Nikkei 225, Standar & Poors 500, etc).

Dins dels fons garantits de renda variable, s'ha de distingir entre els que ofereixen participacions en revaluacions totals i els que ofereixen participacions en revaluacions parcials (supòsit majoritàriament utilitzat).

**Exemple**

Un fons que ofereixi les condicions següents:

Subscripció d'una participació: 1.000 euros (31 de gener de 2003)
Garantia a 31 de gener de 2006: 1.000 euros més prima de revaluació
Prima de revaluació: 30% de la revaluació mitjana de l'Ibex-35

### 4.5.3. Revaluació total i revaluació mitjana

- Revaluació total sobre evolució de l'índex. El partícip rep un determinat percentatge sobre la revaluació total de l'índex, o índexs, de referència que s'estableix per diferència entre l'índex final i l'inicial.

**La revaluació mitjana de l'Ibex-35 serà determinada per un agent de càlcul identificat i qualificat.**

**El càlcul de les revaluacions mitjanes se sol fer amb periodicitat mensual, durant tots els mesos del període de garantia.**

**L'índex de referència mostral no pot ser el de tancament: la CNMV exigeix que sigui un índex mitjà de tota la sessió per a evitar manipulacions.**

**Exemple**

Ibex-35 (31 de gener de 2003): 6.400
Ibex-35 (31 de gener de 2000): 7.680
Revaluació total: (7.680 – 6.400) / 6.400 = 20%

- Revaluació mitjana sobre evolució de l'índex. El partícip rep un determinat percentatge sobre la revaluació mitjana de l'índex, o índexs, de referència que s'estableix per diferència entre l'índex mitjà calculat amb un determinat nombre de mostres i l'índex inicial.

**Exemple 1**

*** Suposem que aquesta és la data en què s'ha contractat el fons.**

Ibex-35 (31-01-2003)*: 6.400
Ibex-35 (31-01-2004): 6.880
Ibex-35 (31-01-2005): 7.280
Ibex-35 (31-01-2006): 7.680
Índex mitjà calculat anualment: (6.880 + 7.280 + 7.680) / 3 = 7.280
Revaluació mitjana: (7.280 – 6.400) / 6.400 = 13,75%

**Exemple 2**

*** Suposem que aquesta és la data en què s'ha contractat el fons.**

Ibex-35 (31-01-2003)*: 6.400
Ibex-35 (31-04-2003): 6.560
Ibex-35 (31-07-2003): 6.480
Ibex-35 (31-10-2003): 6.720
Ibex-35 (31-01-2004): 6.880
Ibex-35 (31-04-2004): 7.040
Ibex-35 (31-07-2004): 6.880
Ibex-35 (31-10-2004): 7.120
Ibex-35 (31-01-2005): 7.280
Ibex-35 (31-04-2005): 7.200

Ibex-35 (31-07-2005): 7.200
Ibex-35 (31-10-2005): 7.440
Ibex-35 (31-01-2006): 7.680

Índex mitjà: $\frac{\sum_{i=1}^{12} (\text{Ibex } 35)_i}{12} = 7.040$

Revaluació mitjana: $\frac{(7.040 - 6.400)}{6.400} = 10\%$

La revaluació total s'aconsegueix amb opcions europees, mentre que la revaluació mitjana s'obté per mitjà d'opcions exòtiques asiàtiques.

Les opcions asiàtiques són més barates que les opcions europees (simplificant, es podria establir una relació de 0,6 a 1), raó per la qual aquestes ofereixen percentatges de revaluació més petita que les asiàtiques.

Les opcions europees ofereixen rendibilitat total, mentre que les opcions asiàtiques, en fer mitjanes, atenuen l'efecte alcista i acostumen a oferir rendiments menys espectaculars.

Les opcions asiàtiques tenen l'avantatge de no veure's afectades tan dràsticament com les europees quan es produeix una caiguda important de les cotitzacions borsàries.

Les opcions asiàtiques tenen menys volatilitat i es mouen de manera alentida si es comparen amb una opció europea ordinària.

## 4.6. Fons globals i noves modalitats de fons

En aquest apartat, es tractaran tots aquells fons que no encaixen en les categories anteriors:

- Fons de fons.
- Fons índex.
- Fons principals subordinats (*master feeder funds*).
- Fons d'inversió en valors no cotitzats.
- Fons d'inversió immobiliaris.
- Fons i societats d'inversió no residents.
- Fons de gestió alternativa.

### 4.6.1. Fons de fons (FIMF)

Els FIMF (fons d'inversió mobiliària de fons) inverteixen, exclusivament o majoritàriament, en participacions d'altres fons d'inversió o d'altres IIC.

La legislació vigent a Espanya va autoritzar el 1997 els FIMF, però amb la condició que invertissin exclusivament en fons estrangers; aquesta situació va

quedar modificada per la reforma de la Llei del mercat de valors (novembre 1998), però en no produir-se el desenvolupament reglamentari corresponent, la CNMV va optar per efectuar un desenvolupament normatiu amb caràcter de provisional per mitjà d'una carta circular de 30 de setembre de 1999.

El nou reglament d'IIC, publicat el febrer de 2001, ha regulat els FIMF de manera més generalitzada i ha permès que invertissin en IIC estrangeres o nacionals, amb una sèrie de requisits normatius, entre els quals es troben els següents:

- Més del 50% de l'actiu d'una IIC ha d'estar invertit en accions o participacions d'altres IIC de caràcter financer i mai més del 45% en una sola.

- Una IIC pot invertir en IIC que estiguin domiciliades en estats membres de l'OCDE que no tinguin la consideració de paradís fiscal i que estiguin registrats i supervisats.

El gestor haurà de seguir el comportament dels diferents fons d'inversió nacionals i internacionals incorporats o incorporables a la cartera per a aconseguir la millor selecció de fons, ja que això redundarà en rendibilitat superiors pels partícips.

Els FIMF internacionals permeten un important estalvi de costos en anàlisi de mercats i d'empreses, ja que és molt més senzill analitzar estadísticament el comportament d'un reduït nombre de fons que l'anàlisi tècnic o fonamental de les nombroses empreses que cotitzen en els diferents mercats borsaris.

Quant als FIMF nacionals, s'ha d'analitzar si realment aporten valor afegit; és a dir, si la selecció de fons és independent i si qui gestiona el FIMF selecciona els fons amb plena llibertat d'elecció, o si el FIMF es limita a incorporar fons del mateix grup financer (en aquest cas pot ser que no s'estigui generant un valor afegit per al partícip, que es pot veure perjudicat per un increment de les comissions suportades). Aquest ha estat el principal argument pel qual la CNMV s'havia negat a donar el vist-i-plau als FIMF nacionals.

**Legislació**

La legislació estableix que en FIMF del mateix grup les comissions agregades no poden superar el màxim establert per a un únic fons.

La legislació espanyola no solament regula els FIMF, sinó que també regula les SIMF i les SIMCAVF.

A mitjans de l'any 2003 en la CNMV hi havia registrats més de cent FIMF en les seves diferents modalitats nacionals i internacionals.

### 4.6.2. Fons índex

Els fons índex eviten les restriccions dels coeficients d'inversió que obliguen a diversificar les carteres en un ampli nombre de valors.

El reglament dels fons índex acostumen a especificar la seva voluntat de replicar un determinat índex borsari de renda fixa o variable que compleix certs requisits de garantia, fiabilitat i representativitat.

Si el FIMF especifica en el seu reglament de gestió que intentarà sempre replicar a un índex de renda fixa o renda variable d'algun país o mercat de l'OCDE, no es veurà obligat a complir els coeficients generals de diversificació, si bé es

posa com a condició que cap valor del fons índex no tingui una participació superior al 35% i els valors d'aquest grup no superin el 45%*.

*** Sembla que els percentatges s'han acotat pensant en la borsa espanyola.**

Això significa que, posant l'exemple de l'Ibex-35 en què Telefónica pondera més del 20% i el BBVA i el BSCH se situen entorn del 12-15%, no poden ser replicats per mitjà de fons ordinaris amb valors invertits al comptat.

A tall d'exemple, es poden construir fons índex Ibex-35, Eurostoxx 50, Dow Jones Industrial Average o fins i tot Nasdaq, si bé caldrà l'autorització de la CNMV. Un fons índex que no es podrà construir és el fons índex Finlàndia, ja que en aquest índex Nokia pesaria entre el 60% i el 80% segons les èpoques.

A la pràctica, els fons índex solen ser fons de renda variable nacional o internacional.

### 4.6.3. Fons principals i subordinats (*master feeder funds*)

El fons principal (FIMP) és aquell en què s'inverteix. Aquest fons es caracteritza per tenir com a únics partícips els fons subordinats designats en el seu reglament de gestió, que són els únics als quals pot transmetre les participacions

El fons subordinat, també denominat *càpsula d'adhesió* o *feeder*, és aquell que efectua la inversió. Aquests fons han d'invertir almenys un 80% del seu actiu en el fons principal designat en el seu fullet informatiu.

Les comissions de gestió i dipòsit aplicades al fons subordinat, sumades a les aplicades al fons principal, no poden superar els límits màxims legals. Les comissions aplicades pel fons subordinat sobre l'import de les subscripcions i els reemborsaments, sumades a les aplicades pel fons principal, no poden superar el 5%.

Aquest tipus de fons van ser autoritzats provisionalment per una modificació de la Llei de Mercat de Valors de novembre de 1998 i per una circular de la CNMV de setembre de 1999. El nou reglament de les IIC els ha donat la necessària estabilitat i classificació normativa.

En tractar-se de fons que únicament inverteixen en un altre fons d'inversió, comporten importants economies d'escala i de costos per als gestors. Això es fa més patent en el mercat internacional quan hi ha concentració d'inversions en un país: no és necessari invertir en diferents fons, només cal fer-ho en un únic fons nodrissa.

En els anys 2002 i 2003 s'ha començat a veure un cert moviment de processos d'admissió, especialment en fusions de fons de gestores procedents de diferents grups financers.

### 4.6.4. Fons d'inversió en valors no cotitzat

Els fons d'inversió, tant FIM com FIAMM, poden invertir una petita part del seu patrimoni (5% FIAMM i 10% FIM) en valors no cotitzats, sempre que ho facin constar en els seus reglaments de gestió. Ara com ara, aquest avantatge, que es va regular el 1998, no ha estat utilitzada pràcticament per cap fons d'inversió, fet que es pot observar en l'estructura de cartera d'inversió dels fons en l'informe trimestral agregat del sector que publica la CNMV.

**Legislació referent als fons d'inversió en valors no cotitzats**

Els FIMF i les SIMF van ser regulats inicialment per la modificació de la Llei del mercat de valors de novembre de 1998 i el seu procés normatiu s'ha desenvolupat parcialment per mitjà del reglament de les IIC de febrer de 2001, si bé a mitjans de 2003 encara no han aparegut les circulars que han de desenvolupar la "lletra petita" de les normes vigents.

Els fons d'inversió en valors no cotitzats estan pensats per a diversificar les carteres dels fons i, en poder invertir en valors que no cotitzin en mercats borsaris, afavorir el desenvolupament financer de les petites i mitjanes empreses.

Les principals dificultats que troben aquests fons són la valoració dels actius i la liquiditat per als partícips, que en lloc de ser diària com en els fons d'inversió convencionals, s'estableix per períodes mensuals en la data prevista en el reglament de gestió, i s'ha d'assegurar el reemborsament, com a mínim, dues vegades l'any.

Els FIMF han d'invertir entre el 50% i el 80% del seu actiu* (les SIMF entre el 50% i el 90%) en valors no negociats en mercats secundaris de valors, emesos per entitats la seu social de les quals es troba en estats de l'OCDE que no tinguin consideració de paradís fiscal.

*** El percentatge mínim del 50% s'haurà d'assolir durant els tres anys següents a la constitució del fons.**

**Els FIMF han de mantenir un coeficient de liquiditat del 10% del seu actiu.**

### 4.6.5. Fons d'inversió immobiliària (FII)

Els FII són IIC, de caràcter no financer, que tenen com a objectiu la captació pública de diners per a invertir-los en immobles per a l'explotació en lloguer i per a generar plusvàlues.

El fet d'invertir en immobles és la principal diferència que presenten els FII respecte dels FIM i FIAMM, que inverteixen en valors mobiliaris.

Els FII han d'invertir un mínim del 70% del seu patrimoni en béns immobles (poden invertir la resta en valors de renda fixa negociats en mercats organitzats) i han de tenir un coeficient de liquiditat mínim del 10%.

Encara que la llei no estableix un nombre mínim d'immobles, en cap cas l'immoble adquirit no pot assolir el 35% de l'actiu del FII.

**Fiscalitat dels FII**

La fiscalitat dels FII depèn del percentatge de patrimoni invertit en habitatges, si la totalitat són immobles per a lloguer o inversió o si aquesta xifra supera el 50% del patrimoni (1% en impost sobre societats). Els FII lliures tributen el 35% d'impost sobre societats.

| | |
|---|---|
| **Característiques** | – Inversió a llarg termini.<br>– Seguretat.<br>– Caràcter no especulatiu.<br>– Diversificació.<br>– Transparència.<br>– Liquiditat regulada.<br>– Control de la CNMV. |
| **Comissions de gestió màximes** | – Sobre patrimoni del fons: 4% anual.<br>– Sobre resultats del fons: 10% anual.<br>– Sobre patrimoni i resultats del fons: 1,5% anual i 5% anual. |
| **Comissions de dipòsit màximes** | Sobre patrimoni custodiat: 0,4% anual. |
| **Valor de liquidació i liquiditat** | Mensual |

En països com França, els FII gestionen importants patrimonis, però a Espanya encara no han aconseguit consolidar-se: al final de 2002 només s'havien registrat quatre FII en la CNMV, el seu patrimoni arribava als 2.026 milions d'euros i comptaven amb un total de seixanta-sis mil partícips.

Els FII, de la mateixa manera que els fons mobiliaris i monetaris, es regeixen per la separació jurídica i funcional de fons, gestora i dipositària.

### 4.6.6. Fons i societats d'inversió no residents

Les IIC de caràcter mobiliari residents en països que compleixen la normativa de la Directiva comunitària de 20 de desembre de 1985 es poden comercialitzar lliurement en qualsevol país de la Unió Europea.

Aquestes institucions queden subjectes als requeriments administratius i regles de comercialització del país on volen vendre les participacions (fons) o accions (societats d'inversió), amb la qual cosa es respecta el principi de no-discriminació.

A Espanya, la CNMV fa funcions de "finestreta única": atorga l'autorització i exerceix el poder reglamentari de control i sanció de les IIC.

**Gestores internacionals amb presència a Espanya**

- Credit Suisse
- Vanguard
- Fleming
- Fidelity
- Morgan Stanley (fortament implantada en el nostre país mitjançant la compra d'AB Asesores)
- Schroders
- Mercury Merrill Linch
- Pictet

En acabar el tercer trimestre de 2002, hi havia cent noranta-vuit IIC estrangeres registrades en la CNMV (vuitanta-quatre fons i cent catorze societats), que tenien 206.000 partícips/accionistes i presentaven un volum d'inversió per part dels residents de 7.400 milions d'euros.

L'estratègia que estan seguint les principals gestores internacionals és la d'aconseguir acords amb entitats financeres residents a Espanya per a comercialitzar els seus fons o societats d'inversió, la qual cosa els evita haver d'obrir massa oficines, i quan ho fan, solen ser de representació i amb escàs personal. L'alta capitalitat de la xarxa d'oficines bancàries i de caixes d'estalvis en Espanya dificulta la implantació de grans estructures de venda al detall.

La progressiva implantació de procediments de comercialització de fons per mitjà d'Internet pot oferir més possibilitats a aquestes institucions.

### 4.6.7. Fons de gestió alternativa

Els fons de gestió alternativa han aparegut a l'empara dels nous escenaris borsaris i tenen com a objectius la rendibilitat absoluta i la limitació de riscos, prescindint de l'evolució dels mercats financers. Presenten les característiques següents:

- Alts nivells de volatilitat i caigudes importants de les cotitzacions.

- Increment de la correlació entre els diferents mercats borsaris per efecte de la globalització.

- Demanda, per part dels inversors, de productes o estratègies financeres que els permetin de protegir-se d'una possible continuïtat de les fortes pèrdues que han hagut de suportar en els últims anys.

Els fons de gestió alternativa han de complir estrictament la normativa vigent i, a l'efecte de classificació, es poden ubicar entre els fons globals o en qualsevol altre categoria que els resulti afí.

La gestió d'aquests fons requereix un alt grau de professionalitat i mitjans tècnics i operatius amb elevades prestacions.

Els fons de gestió alternativa se solen instrumentalitzar per mitjà de FIMF i fons de cobertura (*hedge funds*), la qual cosa pot dificultar, en alguns casos, la seva comercialització a Espanya.

La seva rendibilitat no s'acostuma a mesurar en referència a cap índex o *benchmark*, sinó que se solen utilitzar derivats, prenent porcions compradores i/o venedores.

En els fons de gestió alternativa hi ha, com és natural, gestors bons, regulars i dolents i, per tant, invertir en aquests no és garantia de rendibilitat i, a més, s'ha de tenir en compte que en planificar inversions a llarg termini, hi sol haver opcions convencionals més rendibles, especialment en renda variable.

Els fons de gestió alternativa poden ser molt interessants com a inversió refugi davant caigudes dels valors de les inversions convencionals. Evidentment, s'ha d'encertar el moment adequat. Potser, l'opció més interessant és entendre'ls com una part reduïda de l'estructura d'actius en què es pot invertir, i es pot calcular el percentatge a partir de la conjuntura dels mercats.

## 4.7. Altres productes d'inversió

### 4.7.1. Fons paraigua

Els fons paraigua són l'antecedent genuí dels *unit link*. En l'àmbit de la UE, els fons paraigües únicament existeixen a Luxemburg. No obstant això, la supressió del peatge fiscal interfons implantat a Espanya des de 2003 ha fet que el mapa dels fons d'inversió domèstics (fins i tot alguns fons internacionals) s'hagi convertit en un megafons paraigua, amb escasses restriccions tant operatives com d'índole fiscal.

***Unit link***

Els *unit link* són productes d'assegurances de vida i s'estudien en profunditat en el subapartat següent.

Malgrat la denominació *fons paraigua*, no es tracta d'un fons, sinó d'una manera d'invertir en una família de fons: sota un fons paraigua hi ha un determinat nombre de fons (monetaris, renda fixa, renda variable, derivats, primeres matèries, etc.) amb diferents nivells d'assumpció de risc/expectativa de beneficis. El client decideix inicialment en quin fons o en quins fons del fons paraigua invertirà i posteriorment, si decideix efectuar canvis en l'estructura percentual, ho comunica a la gestora.

**Exemple**

**03-01-20×1**

- Inversió: 200.000 euros

– Actius monetaris en dòlars (5%): 10.000 €
– Renda fixa multidivisa a mitjà termini (15%): 30.000 €
– Renda fixa multidivisa a llarg termini (15%): 30.000 €
– Renda variable europea (25%): 50.000 €
– Renda variable dels Estats Units (20%): 40.000 €
– Renda variable països emergents (20%): 40.000 €

**30-06-20×1**

- Evolució del patrimoni (sense haver efectuat canvis): 213.200 €

– Actius monetaris en dòlars (4,80%): 10.250 €
– Renda fixa multidivisa a mitjà termini (14,49%): 30.900 €
– Renda fixa multidivisa a llarg termini (14,56%): 31.050 €
– Renda variable europea (25,80%): 55.000 €
– Renda variable EE.UU. (21,11%): 45.000 €
– Renda variable països emergents (19,23%): 41.000 €

**La mateixa evolució dels mercats ha alterat les proporcions inicials.**

Veient l'evolució que han seguit els mercats, i segons les expectatives que mantenen, es donen instruccions a la gestora del fons paraigües per a adoptar l'estructura d'inversió següent:

- Inversió: 213.200 €

– Actius monetaris en dòlars (3%): 6.396 €
– Renda fixa multidivisa a mitjà termini (20%): 42.640 €
– Renda variable europea (25%): 53.300 €
– Renda variable dels Estats Units (22%): 46.904 €
– Renda variable del Japó (15%): 31.980 €
– Renda variable de països emergents (15%): 31.980 €

Els canvis sol·licitats en l'estructura d'inversió comporten els reemborsaments i subscripcions següents:

- Reemborsaments: 45.474 €

– Actius monetaris en dòlars: 3.854 €
– Renda fixa multidivisa a mitjà termini: 30.900 €
– Renda variable europea: 1.700 €
– Renda variable de països emergents: 9.020 €
– Subscripcions: 45.474 €
– Renda fixa multidivisa a llarg termini: 11.590 €
– Renda variable dels Estats Units: 1.904 €
– Renda variable del Japó: 31.980 €

Els fons paraigua presenten els *avantatges* següents:

- Amplia gamma de fons d'inversió per a escollir i diversificar.

- Flexibilitat per a efectuar canvis en l'estructura d'inversió (discrecionalment o en períodes concrets, de manera gratuïta o suportant comissions de traspàs).

- Els canvis entre fons integrats en el fons paraigües no generen fet imposable fiscal.

### 4.7.2. *Unit link*

Els *unit link*, operacions de capitalització per mitjà de fons d'inversió, que funcionen de manera similar als fons paraigua, sense haver de tributar en els canvis interfons, es poden comercialitzar per mitjà de la modalitat d'assegurances de vida.

El secret per a evitar la tributació consisteix que formalment la inversió en fons és feta per la companyia d'assegurances i aquesta està exempta de tributació en invertir/desinvertir al mateix temps en fons d'inversió les provisions matemàtiques.

A l'efecte del client final, la utilitat és similar a la d'un fons paraigües fiscalment privilegiat que, en reemborsar en el venciment voluntari total o parcial, se li dóna el tractament fiscal (2003) de rendiment del capital mobiliari amb retenció del 15%, però amb tributació bonificada segons l'antiguitat de l'aportació en un 40% (més de dos anys) i 75% (més de cinc anys).

Els *unit link* solen incorporar prestacions (normalment, per xifres simbòliques) d'assegurances de vida amb primes a un cost merament testimonial i també acostumen a oferir certs avantatges sobre els fons d'inversió pel que fa a la tributació per impost sobre successions i donacions (exempció condicionada de 9.200 euros).

Els *unit link* van resultar problemàtics al llarg de 1998 i part de 1999, fins que la Direcció General de Tributs els va donar llum verda i va establir els requisits operatius següents perquè els clients poguessin evitar la tributació quan canviessin de fons d'inversió dins del mateix *unit link*:

- El client tria entre un nombre limitat de fons d'inversió i cistelles d'actius (deu).

- Les companyies d'assegurances hauran de seleccionar, amb caràcter previ i general en els contractes, els fons d'inversió en què invertiran o les cistelles d'actius.

- El titular del producte no pot participar en la composició de les cistelles. L'*unit link*, com que es tracta d'una assegurança, només permet un titular, no la titularitat conjunta.

- Les inversions es poden fer sobre qualsevol actiu, excepte immobles.

- Les companyies d'assegurances han de complir determinats requisits de diversificació en les inversions: no han de concentrar un excessiu risc.

- La Direcció General de Tributs impedeix, amb aquests productes d'inversió, l'evasió fiscal mitjançant la gestió individualitzada de carteres a la mida de cada inversor.

- Els *unit link* incorporen costos addicionals als fons d'inversió, per despeses d'administració aplicades per les companyies d'assegurances. Així mateix, perden certa transparència informativa respecte dels FIM i FIAMM i, d'altra banda, en tractar-se d'una cistella de fons limitat, acostumen a incloure els fons amb comissions més altes i de col·locació més popular.

**Convé considerar...**

... l'efecte de la retenció fiscal en efectuar reemborsaments de participacions en fons, que ha de suportar la companyia d'assegurances i que, lògicament, com a cost de finançament, repercuteix en el client per mitjà d'un increment de la comissió per costos administratius.

Fins l'any 2003 els clients potencials als quals resultava adequat un *unit link* eren els que tenien un horitzó d'inversió a mitjà i llarg termini, amb una presència significativa en la cartera de fons de renda variable i amb vocació de mobilitzar carteres para reduir o incrementar el risc conjunturalment o estructuralment.

Des de la supressió del peatge fiscal interfons, els *unit link* han perdut gran part del seu atractiu fiscal. Ara només poden ser lleugerament avantatjosos per la fiscalitat de l'assegurança de vida a molt llarg termini. Sembla que els *unit link*

estan desapareixent dels catàlegs comercials de les entitats financeres i només es conserven com a veta de mercat d'alguna entitat asseguradora.

### 4.7.3. Plans i fons de pensions

En el context de la UE i de l'estat del benestar, s'intenta que les persones que acaben la seva trajectòria professional i els familiars que en depenguin econòmicament puguin disposar d'una jubilació digna, que disposin d'una pensió que els permeti de no passar penúries econòmiques i, en la mesura del que és possible, mantenir el nivell de vida anterior a la jubilació.

Aquesta preocupació s'intensifica en aquelles economies en què es preveuen dificultats per a mantenir nivells de pensions pròxims als últims salaris percebuts pel treballador. Aquesta situació es pot deure, entre altres motius, a una inversió de la piràmide d'edat de la població i a la utilització de sistemes de pensions basats en el sistema de repartiment: les pensions es financen amb les contribucions actuals de treballadors i empresaris.

Aquesta situació, que en alguns s'ha descrit de manera real i objectiva, i en d'altres de manera més catastròfica, fa que el 1988 (amb cert retard respecte d'altres economies occidentals) s'aprovi a Espanya la Llei de plans i fons de pensions, que regula l'establiment de sistemes de pensions privades complementàries a les pensions públiques. Aquesta normativa, l'elaboració de la qual va ser llarga i complexa, va generar expectatives massa optimistes, ja que el creixement d'aquests productes va ser molt més lent del que s'havia previst, especialment en els primers anys de funcionament.

Amb la regulació normativa de plans i fons de pensions, s'intenta que aquelles persones temoroses que la seva jubilació no disposi d'una pensió pública suficientment elevada per a cobrir les seves necessitats econòmiques, puguin meritar un patrimoni o unes pensions complementàries que els permetin d'esmenar aquest inconvenient, per a la qual cosa s'estableixen mecanismes d'incentivació d'estalvi a llarg termini, per mitjà d'importants al·licients de tipus fiscal.

A la vegada, tot el que sigui establir mesures que afavoreixin l'estalvi a mitjà i llarg termini s'interpreta com un aspecte afavoridor de la situació macroecònomica, la qual cosa permet de corregir certs desequilibris i durant alguns anys també ha permès d'ajudar a finançar el dèficit de les administracions públiques.

| Any | Patrimoni (milions d'euros) | Partícips (milions de persones) |
|---|---|---|
| 1994 | 9.075 | 1,02 |
| 1995 | 12.800 | 1,53 |
| 1996 | 17.429 | 2,18 |
| 1997 | 21.936 | 2,72 |
| 1998 | 27.166 | 3,35 |
| 1999 | 31.613 | 4,08 |
| 2000 | 33.176 | 4,34 |
| 2001 | 39.758 | 5,33 |
| 2002 | 48.128 | 6,53 |

**En els últims exercicis, s'ha accelerat el creixement de partícips i de patrimoni gestionat, la qual cosa sembla que dóna a entendre que aquesta tendència s'ha d'intensificar en el futur.**

Un pla de pensions és una institució de previsió voluntària les prestacions de la qual, de caràcter privat, poden ser complementàries de la Seguretat Social obligatòria o no ser-ho, la qual en cap cas no substitueixen. El pla de pensions defineix el dret de les persones en favor de les quals es constitueix a percebre rendes o capitals per jubilació, supervivència, orfandat o invalidesa.

El patrimoni creat amb l'objectiu de donar compliment al pla de pensions es denomina *fons de pensions*.

Es considera promotor d'un pla de pensions qualsevol entitat que insta a la seva creació o desenvolupament i partícip del pla la persona física en interès de la qual ha estat creat, des que adquireix aquesta condició i mentre la mantingui.

**Partícip en suspens**

El partícip queda en suspens quan, mantenint drets consolidats (patrimoni) en el pla, deixa de fer aportacions.

Són beneficiàries d'un pla de pensions les persones físiques amb dret a la percepció de prestacions, hagin estat o no partícips.

La gestora del pla de pensions és l'entitat, inscrita en el Registre de la Direcció General d'Assegurances, que s'encarrega de la gestió i administració del patrimoni del fons de pensions. El dipositari és l'entitat que s'encarrega de la custodia i dipòsit dels valors i altres béns integrats en el fons de pensions. I l'entitat asseguradora s'encarrega d'assegurar les prestacions en forma de renda assegurada.

Segons les entitats constituents, hi ha tres tipus de plans de pensions:

- Sistema associat: pla promogut per qualsevol associació, sindicat, gremi o col·lectiu i del qual poden ser partícips els seus associats, membres o afiliats.

- Sistema de treball: pla promogut per qualsevol entitat, corporació, societat o empresa i els partícips de la qual són els seus empleats.

- Sistema individual: pla promogut per una o diferents entitats financeres i els partícips de les quals poden ser qualssevol persones físiques clients vigents o potencials d'aquestes.

**Plans de pensions garantits**

A partir de l'any 2001 s'ha generalitzat la comercialització de plans de pensions garantits, que no són altra cosa que plans de pensions del sistema individual però amb la garantia d'un tercer, que permet que el partícip tingui la seguretat que assolirà en una determinada data un valor garantit de patrimoni més rendibilitat.

A tall d'exemple, un pla de pensions garantit el desembre de 2002 oferia una garantia a deu anys i mig del 140% de patrimoni, és a dir, la garantia del patrimoni aportat més un 40% de rendibilitat, que en termes de TAE representava un 3'26%.

L'atractiu principal del producte és que estant els tipus d'interès del deute públic espanyol a deu anys en el 4'50%, les comissions que suporta el fons estan entorn del 1'24%, la qual cosa significa aproximadament el 50% del màxim legal que apliquen molt altres fons de pensions.

Un risc és haver-se de conformar amb una rendibilitat potser baixa, en referència a les rendibilitats històriques del deute públic espanyol i europeu a mitjà i llarg termini. Així mateix, la garantia només és vàlida per la data de venciment de la garantia.

**Distribució del patrimoni en les diferents modalitats de plans de pensions (31 de desembre de 2002)**

| Modalitat | Patrimoni (milions d'euros) | Percentatge |
|---|---|---|
| Plans del sistema individual | 26.231 | 54,50 |
| Plans del sistema de treball | 21.155 | 43,96 |
| Plans del sistema associat | 742 | 1,54 |

Per raó de les obligacions estipulades, els plans de pensions s'ajustaran a les modalitats següents:

- Pla de prestació definida: la magnitud predeterminada o estimada és la quantia de totes les prestacions que han de percebre els beneficiaris. La definició de la prestació es podrà fer en termes absoluts o segons alguna magnitud, com ara salaris, antiguitat o percepcions complementàries en l'empresa.

- Pla d'aportació definida: la magnitud predeterminada és la quantia de les contribucions dels promotors i, si escau, les aportacions dels partícips al pla. En aquesta modalitat, les prestacions es quantificaran en el moment de produir-se la contingència, com a resultat del procés de capitalització desenvolupat pel pla.

**Plans d'aportació definida**

Aquest tipus de plans no ofereixen rendibilitats o patrimoni garantit.

- Plans mixtos: la quantia de la prestació i la quantia de la contribució o aportació es consideren objectes simultanis o separats.

Els plans del sistema d'ocupació i associats poden ser de qualsevol de les modalitats anteriors, mentre que els del sistema individual només poden ser d'aportació definida.

**Aportacions als plans de pensions**

Les aportacions dels partícips podran ser regulars (cada partícip defineix en el seu pla d'aportacions la periodicitat l'import inicial i la revaluació) o extraordinàries (aportacions esporàdiques del partícip, independentment de les aportacions regulars que pugui estar fent o no). El partícip, voluntàriament, podrà sol·licitar la suspensió de les aportacions, fins la data que determini, sense cap cost. A partir d'aquest moment, i fins que reprengui el pagament de les aportacions, serà considerat partícip en suspens.

**WEB**

En la prestatgeria virtual trobareu un document que detalla els aspectes fiscals actuals referents a aquestes aportacions.

Les aportacions als plans de pensions estan regulades i al llarg del temps s'han anat modificant a l'alça tant les xifres aportades, com els seus avantatges fiscals.

Les aportacions fetes més els rendiments nets generats per aquestes constitueixen els drets consolidats del partícip. Aquests drets són inembargables, en la mesura que romanguin en el pla de pensions, i traspassables a un altre pla, sense que això representi un cost administratiu o fet imposable fiscal.

**Traspàs de drets**

La gestora del pla de pensions ha d'efectuar el tràmit de traspàs de drets consolidats a un altre pla en un termini màxim de tres mesos.

**Prestacions dels plans de pensions**

- Jubilació: el partícip tindrà dret a la prestació quan accedeixi a la jubilació. Si no és possible l'accés a aquesta situació, la prestació es podrà percebre a partir dels seixanta, excepte en els plans de pensions per a minusvàlids que podran percebre els drets consolidats a partir dels quaranta-cinc anys. Els drets consolidats del partícip es podran abonar en qualsevol de les modalitats següents:

– Cobrament de la totalitat en forma de capital únic (capital).

– Renda financera com a pagament periòdic en la quantia i periodicitat que determina el partícip fins esgotar els drets consolidats. En cas de defunció, el capital restant s'abonaria als beneficiaris prèviament designats (rendes).

– Rendes assegurades, vitalícies o temporals amb possibilitat de reversió a tercers designats (rendes).

– Combinació de les anteriors (mixta).

**Circumstàncies per a la meritació de prestacions per jubilació**

Adquirir la condició de jubilat en el règim de la Seguretat Social o haver complert els seixanta anys si l'accés a la situació de jubilació és impossible. Si es tracta d'un minusvàlid, situació prevista en la normativa vigent, seria suficient haver complert els quaranta-cinc anys.

- Defunció: si el partícip morís abans d'arribar a l'edat de jubilació prevista pel pla, aquest quedarà acabat, i els beneficiaris disposaran dels drets consolidats, que se'ls abonaran en la modalitat que triïn de les especificades en l'epígraf anterior.

**Circumstàncies per a la meritació de prestacions per defunció**

Defunció reconeguda del partícip o del beneficiari

- Invalidesa: si abans de la data de jubilació prevista pel pla de pensions, el partícip incorregués en invalidesa laboral total i permanent per a la professió habitual o per a tot treball, o en gran invalidesa, podria optar pel següent:

– Romandre en el pla mantenint la seva condició de partícip o partícip en suspens.

– Cobrar la totalitat dels drets consolidat de capital únic (capital).

– Renda financera (rendes).

– Rendes assegurades, vitalícies o temporals amb possibilitat de reversió a tercers designats (rendes).

– Combinació de les anteriors (mixtes).

**Circumstàncies per a la meritació de prestacions per invalidesa**

Haver estat declarat en situació d'invalidesa laboral total i permanent per a la professió habitual o absoluta i permanent per a tot treball, o en gran invalidesa en el règim públic de previsió.

**Comissions suportades pels fons de pensions**

Les comissions de gestió (màxim anual del 2% sobre el patrimoni del fons) i dipòsit (màxim anual del 2% sobre el patrimoni del fons) només es poden meritar sobre patrimoni, i està explícitament prohibit la meritació de comissions sobre resultats. Aquest fet diferencia, en la legislació espanyola, els fons de pensions dels fons d'inversió: els segons sí que preveuen les modalitats de mèrit de comissions sobre patrimoni, resultat o conjunt de totes dues referències.

**Liquiditat i crèdits a partícips**

Els drets consolidats dels partícips es consideren il·líquidis, i només se n'ha de disposar amb caràcter ordinari, de manera total o parcial, en el moment en què es produeix la contingència prevista.

La il·liquiditat dels plans de pensions és un inconvenient, però al mateix temps es preveu com una mesura de disciplina: si la liquiditat fos discrecional, es podria pervertir l'objectiu fonamental del producte (l'estalvi mitjà i llarg termini) i fer que els avantatges fiscals atorgats es perdessin.

Fins el 1998 només es podia obtenir un crèdit en cas de disminució de la renda disponible. Però utilitzar aquest finançament com a mitjà per a obtenir liquiditat topa amb alguns inconvenients:

- El reglament del pla de pensions determina en quines condicions es considera una disminució de renda disponible.

- El crèdit pot resultar una manera cara d'obtenir liquiditat, ja que el tipus d'interès aplicat no pot ser inferior al de mercat.

- El crèdit només pot assolir el 80% dels drets consolidats.

El 1999 es preveuen noves possibilitats d'obtenir liquiditat del pla de pensions en situacions extraordinàries:

**Aquestes dues noves contingències...**

... se sumen a les de jubilació, invalidesa o defunció, de manera que no es preveu la concessió de crèdit, sinó la simple prestació del pla de pensions.

- Malaltia greu: en aquest supòsit, es considera que el partícip pot fer efectius els seus drets consolidats quan ell, o qualsevol dels seus familiars de primer grau (cònjuge, ascendents o descendents), pateixi una malaltia

que representi una disminució de la seva renda disponible, o bé perquè augmenten les despeses, o bé perquè es redueixen els ingressos. El Reial decret 215/99 defineix i descriu detalladament què s'entén per malaltia greu.

- Atur de llarga durada: aquest supòsit s'aplica quan el partícip es trobi en aquesta situació durant un període continuat de com a mínim dotze mesos, sempre que no percebi prestacions per desocupació en el seu nivell contributiu, excepte que s'hagi de qualificar com a situació assimilable a la jubilació. Així mateix, haurà d'estar inscrit en l'Institut Nacional de Treball com a demandant de treball.

**Rendibilitat dels plans de pensions**

Abans de començar a analitzar la rendibilitat dels plans de pensions, presentem uns supòsits numèrics que ens ajudaran a entendre millor el tema:

- Supòsit A
  - Pla de pensions iniciat a vint-i-cinc anys de la jubilació.
  - Aportació inicial de tres mil euros.
  - Aportacions anuals següents amb progressió geomètrica del 4%.
  - Rendibilitat anual prevista del 5%.
  - Capital final en arribar la jubilació de 227.350 euros.

- Supòsit B
  - Pla de pensions iniciat a vint-i-cinc anys de la jubilació.
  - Aportació inicial de tres mil euros.
  - Aportacions anuals següents amb progressió geomètrica del 4%.
  - Rendibilitat anual prevista del 7%.
  - Capital final en arribar la jubilació de 290.460 euros.

- Supòsit C
  - Pla de pensions iniciat a trenta-cinc anys de la jubilació.
  - Aportació inicial de tres mil euros.
  - Aportacions anuals següents amb progressió geomètrica del 4%.
  - Rendibilitat anual prevista del 5%.
  - Capital final en arribar la jubilació de 495.360 euros.

- Supòsit D
  - Pla de pensions iniciat a trenta-cinc anys de la jubilació.
  - Aportació inicial de tres mil euros.
  - Aportacions anuals següents amb progressió geomètrica del 4%.
  - Rendibilitat anual prevista del 7%.
  - Capital final en arribar la jubilació de 721.380 euros.

Els quatre supòsits tenen en comú la xifra inicial aportada i la progressió anual de les aportacions, i presenten la diferència del moment inicial de la inversió i la rendibilitat previsible (el compliment de la qual se suposa).

Analitzant els quatre supòsits, es pot concloure el següent:

- L'efecte de capitalització s'incrementa de manera exponencial amb el pas dels anys: convé no esperar per a contractar un pla de pensions.

- S'ha de triar bé el pla de pensions i, tenint en compte que no hi ha cost fiscal ni administratiu si es canvia de pla, s'ha de canviar si no s'està content amb la rendibilitat prevista: els drets consolidats dels plans de pensions no tenen liquiditat, però són mobilitzables.

- S'ha de tenir en compte que la renda variable, a mitjà i llarg termini, acostuma a marcar diferències de rendibilitat respecte d'altres modalitats d'inversió. Per tant, encara que conjunturalment dóna disgustos i genera certa intranquil·litat per la seva elevada volatilitat, la compensació de períodes bons i dolents acostuma a ser folgadament positiva.

En comparar les rendibilitats mitjanes dels diferents plans de pensions, sorprén que les diferències entre la renda fixa i la renda variable no siguin més voluminoses quan es fa l'anàlisi de llarg termini, i això té dues justificacions:

- Durant el quinquenni 90-94, la borsa es va mostrar molt erràtica amb els moviments oscil·lants i amb rendibilitats netes escasses, i en els anys 2000, 2001 i 2002 el component borsari ha resultat intensament negatiu.

- Encara que els plans de pensions es col·locaven com de renda variable, a la pràctica les carteres continuaven fortament posicionades en renda fixa privada i deute públic amb taxes de rendibilitat de dos dígits.

En contrastar les rendibilitats mitjanes dels plans de pensions respecte de la inflació en diferents terminis, s'observa que els plans de pensions han permès de protegir els seus partícips de l'efecte corrosiu de l'augment general dels preus, que han protegit els estalvis dels partícips i han superat folgadament el nivell d'inflació: en la comparació a llarg termini (onze anys), es pot apreciar com els plans de pensions assoleixen una rendibilitat mitjana del 9'97%, mentre que la inflació mitjana per a aquest període era del 4'30%.

Evolució de la proporció de l'estructura agregada de les carteres dels fons de pensions entre 1996 i 2002:

| | 1996 | 2002 |
|---|---|---|
| Renda fixa pública nacional | 34 | 23 |
| Renda fixa privada nacional | 24 | 16 |
| Renda fixa internacional | 1 | 20 |
| Renda variable nacional | 6 | 8 |
| Renda variable internacional | 1 | 9 |
| Tresoreria | 32 | 13 |
| Altres actius - immobles | 2 | 11 |

La inversió en renda variable que el 1996 assolia només 7%, el 2002 aconseguia el 17%, mentre que la tresoreria, que incorpora actius monetaris a curt termini, passa del 32% al 13%, i també experimenta retrocés percentual la renda fixa en les seves diferents modalitats, excepció feta de la internacional.

En les carteres no solament s'observa un desplaçament de renda fixa i actius monetaris cap a renda variable, sinó que també s'aprecia un important augment de la inversió internacional en detriment de la inversió nacional.

Aquest fenomen té múltiples similituds amb l'esdevingut en els fons d'inversió i previsiblement tindrà continuïtat per la globalització dels mercats i per la creixent presència de la renda variable en les carteres, que amb la reducció dels dèficits públics occidentals i l'emissió més petita de paper públic, es decanta cada vegada més cap a la renda variable i la renda fixa privada.

### Cistelles de plans de pensions

Des de la segona meitat de la dècada dels noranta, ja no es poden vendre plans de pensions amb l'únic al·licient de la deducció fiscal. Les institucions comencen a apostar per la rendibilitat: com que els tipus d'interès experimenten importants descensos i les rendibilitats de les carteres de renda fixa i actius monetaris ofereixen rendibilitats cada vegada més petites, les entitats gestores han d'escometre inversions més arriscades en cerca d'assolir rendibilitats més grans, bàsicament per mitjà de la renda variable.

En aquest escenari es comença a plantejar que el pla de pensions instrumentat per mitjà d'un fons de pensions únic, en què la cartera de valors està integrada per valors de renda fixa, actius monetaris i accions que s'incorporen en petites dosis en valors de tall defensiu i escassa volatilitat, no és una solució operativa i eficient per a inversors cada vegada més exigents amb les seves inversions que es comencen a queixar per les comissions de productes de gestió excessivament passiva i conservadora.

Dins del que es denomina el *boom* de la gestió de carteres, apareixen els tests i elements classificadors dels clients segons el seu nivell d'aversió o afecció al risc, entre els quals figura un dels més simplificats, i no per això menys eficient, que classifica els clients en conservadors, moderats i arriscats: com més conservador, presència més gran d'actius monetaris i renda fixa, i com més arriscat, presència més gran de la renda variable.

S'acostuma a recomanar als clients, mentre són joves, que materialitzin les seves inversions en plans que inverteixin en fons de pensions amb una important presència de risc borsari. A mesura que avancen en edat, es recomana que redueixin la inversió borsària i augmentin la presència de renda fixa i actius monetaris. Quan la jubilació ja és molt pròxima, es recomana que la presència de les accions sigui testimonial o inexistent.

Lògicament, el factor risc no solament dependrà de l'edat, sinó també d'altres factors diversos, com el patrimoni, el nivell de rendes, la cultura financera i altres factors objectius i subjectius que l'inversor ha de manipular.

**Exemple**

Carteres recomanades per edats per a un inversor moderat

**S'han seguit les recomanacions de la revista *Inversión*.**

- De trenta a quaranta-cinc anys
  - Renda fixa a curt termini en euros: 30%
  - Borses euro: 49%
  - Borses no-euro: 21%

- Des de quaranta-cinc a cinquanta-cinc anys
  - Renda fixa a curt i mitjà termini en euros: 38'50%
  - Gestió alternativa conservadora: 16'50%
  - Borses euro: 36%
  - Borses no-euro: 91%

- Des de cinquanta-cinc a seixanta-cinc anys
  - Fons de diners: 40%
  - Renda fixa a curt i mitjà termini en euros: 16%
  - Garantits: 24%
  - Borses euro: 20%

- A partir de seixanta-cinc anys
  - Fons de diners: 100%

**Fiscalitat dels fons de pensions i dels seus partícips i beneficiaris**

Els fons de pensions han de presentar impost sobre societats, si bé ho fan a gravamen tipus zero, la qual cosa significa que no es veuen sotmesos a tributació per aquest concepte, per bé que poden recuperar totes aquelles retencions de les quals són objecte. Els serveis de gestió i dipòsit que li són facturats respectivament per la gestora i el dipositari estan exempts d'IVA.

En fase d'aportació, els partícips podran deduir de la seva base imposable general de l'IRPF les seves aportacions personals al pla, incloent-hi, si escau, les contribucions del promotor que li hagin estat imputades en concepte de rendiment de treball depenent, amb els límits enunciats en apartats anteriors.

A l'efecte de l'impost sobre el patrimoni, els drets consolidats estan exempts de tributació en l'impost sobre el patrimoni, la qual cosa representa un cert avantatge respecte de plans de jubilació, fons d'inversió i inversions directes mobiliàries i immobiliàries.

En fase de prestacions, independentment de qui sigui el perceptor o de la contingència que doni lloc als pagaments, totes les prestacions que atorga un pla de pensions tenen la consideració de rendes de treball, sense atendre a la manera de cobrar-les.

Per a la integració de les prestacions rebudes en la base imposable de l'IRPF s'han de tenir en compte les regles següents, segons quina sigui la forma de cobrament de la prestació:

- Prestacions en forma de capital. El capital obtingut es considera rendiment íntegre del treball.

  Les prestacions de plans de pensions que es perceben en forma de capital tindran una reducció del 40% sempre que hagin transcorregut més de dos anys des de la primera aportació. El termini de dos anys no resultarà exigible en el cas de les prestacions per invalidesa.

  Per a estalviar impostos, acostuma a ser preferible cobrar en forma de capital en exercicis posteriors al de la jubilació. D'aquesta manera, en l'exercici que es cobra es tenen rendes més petites a les de la fase d'actiu i es produeix un efecte fiscal positiu.

- Prestacions en forma de renda. Totes les prestacions percebudes en forma de renda, independentment de si és vitalícia o temporal, tributaran com a rendiment del treball regular.

- Prestacions mixtes. Aquestes prestacions tendiran a respectar les normes establertes en els casos anteriors.

Si les prestacions són rebudes per una persona diferent del partícip, per defunció d'aquest, també s'aplicarà l'IRPF en concepte de rendiments del treball, i estaran exemptes de l'impost sobre successions i donacions.

### 4.7.4. Plans de previsió assegurats

Els plans de previsió assegurats (PPA) són un nou producte financer adequat per als inversors que pensen en la seva jubilació. Aquests productes s'han regulat amb la reforma de l'Impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), que va entrar en vigor l'1 de gener de 2003.

Els PPA s'assemblen als plans de pensions, però es diferencien d'aquests pel seu caràcter d'assegurança. Un PPA és una assegurança de vida d'estalvi sense liquiditat amb rendibilitat assegurada i idèntics avantatges fiscals que els plans de pensions individuals. Això obliga a garantir un tipus d'interès mínim fins al venciment de l'operació. Poden garantir tipus superiors sempre que demostrin que tenen inversions que recolzin aquesta rendibilitat.

**Tipus d'interès**

La direcció general d'Assegurances determina el tipus d'interès màxim.

Els PPA han d'utilitzar tècniques actuarials (tècniques per a determinar les condicions dels plans segons la situació de l'assegurat).

El contribuent ha de ser el prenedor, l'assegurat i el beneficiari de la pòlissa: la mateixa persona contracta l'assegurança, és objecte de la cobertura i rep les prestacions.

Els PPA cobreixen les mateixes contingències que els plans de pensions: jubilació, o situació equivalent i assimilable a aquesta, invalidesa i defunció.

Encara que els PPA són productes sense liquiditat, hi ha una sèrie de supòsits en què es pot disposar anticipadament dels diners, de manera total o parcial, de la mateixa manera que en els plans de pensions:

- Desocupació prolongada; és a dir, durant un període continuat d'almenys dotze meses.

- Malaltia greu; és a dir, malaltia o lesió que incapaciti temporalment per a l'ocupació durant un període continuat d'un mínim de tres mesos i requereixi intervenció o qualsevol malaltia amb seqüeles permanents.

Les aportacions als PPA es poden rebaixar de la base imposable de l'IRPF, fins un límit de vuit mil euros, que es pot incrementar en 1.250 euros per cada any d'edat de l'assegurat que excedeixi de cinquanta-dos, amb un màxim de 24.250 euros per a assegurats de seixanta-cinc anys o més, segons la legislació vigent el 2003.

**Límits de les aportacions**

Aquests límits es refereixen a la suma de les aportacions a plans de pensions, mutualitats de previsió social i PPA.

Els prenedors d'un PPA poden canviar a un altre (mai a un fons de pensions), de la mateixa entitat o d'una altra, sempre que les condicions d'aquest ho permetin.

La mobilització del pla s'ha de fer en un termini màxim de set dies des de la recepció de la documentació corresponent per part de l'entitat asseguradora

d'origen. En el mateix termini, l'entitat d'origen remetrà a l'entitat de destinació tota la informació sobre el prenedor i les dades històriques del PPA.

Per a la valoració de la provisió matemàtica, es prendrà la data en què l'aseguradora d'origen rebi la documentació.

Durant els primers mesos de l'any 2003, no s'ha observat un especial interès en la comercialització de PPA. Només Banesto ha fet certa publicitat remarcant la creació del primer PPA a Espanya.

# 5. Fiscalitat dels fons d'inversió

## 5.1. Anàlisi de la normativa vigent

Els partícips en els fons d'inversió es veuen afectats per les càrregues fiscals següents:

- Impost sobre el patrimoni de les persones físiques. Aquells que estan obligats a presentar declaració per aquest impost hauran de tenir en compte el següent:

– S'han de fer constar el nombre de participacions posseïdes a 31 de desembre multiplicades pel valor de liquidació de les participacions en aquesta data.

– Els préstecs sol·licitats per a la subscripció de participacions es consideren un patrimoni negatiu pel valor pendent d'amortitzar del préstec.

- Impost sobre la renda de les persones físiques:

– Fons de repartiment*. Els dividends rebuts per raó d'aquests fons tenen la condició de rendiments del capital mobiliari de caràcter general (tributació a tipus marginal), no poden aplicar coeficients reductors i suporten la retenció a compte del 15%. Cal dir que aquests tipus de fons són inusuals (pràcticament inexistents) a Espanya per penalització fiscal manifesta i que no s'han de confondre amb els fons garantits de rendes periòdiques.

*** Fons que distribueixen dividends periòdics als partícips amb càrrec al fons d'inversió.**

– Fons acumulatius. Els partícips que no efectuïn reemborsaments no posen de manifest cap fet fiscal imposable. Només s'haurà de tributar quan es reemborsi amb plusvàlues la totalitat o part de les participacions (a excepció de les participacions de FIAMM adquirides per societats, que comptabilitzaran resultats pel preu de les participacions), sempre que el reemborsament no sigui un traspàs a un altre fons o societat d'inversió.

Quan es reemborsen participacions no s'estan retirant exclusivament els rendiments, ja que es procedeix a l'amortització de participacions amb rendiment incorporat.

Això es deu que el fons d'inversió reinverteix automàticament els rendiments, de manera que genera un increment del valor de liquidació de les participacions, sense que això obligui a tributar el partícip que roman en el fons.

El partícip pot escollir quan ha de reemborsar les seves participacions segons les seves necessitats de liquiditat i la seva planificació financerofiscal.

En reemborsar participacions, el benefici o pèrdua fiscal tindrà la consideració de guany o pèrdua patrimonial* (abans, increment o disminució patrimonial), amb retenció a compte del 15% (o inferior) i amb possibilitat d'aplicar coeficients reductors (règim transitori per a participacions subscrites abans del 31 de desembre de 1994).

*** Els guanys o pèrdues patrimonials poden tenir la consideració de generals –abans denominades *regulars*– (fins un any de generació) o especials –abans denominades *irregulars*– (més d'un any de generació).**

Les pèrdues patrimonials són compensables amb guanys patrimonials, en el mateix exercici o com a màxim en els quatre exercicis següents.

Les pèrdues patrimonials fetes expressament per a compensar plusvàlues requeriran no reinvertir en els mateixos valors com a mínim en dos mesos.

Els fons d'inversió es veuen afectats per les càrregues fiscals següents:

- Impost sobre societats a un tipus especial de l'1% amb dret a recuperar les retencions aplicades en interessos i dividends en liquidar l'impost.
- Impost sobre transmissions patrimonials i actes jurídics documentats.
- Exempció plena en la constitució, transformació i modificació d'un fons d'inversió.

La Llei de l'IRPF, de 9 de desembre de 1998, estableix un nou tractament de les plusvàlues de les participacions de fons d'inversió. Aquesta llei ha estat parcialment modificada per la Llei 46/2002, de 18 de desembre de 2002, que ha entrat en vigor l'1 de gener de 2003:

| **Nou règim fiscal (aportacions posteriors al 31 de desembre de 1994)** | | |
|---|---|---|
| **Diferència entre la desinversió i les aportacions fetes** | | |
| Fins un any | General | Segons la resta dels rendiments regulars de l'any |
| Més d'un any | Especial | 15% |

Aquesta mateixa llei manté una situació diferenciada per a les participacions subscrites abans del 31 de desembre de 1994:

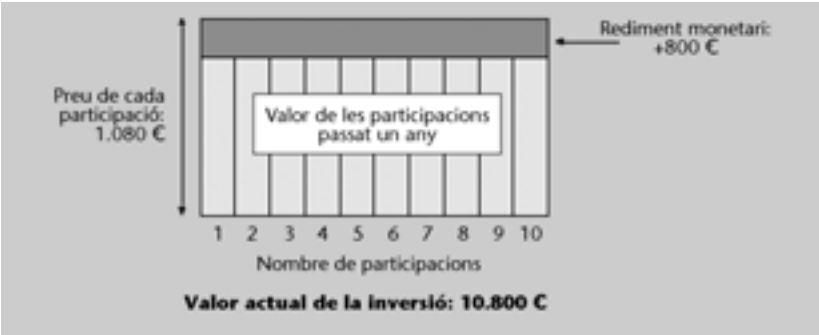
| **Règim transitori (aportacions anteriors al 31 de desembre de 1994)** | | |
|---|---|---|
| **Diferència entre la desinversió i les aportacions fetes** | | |
| Aquesta diferència es redueix en un 14,28 % per cada any a partir del segon cap enrere des del 31 de desembre de 1996 (les inversions anteriors al 31 de desembre de 1988 queden exemptes). | | |
| Més d'un any | Especial | 15% |

| **Escala general de l'IRPF 2003 (agrupades la tarifa estatal i l'autonòmica)** | | | |
|---|---|---|---|
| **Base liquidable (fins *n* euros)** | **Quota íntegra (euros)** | **Resta base liquidable (fins *n* euros)** | **Tipus aplicables (%)** |
| 0 | 0 | 4.000 | 15 |
| 4.000 | 600 | 9.800 | 24 |
| 13.800 | 2.952 | 12.000 | 28 |
| 25.800 | 6.312 | 19.200 | 37 |
| 45.000 | 13.416 | En endavant | 45 |

### 5.1.1. Exemple de càlcul de la càrrega imposable en un fons d'inversió

23 de desembre de 20×1. Un client fa una inversió de deu mil euros mitjançant la subscripció de deu participacions amb un valor unitari de mil euros.

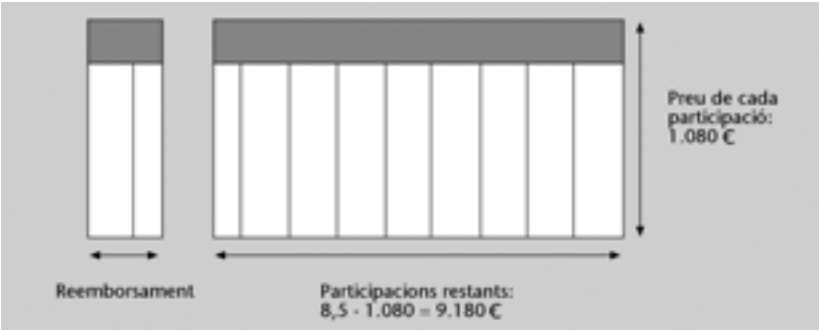
21 de novembre de 20×3. Els rendiments es van acumulant indissolublement al valor de les participacions. El client continua tenint el mateix nombre de participacions inicial, però aquestes es veuen incrementades en el seu valor amb els rendiments. Amb un rendiment del 8%, passat un any:




21 de novembre de 20×3. El partícip decideix sol·licitar el reemborsament de 1.620 euros.

L'entitat dipositària farà el reemborsament de 1.620 euros, que corresponen a l'amortització d'1,5 participacions, suposant que no hi hagi canvis en la fiscalitat de l'IRPF:

| | |
|---|---|
| $\frac{\text{Reemborsament sol·licitat}}{\text{Valor de liquidació de la participació}}$ = Nombre de participacions | $\frac{1.620}{1.080} = 1,5$ |



Increment patrimonial (plusvàlua monetària del partícip):

1,5 · (1.080 – 1.000) = 120 €*

*** Des de l'1 de gener de 2003, sobre aquest import s'ha d'aplicar, amb caràcter general, un 15% de retenció.**

### 5.1.2. Exemple de procediment d'assignació de participacions en efectuar reemborsaments

El procediment d'assignació de participacions en efectuar reemborsaments és el FIFO*.

*** FIFO: *first in, first out*, 'primer a entrar, primer a sortir'.**

| Compte de moviments del partícip | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Entrades | | | Sortides | | |
| Data | Nombre de participacions | Valor de la participació | Data | Nombre de participacions | Valor de la participació |
| 30-01-1999 | 100 | 28,5 | 30-01-2000 | 50 | 34 |
| 20-01-2000 | 200 | 32,5 | | | |
| 20-01-2001 | 500 | 40,5 | | | |

30 d'abril de 20×3. Valor de la participació: 45 €.

Si el partícip dóna ordre de reemborsar 18.000 € bruts, la plusvàlua monetària s'obté de la manera següent:

$$\frac{18.000}{45} = 400 \text{ participacions que cal reemborsar.}$$

18.000 – (50 · 28,5 + 200 · 32,5 + 150 · 40,5) = 4.000 €

Sobre aquesta plusvàlua de quatre mil euros s'aplicarà la retenció del 15% (600 €), la qual cosa significa que el reemborsament brut de 18.000 € representa una percepció neta per al partícip de 17.400 €.

- Saldo de les participacions: 15.750 €.
- Tres-centes cinquanta participacions (comprades el 20 de gener de 20×1 a 40,5 €) amb un valor de liquidació actual de 45 €.

**Nota**

Si les participacions es van adquirir abans del 31 de desembre de 1994, s'aplica una reducció del 14,28% anual sobre la retenció del 15%, de manera que les participacions subscrites abans del 31 de desembre de 1988 estan exemptes de retenció i de tributació.

### 5.1.3. Supressió del peatge fiscal interfons i societats d'inversió

La reforma de la Llei de l'IRPF de 18 de desembre de 2002 (Llei 46/2002, que ha entrat en vigor l'1 de gener de 2003) estableix la supressió del peatge fiscal en traspassar el valor total o parcial de les participacions d'un fons d'inversió a un altre o a una societat d'inversió. El traspàs no es considera venda o reemborsament i per això estarà exempt de gravamen fins al moment en què s'efectuï el reemborsament definitiu i es percebin els diners en un compte que no sigui un fons o una societat d'inversió.

Lògicament, perquè això sigui efectiu, és necessari que la titularitat de tots dos fons correspongui a la mateixa (o mateixes) persona física i que el traspàs s'efectuï sense que el partícip o accionista no pugui accedir als diners en cap moment.

S'ha establert un procés transitori (principi de 2003) i un altre consolidat electrònic (mitjan 2003) perquè les entitats gestores i dipositàries implicades en el traspàs es posin d'acord.

Per a poder-se acollir a la exempció per traspàs, la institució d'inversió col·lectiva ha de complir uns requisits que varien segons se hagi constituït en forma de fons o de societat:

- Les IIC amb forma de fons, independentment de si són nacionals o estrangeres acollides a la directiva comunitària, es poden acollir sempre.

- Les societats d'inversió col·lectives nacionals (SIM i SIMCAV) o estrangeres (SIMCAV acollides a la directiva comunitària) hauran de complir els requisits següents:

– El nombre de socis de la institució (compartiment o subfons) les accions dels quals es traspassaran ha de ser superior a cinc-cents.

– El contribuent no ha d'haver participat en els dotze mesos anteriors al traspàs en més del 5% del capital de la institució (compartiment o subfons).

### 5.2. Reemborsament de participacions

El tractament fiscal diferenciat que reben les plusvàlues segons si s'han generat en terminis de fins un any, o superiors, com a conseqüència de l'aplicació respectiva de tipus marginals o fix del 15%, fan que convingui planificar la fiscalitat de la decisió de reemborsar participacions.

Amb caràcter general, convé retardar reemborsaments, perquè excepte en casos molt concrets, aquest retard permet de millorar la fiscalitat.

Pot ser comercialment molt interessant efectuar un seguiment de les peticions de reemborsament que es rebin amb la finalitat d'intentar que, en profit del partícip i de la institució financera, el client difereixi el seu reemborsament i obtingui avantatges fiscals gràcies al consell del representant de l'entitat financera.

Lògicament, se li oferiran alternatives que generaran negoci per a l'entitat financera. Hi ha dos arguments bàsics per a diferir o suprimir el reemborsament de participacions:

- Necessitades de finançament transitori per falta de liquiditat.
- Aplaçament de reemborsaments per conveniència fiscal.

En tots dos casos, una solució interessant és la concessió d'un crèdit amb garantia de les participacions del client. L'import màxim del crèdit que es pot concedir dependrà del tipus de fons:

- FIAMM: 100%
- FIM renda fixa: 80%
- FIM divises (països OCDE): 70%
- FIM renda variable: 50%
- FIM països emergents: 50%

Amb aquests percentatges, i considerant que generalment el crèdit no és a terminis llargs, es cobreix àmpliament el principal i els interessos.

Un altre element de garantia complementària, afegida a les cauteles habituals com la pignoració de les participacions, és la firma, en blanc i sense data, d'un ordre de reemborsament de les participacions. Aquest tipus de crèdit es pot concedir en condiciones relativament favorables (euríbor + diferencial ajustat), ja que es tracta d'una operació exempta de risc i amb manteniment de negoci en dos productes de l'entitat financera.

**Exemples**

**Cas 1**

En inversions a un any, amb un tipus marginal inferior al 15%, atès que el tipus marginal és inferior al 18% (excepte per a bases liquidables inferiors a quatre mil euros), convé retardar el reemborsament.

**Cas 2**

Amb el nou IRPF, ja des de 1999, la situació és una mica diferent, atès que reemborsar abans o després del 31 de desembre és irrellevant en el cas que els reemborsaments s'hagin subscrit amb més d'un any d'antiguitat, ja que la retenció iguala el tipus que s'ha de tributar en l'IRPF, i per això l'efecte financer i fiscal resulta indiferent.

Si els reemborsaments que s'han de fer presenten una antiguitat de subscripció inferior a un any, pot resultar interessant retardar el reemborsament a una data posterior al 31 de desembre, ja que normalment el tipus marginal de l'IRPF serà superior al tipus de retenció del 15%. Amb això es retarda en un any el pagament de la diferència entre el tipus marginal i el tipus de la retenció del 18%.

Per a qui tingui un tipus marginal inferior al 15% (base liquidable inferior a quatre mil euros), el fet de poder sol·licitar la devolució de la retenció aplicada fa recomanable reemborsar abans del 31 de desembre, en lloc de fer-ho en una data posterior.

# 6. Anàlisi de rendibilitat i risc

## 6.1. Binomi risc-rendiment

La pràctica totalitat d'inversors coneix, encara que no posseeixi coneixements massa amplis sobre finances, que en la mesura en què s'intenta eliminar totalment o parcialment el risc en una inversió, també s'acostuma a estar acotant de manera considerable la seva rendibilitat i que algú que no està disposat a assumir cap nivell de risc s'haurà de conformar també amb rendibilitats reduïdes, que en ocasions ni tan sols aconseguirien pal·liar l'efecte de la inflació una vegada deduïts els efectes impositius.

Són molts els inversors que tradicionalment han adoptat polítiques d'inversió basades en la cautela i primant la seguretat abans que la rendibilitat, la qual cosa els ha portat a invertir fonamentalment en actius monetaris (lletres del tresor, pagarés d'empresa o participacions en fons de diners) o en instruments de renda fixa privada o pública (bons i obligacions de l'Estat o altres emissors públics, bons i obligacions d'empreses privades o participacions en fons de renda fixa).

Durant bona part de les dècades dels vuitanta i els noranta, ha estat possible aconseguir rendibilitats elevades per mitjà dels actius monetaris i de la renda fixa, i s'ha fugit del que es considerava risc innecessari per mitjà de la inversió borsària. No obstant això, ben entrada la dècada dels noranta i mitjançant els processos d'unificació monetària europea i de la convergència i reducció dels tipus d'interès, els inversors han començat a observar que encara que suportessin nivells d'inflació baixa, les seves rendibilitats reals començaven a decréixer i que en molts casos arribaven a ser negatives.

Per aquest motiu, molts inversors s'han decantat per la inversió en renda variable, ja que consideraven que mitjançant aquesta modalitat inversora, o bé directament per mitjà de la compra d'accions, o bé mitjançant la subscripció de participacions en fons de renda variable o fons mixtos, podien assolir, especialment a mitjà i llarg termini, millor rendibilitat que amb actius amb un risc més petit.

Distribució de les inversions per tipus de fons

| Fons | 1996 | | 2002* | |
|---|---|---|---|---|
| | Milions de euros | Percentatge | Milions de euros | Percentatge |
| FIAMM | 50.281 | 44,80 | 45.560 | 26,62 |
| Fondtesoro FIAMM | 6.791 | 6,00 | 7.455 | 4,36 |
| **Total FIAMM** | **57.072** | **50,80** | **53.015** | **30,98** |

*** Les dades de 2002 són provisionals.**

| Fons | 1996 | | 2002** | |
|---|---|---|---|---|
| | Milions de euros | Percentatge | Milions de euros | Percentatge |
| FIM renda fixa | 30.850 | 27,40 | 34.462 | 20,14 |
| Fondtesoro FIM | 4.586 | 4,10 | 3.318 | 1,94 |
| FIM renda fixa mixta | 4.586 | 4,10 | 13.348 | 7,80 |
| FIM renda variable mixta | 2.116 | 1,90 | 13.048 | 7,62 |
| FIM renda variable | 2.981 | 2,60 | 15.530 | 9,07 |
| FIM garantits | 10.247 | 9,10 | 38.429 | 22,45 |
| **Total FIM** | **55,365** | **49,20** | **118.135** | **69,02** |
| **Total fons** | **112.437** | **100,00** | **171.150** | **100,00** |

Font: CNMV

Distribució percentual de les inversions dels fons

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Patrimoni* | 37.744 | 61.844 | 67.614 | 73.263 | 112.449 | 162.454 | 203.803 | 206.267 | 186.068 | 181.323 | 178.425 |
| Liquiditat | 3,48 | 3,40 | 3,59 | 5,01 | 4,29 | 5,43 | 6,53 | 4,74 | 3,35 | 3,36 | 3,59 |
| Inversió de cartera | 95,75 | 96,05 | 95,91 | 94,56 | 95,68 | 94,62 | 93,54 | 95,36 | 96,16 | 96,38 | 96,23 |
| Cartera interior | 94,79 | 92,32 | 93,49 | 92,46 | 93,68 | 90,07 | 76,77 | 66,13 | 54,48 | 47,49 | 45,16 |
| Accions | 0,66 | 1,75 | 2,62 | 2,30 | 3,04 | 6,36 | 7,61 | 7,17 | 6,66 | 5,90 | 3,65 |
| Participacions | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,12 | 0,14 | 0,18 | 2,07 |
| Fons públics | 42,41 | 44,28 | 46,52 | 32,41 | 44,58 | 40,49 | 38,81 | 31,51 | 22,49 | 14,30 | 13,29 |
| Actius monetaris privats | 8,46 | 2,64 | 1,78 | 0,82 | 0,48 | 0,65 | 1,15 | 4,89 | 3,22 | 5,16 | 4,60 |
| Altres valors renda fixa | 8,00 | 7,33 | 5,86 | 3,35 | 3,83 | 5,56 | 5,47 | 4,80 | 4,88 | 3,02 | 2,80 |
| Opcions comprades | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,15 | 0,23 | 1,46 | 0,13 | 0,03 | 0,00 |
| Adquisicions temporals | 35,26 | 36,29 | 36,70 | 53,56 | 41,72 | 36,86 | 23,50 | 16,18 | 16,97 | 18,90 | 18,75 |
| Cartera no cotitzada | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,00 | 0,00 |
| Cartera exterior | 0,96 | 3,73 | 2,42 | 2,10 | 2,00 | 4,55 | 16,77 | 29,23 | 41,68 | 48,89 | 51,07 |
| Saldo net | 0,77 | 0,55 | 0,50 | 0,43 | 0,03 | –0,05 | –0,07 | –0,10 | 0,49 | 0,26 | 0,18 |

Font: CNMV
* Milions d'euros a 31 de desembre.
** Les dades de 2002 s'han pres a 30 de juny. Liquiditat + inversió de cartera + saldo net = 100%.

Fins el 1996 els fons d'inversió invertien majoritàriament en deute públic al comptat i en adquisicions temporals, mentre que a partir d'aquesta data comença a créixer la participació en accions i altres actius en detriment del deute públic.

Encara que el binomi risc-rendiment soni a concepte matemàtic i pugui provocar cert recel en els inversors, és una cosa que manegen conscientment o inconscientment: qui vol assolir rendibilitats de dos dígits sap que haurà de comptar amb la renda variable entre les seves inversions, tot i que ha de ser conscient que, ocasionalment, la renda variable dóna sorpreses desagradables, com que genera intenses caigudes en les cotitzacions i prolongats descensos en els índexs borsaris.

El risc és directament proporcional a l'expectativa de rendibilitat.

### 6.1.1. Classificació dels tipus d'inversió

A continuació es classifiquen diferents tipus d'inversió ordenats de risc més petit a més gran, i d'expectativa de rendibilitat més petita a més gran:

- Tipus d'actiu
  - Actiu monetari
  - Renda fixa
  - Renda variable

- Tipus d'emissor*
  - Públic
  - Privat

*** Sempre que no es tracti d'emissors públics amb baixa qualificació creditícia que pugi ser superada per emissors privats amb elevada qualificació crediticia.**

- Termini d'inversió
  - Curt termini
  - Mitjà termini
  - Llarg termini

- Tipus de mercat
  - Convencional
  - Emergent

- Tipus d'operació
  - Comptat
  - Derivat

**Tipus d'operació**

S'interpreta que els instruments derivats poden ser generadors d'un nivell més gran de risc, en la mesura en què es poden utilitzar amb aprofitament de l'alt grau de moviment que en ocasions incorporen. Si s'utilitzen, en canvi, com a instrument d'inversió alternativa al comptat, o si s'efectuen operacions de cobertura, el redueixen o eliminen.

- Tipus de moneda
  - Nacional
  - Divisa

### 6.1.2. Rendibilitat anual mitjana ponderada dels fons d'inversió

Els fons de diners han anat perdent rendibilitat des del final de la dècada dels noranta, mentre que els fons de renda fixa han mostrat certa oscil·lació en la seva rendibilitat. Els resultats d'aquesta rendibilitat, en ser analitzats en mitjana de diferents exercicis, es poden simplificar senyalant que solen assolir rendiments similars als dels índexs de preus al consum, una vegada deduït el corresponent efecte de la fiscalitat.

La rendibilitat dels fons de renda variable marca diferències significatives respecte de la resta de les famílies de fons tant en els moments d'alces borsàries com en els de caiguda de les cotitzacions.

Rendibilitat anual mitjana ponderada dels fons d'inversió

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| FIAMM | 4,38 | 3,20 | 1,50 | 2,89 | 3,55 | 2,43 |
| Fondtesoro FIAMM | 4,41 | 3,20 | 1,65 | 2,93 | 3,52 | 2,46 |
| **Total FIAMM** | **4,39** | **3,20** | **1,57** | **2,91** | **3,54** | **2,44** |
| FIM renda fixa | 6,07 | 5,10 | –0,74 | 3,40 | 3,52 | 2,78 |
| Fondtesoro FIM | 6,24 | 5,80 | 0,10 | 3,65 | 3,61 | 2,86 |
| FIM renda fixa mixta | 10,30 | 8,90 | 3,75 | 0,22 | –0,89 | –3,62 |
| FIM renda variable mixta | 21,50 | 16,10 | 11,85 | –6,93 | –6,71 | –16,70 |
| FIM renda variable | 34,70 | 28,50 | 15,80 | –17,10 | –9,10 | –25,13 |
| **Total FIM** | **10,85** | **10,9** | **9,45** | **–4,02** | **–1,46** | **–4,34** |
| **Total fons** | **8,10** | **8,99** | **7,35** | **–2,60** | **0,07** | **–2,69** |

Si contrastem el comportament de la borsa espanyola en la dècada dels noranta amb les inversions alternatives de lletres del tresor a dotze mesos reinvertides a cada començament d'exercici, es pot apreciar que la rendibilitat borsària ha superat molt lleugerament la inversió en aquests actius monetaris públics.

Aquest comportament es podria posar jutjar segons què ha ocorregut en les borses els anys 2000, 2001 i 2002, si bé s'ha de deixar el temps suficient per a veure si les intenses caigudes borsàries d'aquests anys tindran continuïtat o generaran un rebrot alcista de les cotitzacions que tendeixin a buscar de nou màxims històrics, com ha ocorregut en les diferents borses occidentals en altres èpoques de referència.

**Evolució dels valors de referència**

Podreu trobar l'evolució i variació dels índexs borsaris al llarg dels darrers anys en qualsevol web financera.

També s'ha d'analitzar l'evolució dels tipus d'interès en l'economia espanyola:

| | Curt termini | Llarg termini* |
|---|---|---|
| 1990 | 14,59 | 13,02 |
| 1991 | 13,19 | 11,79 |
| 1992 | 12,78 | 12,47 |
| 1993 | 11,25 | 8,11 |
| 1994 | 7,73 | 11,84 |
| 1995 | 8,84 | 9,70 |
| 1996 | 7,25 | 6,99 |
| 1997 | 5,19 | 6,22 |
| 1998 | 3,00 | 3,99 |
| 1999 | 3,25 | 5,56 |
| 2000 | 4,75 | 5,15 |
| 2001 | 3,25 | 4,96 |
| 2002 | 2,75 | 4,27 |
| 2003** | 2,50 | 4,23 |

*** Bo *benchmark* de deute públic a 31 de desembre.**

**** Els resultats de 2003 són provisionals, corresponen al primer trimestre.**

El curt termini s'ha representat a partir dels tipus d'intervenció del Banc d'Espanya, per mitjà de les subhastes de certificats del Banc d'Espanya fins el 1998. A partir d'aquesta

data, s'ha representat a partir de les subhastes setmanals d'operacions principals de finançament del Banc Central Europeu (tipus emblemàtic de l'euro).

El llarg termini s'ha representat a partir de les obligacions de l'Estat a deu anys.

És interessant destacar la relació inversa entre tipus d'interès i borsa:

- Les baixades de tipus d'interès se solen veure acompanyades per alces en les cotitzacions dels mercats borsaris.
- Les pujades de tipus d'interès són mal rebudes pels mercats borsaris, que acostumen experimentar descensos en el valor de les accions.

En els anys 1990, 1992, 1994 i 1999 van pujar els tipus d'interès i va baixar la borsa.

En els anys 1991, 1993, 1995, 1996, 1997 i 1998 van baixar els tipus d'interès i va pujar la borsa.

L'any 1999 requereix un anàlisi específic, a causa del peculiar comportament dels mercats davant l'aparició de l'euro i davant les decisions relativament desconcertants del Banc Central Europeu.

L'any 2000 experimenta una situació peculiar en què els tipus a curt termini repunten en la zona euro i als Estats Units, mentre que els tipus a llarg termini es mantenen relativament estables al llarg de l'any i en la part final fins i tot descendeixen.

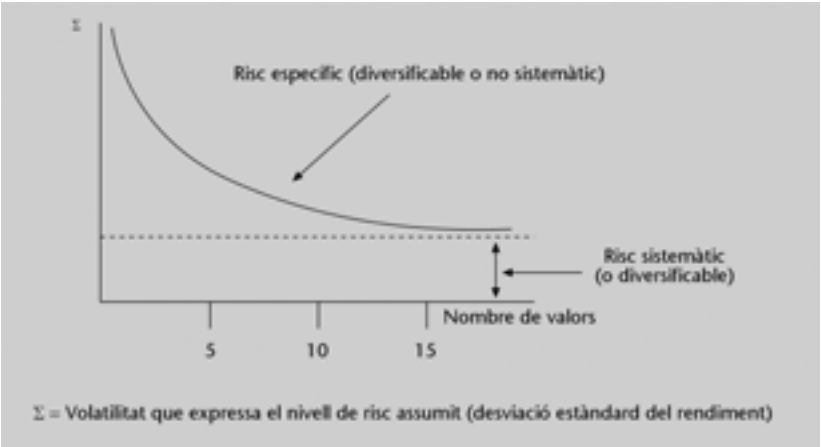
En els anys 2001, 2002 i 2003 s'assisteix a una situació de predomini de les baixades dels tipus d'interès que, a causa de factors com la desacceleració del creixement econòmic, els atemptats terroristes, la crisi de confiança en auditors i qualificadors per les manipulacions comptables i la tensió bèl·lica internacional, no s'han traduït en alces en la borsa, sinó aquestes que s'han vist sumides en una situació d'elevada volatilitat i fort descens de les cotitzacions.

## 6.2. Teoria de diversificació de carteres i patrimonis

William Sharpe i després Harry Markowitz han desenvolupat teories de gestió de carteres, en què enuncien certs avantatges de la diversificació dels valors que integren les carteres.

Aquesta diversificació es pot donar amb valors d'un mateix mercat, de diferents mercats i fins i tot de diferents divises, per a iguals o diferents sectors.

Els fons d'inversió, per vocació i per la normativa que ja coneixem, són magnífics instruments de diversificació del risc.



## 6.3. Anàlisi retrospectiu i prospectiu de la rendibilitat de les carteres

No convé fer l'anàlisi retrospectiva de la rendibilitat dels fons prenent com a referència rendibilitats a molt curt termini (per exemple, sis o dotze mesos) pels motius següents:

- És freqüent que fons que encapçalin rànquings anuals de rendibilitat a curt termini, en els anys següents es trobin de la meitat cap a baix d'aquests.
- Les rendibilitats espectaculars i sobtades solen ser fruit de l'atzar, la sort o l'especulació, més que d'una gestió professional. Al final els excessos i riscos excessius se solen pagar.

Un termini recomanable per a analitzar la rendibilitat dels fons seria d'entre tres i cinc anys.

**Termini**

Cinc anys potser sigui un termini excessiu, ja que no recull amb celeritat una posició acomodada ("viure de rendes") per part del gestor i acumula retards informatius.

Un fons que aconsegueix mantenir-se entre el primer quart (primer 25%) del rànquing de rendibilitat durant alguns anys és un fons recomanable amb un alt grau de fiabilitat.

**Notes d'interès**

- La CNMV també recomana que no es prenguin terminis curts (mesos o trimestres) per a calcular rendibilitats efectives anuals.
- Per prescripció legal de la CNMV, és freqüent observar en anuncis publicitaris la presència de clàusules com la següent:

  "Rendibilitats passades no pressuposen rendibilitats futures."
- La CNMV recomana que els textos referents a la taxa del TAE han de ser de format igual o inferior al del text referent a les rendibilitats passades.

## 6.4. Volatilitat dels fons d'inversió

Estadísticament, la volatilitat és una mesura de dispersió que calcula la desviació estàndard anual. En l'àmbit que ens ocupa, la volatilitat recull el grau de variació dels preus en el mateix sentit o en sentit oscil·lant. Per tant, un mercat (un producte financer, un fons d'inversió) volàtil és aquell els preus del qual ofereixen variacions significatives.

Càlcul de volatilitat

| Data | Cotització | Rendiment [t/(t-1)] | Ln rendiment | (Ln rendiment – Mitjana aritmètica del rendiment)$^2$ |
|---|---|---|---|---|
| 2-11-1998 | 8.500 | | | |
| 3-11-1998 | 8.712 | 1,024941 | 0,0246352 | 0,000739938 |
| 4-11-1998 | 9.016 | 1,034894 | 0,0342994 | 0,001359100 |
| 5-11-1998 | 8.654 | 0,959849 | –0,0409791 | 0,001475522 |
| 6-11-1998 | 8.700 | 1,005315 | 0,0053014 | 0,000061905 |

| Data | Cotització | Rendiment [t/(t-1)] | Ln rendiment | (Ln rendiment – Mitjana aritmètica del rendiment)$^2$ |
|---|---|---|---|---|
| 9-11-1998 | 8.485 | 0,975287 | –0,0250230 | 0,000504291 |
| 10-11-1998 | 8.500 | 1,001768 | 0,0017663 | 0,000018773 |
| 11-11-1998 | 8.160 | 0,960000 | –0,0408220 | 0,001463478 |
| 12-11-1998 | 8.000 | 0,980392 | –0,0198028 | 0,000297088 |
| 13-11-1998 | 8.000 | 1,000000 | 0,0000000 | 0,000006587 |
| 16-11-1998 | 8.000 | 1,000000 | 0,0000000 | 0,000006587 |
| 17-11-1998 | 7.800 | 0,975000 | –0,0253178 | 0,000051762 |
| 18-11-1998 | 7.900 | 1,012821 | 0,0127390 | 0,000234262 |
| 19-11-1998 | 8.000 | 1,012658 | 0,0125788 | 0,000229382 |
| 20-11-1998 | 8.200 | 1,025000 | 0,0246926 | 0,000743063 |

Dades:

- Mitjana aritmètica de la columna "Ln rendiment": –0,0025665726
- Sumatori de la columna "(Ln rendiment – Mitjana aritmètica del rendiment)$^2$": 0,0071917367
- Desviació estàndard
  - Per a *n* (14 observacions): 0,022664851
  - Per a *n* – 1 (13 observacions): 0,023520428
- Volatilitat històrica (Desviació estàndard · $\sqrt{250}$ · sessions)
  - Per a *n* (14 observacions): 0,3584 (35,84%)
  - Per a *n* – 1 (13 observacions): 0,3719 (37,19%)

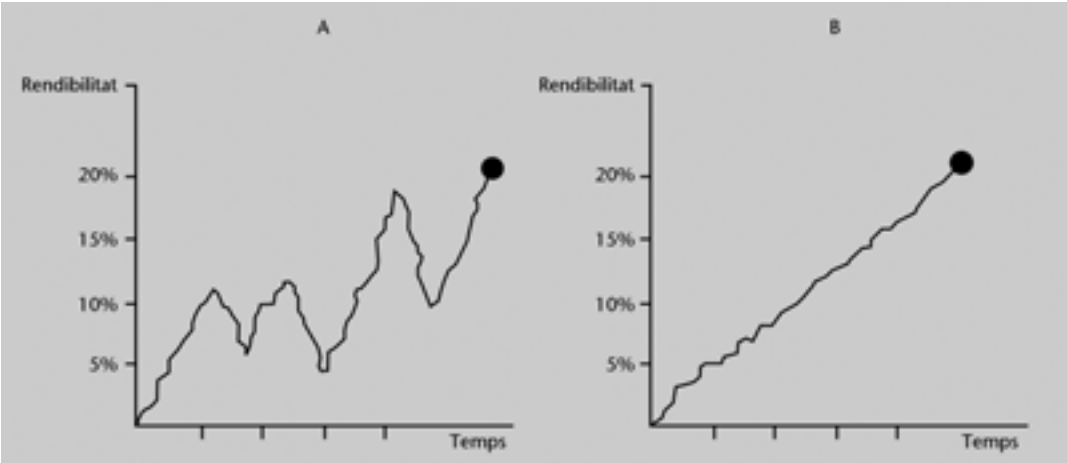
*** Es multiplica per $\sqrt{250}$ perquè s'han utilitzat observacions diàries; si s'haguessin utilitzat observacions setmanals, s'hauria multiplicat per $\sqrt{52}$ i si les observacions haguessin estat mensuals, per $\sqrt{12}$.**

Alta volatilitat s'acostuma a traduir com a risc elevat, mentre que absència de volatilitat, comporta risc nul o molt reduït.

La volatilitat recull el grau de variació dels preus en el mateix sentit o en sentit oscil·lant. Deim que un mercat (un producte financer, un fons d'inversió) és volàtil quan els seus preus presenten variacions significatives.

**Exemple**

Les dues operacions d'inversió següents han assolit la mateixa rendibilitat (un 20%), tot i que amb itineraris ben diferenciats: la inversió A ha seguit un itinerari sinuós i accidentat, mentre que l'itinerari seguit per la inversió B ha estat linial, sense cap mena d'ensurt.




La inversió A és molt més volàtil (dóna més sobresalts al partícip) que la inversió B i, per tant, és menys recomenable, tot i assolir la mateixa rendibilitat.

Només s'accepta el risc que comporta un grau més alt de volatilitat en una inversió si ofereix expectatives de major rendibilitat.

En prendre decisions sobre l'elecció d'un determinat fons d'inversió, s'intenten analitzar simultàniament els efectes de rendibilitat i volatilitat: els inversors, encara que sigui de manera inconscient, solon intentar maximitzar el seu benefici, minimitzant o relativitzant el grau de volatilitat (risc) assumit.

La ràtio de Sharpe pretén modelitzar la combinació òptima del binomi rendibilitat-risc: la inversió ideal és la que obté la ràtio més elevada.

**Ràtio de Sharpe**

$S = (r - rf) / \text{Vol}$

$S$: ràtio de Sharpe

$r$: rendibilitat prevista d'actiu que cal invertir

$rf$: rendibilitat de actius monetaris sense risc

Vol: volatilitat històrica de l'actiu que cal invertir

La CNMV exigeix que en els informes trimestrals s'incorpori informació sobre la volatilitat històrica anual dels últims cinc anys i informació trimestral de l'últim any.

**Barems de volatilitat de la CNMV**

La volatilitat històrica és la desviació típica ($D$) de la rendibilitat mensual dels últims dotze mesos.

$D \leq 0{,}1$: baixa
$0{,}1 < D \leq 1$: mitjana
$1 < D \leq 2{,}4$: alta
$D > 2{,}4$: molt alta

A manera de resum, sense intenció de plantejar una anàlisi exhaustiva i amb les possibles oscil·lacions que conjunturalment es poden donar, podem establir la classificació següent dels fons d'inversió de nivell de volatilitat més gran a més petit:

- Volatilitat baixa
  - FIAMM
  - FIAMM internacional*
  - Fons de renda fixa a curt termini
  - Fons de renda fixa a llarg termini*
  - Fons de renda fixa internacional*

- Volatilitat mitjana
  - Fons garantits de renda fixa
  - Fons mixtos de renda fixa
  - Fons mixtos de renda fixa internacional
  - Fons mixtos de renda variable*
  - Fons garantits de renda variable*

- Volatilitat alta
  - Fons de renda variable nacional*
  - Fons de renda variable euro*
  - Fons de renda variable internacional*

- Volatilitat molt alta
  - Fons de renda variable en mercats emergents

*** Aquest fons podria figurar en el nivell de volatilitat següent.**

## 6.5. Qualificació dels fons i les gestores

En el procés de qualificació s'avaluen els aspectes següents:

- Qualitat de la cartera (de manera individual, qualificat totalment o parcialment).
- Estratègia de gestió.
- Anys d'experiència i nivell professional dels gestors.
- Riscos assumits.
- Nivells de rendibilitat assolits.

La qualificació creditícia (*rating*) pot proporcionar al partícip un element mesurable del risc que pot assumir en invertir en un fons.

La qualificació creditícia resulta útil per a l'inversor particular i per als mercats financers, ja que ajuda a garantir la transparència del sector de fons i permet una millor avaluació i seguiment dels equips que gestionen els fons.

Així com l'auditoria de fons d'inversió és un requisit de compliment obligatori amb periodicitat anual, la qualificació no és obligatòria i és potestat del grup financer que comercialitza els fons d'inversió encarregar a empreses qualificadores la seva elaboració.

Les principals agències internacionals de qualificació són Moody's, Standard & Poors i IBCA, que a Espanya estan instal·lades sota diferents noms i amb socis (*partners*) domèstics.

Recoletos-*Expansión* ha fet una bon treball en pro de la difusió de la qualificació creditícia d'IIC.

La qualificació òptima s'obtindria tenint en compte, a més dels aspectes anteriorment enunciats, l'anàlisi històrica i la qualificació creditícia diària en temps real que s'obtindria com a mitjana ponderada de la qualificació creditícia individual de totes les emissions que integren la cartera del fons.

La qualificació creditícia diària es podria publicar conjuntament amb el valor del fons.

**Qualificacions de Standard & Poors per a FIM de renda fixa**

| Qualificació | Significat |
|---|---|
| AAAf | Protecció extremadament alta davant de pèrdues per impagat.<br>Mínim 85% en inversions amb qualificació creditícia AAA. |
| Aaf | Protecció molt alta davant de pèrdues per impagat.<br>Mínim 75% en inversions amb qualificació creditícia AAA o AA. |
| Af | Protecció alta davant d'impagat.<br>Mínim 90% en A o superior. |
| BBBf | Protecció adequada.<br>Mínim 90 % en BBB o superior. |
| BBf | Protecció incerta.<br>Mínim 75% en BB. |
| Bf | Vulnerabilitat davant de pèrdues per impagat.<br>Mínim 90% en B. |

WEB

Podeu consultar les adreces següents:
www. morningstaf.com
www.funds-sp.com

# 7. Comercialització dels fons d'inversió

## 7.1. Argumentari de vendes dels fons d'inversió

HI ha raons que justifiquen l'extraordinari increment del patrimoni gestionat en fons d'inversió a Espanya. Lògicament, aquest conjunt d'arguments són la millor targeta de presentació del fons d'inversió com a producte que ofereix un extraordinari atractiu conjunt en rendibilitat-risc, liquiditat, fiscalitat i garanties:

- Reducció de l'impost sobre societats de fons d'inversió (del 13% a l'1% el 1991).
- Millora del tractament fiscal dels partícips (1992, 1996, 2000 i 2003).
- Aparició de Fondtesoro FIM i Fondtesoro FIAMM.
- Important descens dels tipus d'interès (amb certs sobresalts els anys 1992, 1994 i 1999), especialment a partir de 1996.
- Evolució espectacularment alcista de les cotitzacions borsàries de renda variable.
- Reducció dels marges de comercialització del deute públic i dels diferencials entre tipus d'interès d'actiu i passiu de les entitats financeres.
- Fidelitat de la clientela.
- Aparició i desenvolupament de productes de rendibilitat i patrimoni garantits.
- Liquiditat immediata.
- Valoració diària.
- Informació periòdica.
- Simplicitat administrativa.
- Diversificació de la inversió.
- Gestió professionalitzada.
- Accés indirecte a mercats especialitzats i majoristes, inaccessibles individualment per a un inversor mitjà.
- Seguretat determinada per la legislació vigent i la supervisió de la CNMV.

**Tractament fiscal**

El 1999 es produeix un empitjorament relatiu dels fons d'inversió respecte d'inversions alternatives segons els terminis d'inversió (assegurances i dipòsits), que es corregeixen parcialment l'any 2000.

**Fidelitat de la clientela**

La supressió del peatge fiscal interfons posa en entredit aquest argument.

### 7.2. Condicions per a la comercialització d'un fons d'inversió

En comercialitzar un fons d'inversió, és necessari conèixer perfectament les seves característiques per a poder posar èmfasis en els seus aspectes positius, minimitzar els aspectes negatius que pogués tenir i estar preparat per a respondre als dubtes, inquietuds o queixes del client, donant arguments veraços i concrets i oferint alternatives que el puguin satisfer.

Els clients, per la seva banda, han de conèixer bé el fons que estan subscrivint i ser conscients que es poden produir eventualitats davant les quals no podran reclamar, com per exemple una reducció de nivells de rendibilitat o una pèrdua de patrimoni.

S'han d'evitar situacions com la venda de fons garantits sobre índex borsari sense haver explicat clarament al client els avantatges i inconvenients de les revaluacions mitjanes o les prestacions rocambolesques de difícil comprensió.

Condicions bàsiques per a la venda adequada d'un fons:

- Alt coneixement del producte per part del venedor.
- Informació òptima per al subscriptor.

La comercialització es classifica en tres categories segons les prioritats del grup financer:

- Comercialització activa: inclou els fons en què el grup financer està especialment interessat (normalment per la seguretat que ofereixen al client o per les comissions que proporcionen al banc).

- Comercialització selectiva: recull els fons que estan orientats a un grup específic de clients sobre la base de la concepció que tinguin del risc, per això són objecte d'oferta selectiva i s'ofereixen a petició expressa del client, o perquè es creeu que satisfan les seves necessitats financeres.

- Comercialització restringida: atén a fons amb característiques molt específiques (comissions, finalitat, terminis) que són, per tant, objecte de requeriments específics, la qual cosa fa que la seva comercialització sigui molt limitada.

### 7.3. Anàlisi del perfil del client respecte del risc

És molt important conèixer en quin perfil de risc s'ubica un client actual o potencial per a poder oferir-li els productes financers (fons d'inversió, cistelles de fons, famílies de fons) més ajustats a les seves necessitats, és a dir, amb el binomi risc-rendiment adequat al seu perfil.

WEB

En el material web de l'assignatura trobareu un model de test per a determinar el perfil del client respecte del risc i un seguit de carteres recomenades segons els diferents perfils.

Evidentment, per a conèixer el client, es pot optar per l'entrevista personal, però també es pot recórrer a l'ús de qüestionaris de ràpida execució que permetran una primera aproximació que pot presentar categoritzacions més o menys concretes.

És molt important que el client estigui còmode amb el nivell risc contractat.

### 7.3.1. Característiques dels clients segons tipologia i cistelles proposades

**Client conservador**

- Característiques

– Mai no admetrà una disminució del capital invertit inicialment.

– Prefereix les inversions que impliquen poc o cap risc, fins i tot sabent que això implica una rendibilitat més petita.

– Quan rep trimestralment la informació dels seus fons, li resulta difícil assumir i entendre que pot haver experimentat una pèrdua. Això es deu a la seva aversió al risc i a la seva cultura financera.

– L'existència d'altres maneres d'estalvi (plans de pensions, actius immobiliaris, etc.) permeten que aquests clients puguin assumir nivells de risc superiors.

- Cistella proposada

– 60% fons de diners: FIAMM.
– 30% renda fixa a curt termini: FIX, FIM.
– 5% renda variable nacional: VAR SPAIN, FIM.
– 5% renda variable estrangera EUA: VAR EUA, FIM.

**Rendibilitat**

- Rendibilitat combinada 20×1: 2,19%
- Rendibilitat combinada prevista 20×2:
– Escenari pessimista: 0,45%
– Escenari moderat: 4,15%
– Escenari optimista: 7,55%

**Client moderat**

- Característiques

– Té certa cultura financera; coneix i assumeix, fins a cert punt, les fluctuacions de la borsa i dels tipus d'interès.

– Prefereix les inversions que impliquen poc risc i, en tot cas, està disposat a assumir un risc mínim (expressat com la pèrdua d'un 1%-3% del seu capital inicial), si amb això a mitjà termini (dos o tres anys) obté una rendibilitat superior a la que proporcionen les inversions sense cap risc.

– Si en rebre la informació trimestral dels seus fons observa que alguna de les rendibilitats és negativa, manifestaria símptomes de preocupació, però sense arribar a situacions extremes, com vendre'ls al complet o responsabilitzar el gestor de la mala evolució del fons.

• Cistella proposada

– 50% fons de diners: FIAMM.
– 10% renda fixa a curt termini: FIX, FIM.
– 15% renda fixa a mitjà/llarg termini: FIX RISC, FIM.
– 15% renda variable nacional: VAR SPAIN, FIM.
– 10% renda variable estrangera EUA: VAR EUA, FIM.

**Rendibilitat**

• Rendibilitat combinada 20×1: –1,31%
• Rendibilitat combinada prevista 20×2:
– Escenari pessimista: –2,33%
– Escenari moderat: 5,13%
– Escenari optimista: 10,83%

**Client agressiu**

• Característiques

– Alta cultura financera.

– Està disposat a acceptar risc si amb això aconsegueix rendibilitat més gran; el cas extrem són aquells clients a qui agraden les inversions amb risc i rendibilitat.

– Quan inverteix està disposat a acceptar pèrdues en el curt termini per a aconseguir millors resultats en el llarg termini.

– Si en rebre l'extracte trimestral dels seus fons observa una rendibilitat negativa, manté les seves inversions perquè sap que per a obtenir rendibilitats superiors, cal acceptar puntualment rendibilitats negatives.

• Cistella proposada

– 40% fons de diners: xavalla, FIAMM.
– 15% renda fixa a curt termini: FIX, FIM.
– 25% renda variable nacional: VAR SPAIN, FIM.
– 20% renda variable estrangera EUA: VAR EUA, FIM.

**Rendibilitat**

• Rendibilitat combinada 20×1: –5,21%
• Rendibilitat combinada prevista 20×2:
– Escenari pessimista: –5,25%
– Escenari moderat: 6,45%
– Escenari optimista: 18,20%

# 8. Característiques comercials dels fons d'inversió (segons la tipologia del client)

## 8.1. FIAMM

Fons destinats a clients conservadors o a aquells sense horitzó d'inversió que desconeixen en quin moment poden necessitar els diners i volen evitar tot tipus de risc.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Inverteix exclusivament en actius amb venciment inferior a divuit mesos, si ho fan en terminis superiors és amb cupons de renda variable. | El valor de liquidació evoluciona amb escasses fluctuacions i segons els rendiments fixos i quasi sempre positius dels seus actius. | Ofereix la màxima seguretat i garantia per al client. |
| Es pot recuperar la inversió en qualsevol moment sense necessitat d'avís previ ni costos associat. | Liquiditat garantida al 100%. | Disponibilitat immediata dels diners per a utilitzar-los en qualsevol altra finalitat. |
| Disposa d'una fiscalitat molt favorable. | És la millor alternativa als pagarés d'empresa, a les *repos* de deute i a les lletres del tresor. | Té una elevada rendibilitat financera i fiscal per a tots els partícips, segons el context dels tipus monetaris. |
| Pel termini de les seves inversions, es poden garantir sempre rendiments positius. | L'evolució del valor de liquidació ofereix quasi sempre increments constants. | El risc de tenir pèrdues és gairebé inexistent. |

## 8.2. Fons garantits de reemborsament

Fons destinats a clients conservadors. Pot ser la millor alternativa d'inversió per a clients conflictius en la negociació de les condicions del termini bancari, persones que vulguin rebre ingressos fixos amb què puguin completar les seves rendes (garanteixen unes rendes periòdiques). Aquest perfil es vincula a la condició de pensionista.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Garanteixen al client una renda mensual durant cinc o deu anys i la devolució del principal al venciment de la garantia. | El banc lliura per escrit una carta de garantia en què es compromet a complir el bon fi del termini de reemborsaments. | Seguretat en el compliment de tots els terminis i de la devolució del capital. |
| El client pot modificar en qualsevol moment l'import periòdic que percep sense perdre per això la garantia (hi ha algunes excepcions). | Flexibilitat màxima per a amollar tots els reemborsaments periòdics que ha de rebre. | El partícip pot ajustar en qualsevol moment la inversió a les seves necessitats financeres. |
| El titular pot sol·licitar en qualsevol moment el reemborsament (parcial o total) del valor del seu fons sense perdre la garantia de la part no reemborsada. | Liquiditat, sense que això representi la pèrdua de garantia sobre la part proporcional no reemborsada. | Disponibilitat immediata dels diners. |

### 8.3. Fons garantits de renda fixa

Fons destinats a clients moderats i conservadors, ja que és necessari mantenir la inversió fins a la data de garantia perquè aquesta tingui validesa.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| El banc garanteix per escrit el valor de liquidació del fons en una determinada data. | El banc, amb la carta de garantia, es compromet formalment a complir el valor de liquidació final. | El partícip té la seguretat de conèixer per endavant el valor de liquidació del fons al venciment de la garantia. |
| El titular pot sol·licitar el reemborsament (total o parcial) del valor del seu fons en qualsevol moment sense perdre la garantia de la part no reemborsada. | Liquiditat, sense que això impliqui la pèrdua de garantia sobre la part proporcional no reemborsada. | Disponibilitat immediata dels diners. |
| Es pot precisar des del moment de la inversió quina serà la rendibilitat que s'obtindrà. | Seguretat d'inversió. | Proporciona confiança al client que està segur de comprar productes de màxima qualitat. |

### 8.4. Fons garantits de renda variable

Fons destinats a clients moderats, ja que és necessari mantenir la inversió fins al venciment per a beneficiar-se de la garantia: en el moment d'inscripció no s'ofereix al client una rendibilitat certa. El client ha de ser conscient que la revaluació final serà segons la borsa, la qual cosa garanteix la inversió inicial o un percentatge elevat d'aquesta.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| El banc garanteix el valor de la inversió inicial més el comportament de la borsa durant el període comprès entre la subscripció del fons i el reemborsament. | Després de diferents anys de tendència baixista de la borsa s'ofereix als clients temorosos que la tendència continuï una garantia de patrimoni i una participació en els beneficis de la borsa alcista sense que es vegin perjudicats per la borsa baixista. | Disminueix el risc de la inversió i proporciona més seguretat, ja que el seu patrimoni tot just es veu perjudicat pels descensos que periòdicament puguin afectar transitòriament la borsa. |
| Només es poden adquirir durant el període de subscripció; la seva adquisició posterior està fortament penalitzada. | Permeten la inversió a aquells clients que vertaderament coneixen el funcionament del fons. | Proporcionen una rendibilitat quasi segura sempre que es faci la inversió en moments alcistes de la borsa. |
| És necessari mantenir la inversió fins al venciment per a poder-se beneficiar de la garantia. | Permet increments de rendibilitat si puja la borsa. Si no puja la borsa, la inversió inicial està garantida totalment o parcialment. | Pot proporcionar rendibilitats acceptables i amb un risc baix a causa de la garantia de reemborsament que ofereix el banc. |

### 8.5. Fons de renda fixa a curt termini

Fons destinats a clients conservadors, ja que assumeixen un petit nivell de risc, si bé difícilment presentaran rendibilitat negativa en un període de temps superior al mes.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Entre el 70% i el 90% de la cartera del fons són actius financers a curt termini i la resta està invertida a mitjà termini. | Solen oferir al llarg d'un any una rendibilitat lleugerament superior a la dels FIAMM i similars. | S'obtenen beneficis derivats de la superior rendibilitat que habitualment ofereixen els actius a mitjà termini. |
| Estan exposats a possibles evolucions negatives, que en circumstàncies habituals de mercat no haurien de superar els quinze dies. | Les rendibilitats són acords al mercat a curt termini i el nivell de risc és molt petit. | Ofereixen unes bones rendibilitats bastant constants (habitualment milloren les dels FIAMM) i assumeixen pocs riscos. |

## 8.6. Fons de renda fixa a llarg termini

Fons destinats a clients moderats pel component de risc de tipus d'interès que incorporen.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| La cartera del fons està invertida en bons i obligacions de l'Estat, i renda fixa privada a terminis d'entre dos i cinc anys. | La rendibilitat a mitjà termini serà normalment més elevada que en els fons de renda fixa a curt termini i FIAMM. | Rendiments creixents amb una inversió diversificada. |
| Aprofiten l'evolució dels tipus d'interès a mitjà termini, que acostumen a ser els més alts de la corba de tipus d'interès. | En circumstàncies normals (tipus estables i sobretot a la baixa), ofereixen una rendibilitat superior a la de la resta de fons de renda fixa. | Es persegueix generar una rendibilitat similar a la inflació. |

## 8.7. Fons de renda fixa mixta

Fons destinats a clients moderats perquè sense assumir elevats riscos, permeten de beneficiar-se de l'alça de la borsa.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| S'inverteix un màxim del 30% en renda variable; la resta, en renda fixa a curt, mitjà i llarg termini. | A mitjà termini, la rendibilitat més gran de la renda variable beneficia aquests fons respecte dels de renda fixa. | Proporciona una bona rendibilitat amb poc risc. A mitjà i llarg termini, hauria de generar una rendibilitat alguns punts superior a la inflació. |
| El rendiment fix d'almenys el 70% de la cartera atenua la caiguda de les cotitzacions en els períodes de baixada de la borsa. | Permet de beneficiar-se de les alces de la borsa sense assumir riscos elevats. | En invertir en una cartera diversificada, ofereix la màxima confiança i seguretat. |

## 8.8. Fons de renda variable mixta

Fons destinats a clients moderats i agressius perquè, sense assumir un risc íntegre de la borsa, permeten de beneficiar-se de les seves alces.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| S'inverteix entre un 35% i un 75% en renda variable; la resta, en renda fixa. | A mitjà termini, la rendibilitat més gran de la renda variable beneficia aquests fons respecte dels de renda fixa. | Proporciona rendibilitats altes (rendiments creixents) i percentatge de renda fixa disminueix el risc de la inversió. |
| L'evolució del fons manté una elevada correlació amb la marxa de la borsa que se suavitza en part per la rendibilitat que aporta la renda fixa. | En períodes de baixada de la borsa és més favorable que un fons 100% borsa. | Permet al client, sense assumir un risc íntegre de borsa, de beneficiar-se de les alces de la borsa. |

## 8.9. Fons de renda variable

Fons destinats a clients agressius que coneixen què és la borsa i que confien a professionals la gestió de les inversions en renda variable (risc de volatilitat elevada).

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Més del 75% s'inverteix en renda variable; la resta, en actius a curt termini. | A mitjà i llarg termini, l'evolució de la borsa tendeix a superar la rendibilitat dels fons de renda fixa. | S'obtenen rendibilitats altes en un escàs període de temps quan la borsa és alcista. |
| El seu valor de liquidació evoluciona en línia amb el comportament dels índexs de la borsa, excepte en els casos en què s'efectua gestió dinàmica. | Evita tots els inconvenients que entranya invertir directament en borsa. | S'obté més informació, una diversificació més gran de la cartera d'inversió i s'eviten períodes de liquiditat transitòria. |
| Hi ha un risc de variabilitat elevat que depèn de les fluctuacions de la borsa. | Permet d'invertir a aquelles persones que coneixen bé el funcionament de la borsa. | És una inversió gestionada per professionals que coneixen el mercat i una bona alternativa d'inversió sobretot en un escenari de tipus d'interès a la baixa. |

## 8.10. Fons internacionals de renda fixa

Fons destinats a clients moderats i agressius. La situació és la mateixa que la dels fons en euros, però tenen un component més gran de risc atès que a l'evolució dels actius en què inverteixen hem d'afegir l'evolució del tipus de canvi de l'euro enfront de les monedes en què cotitzen aquests actius.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Entre el 70% i el 90% de la cartera del fons solen ser actius financers a mitjà i llarg termini. | S'intenta aconseguir al llarg de l'any una rendibilitat superior a la de FIAMM i fons de renda mixta. | S'obtenen beneficis derivats de la rendibilitat superior que habitualment ofereixen els actius a mitjà i llarg termini. |
| Estan exposats a possibles avaluacions negatives que, en circumstàncies habituals de mercat, no haurien de ser prolongades en el temps; excepte en situacions prolongades de depreciació de la divisa de referència en què es materialitza la inversió. | Les rendibilitats són acords amb el mercat a mitjà termini i el nivell de risc és limitat, especialment si s'ha materialitzat en dòlars EUA. | Ofereixen bones rendibilitats que es poden augmentar, assumint escàs risc, en fer inversions en divises potencialment revaluades. |

## 8.11. Fons internacionals de renda variable

Fons destinats a clients agressius amb un horitzó d'inversió de mitjà/llarg termini, per un important nivell de risc.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Tracten d'igualar o batre els índexs de les borses europees, llatinoamericanes o mundials seleccionant les millors companyies, països i sectors. | Les companyies se seleccionen amb vocació de permanència a llarg termini, i s'eviten els comportaments especulatius habituals. | Inversions fetes en mercats selectius i de difícil accés per a l'inversor individual. |
| Tenen un horitzó d'inversió de mitjà/llarg termini. | La diversificació de la cartera de valors permet d'obtenir valors que a mitjà/llarg termini tinguin una certa solidesa. | Acostumen a obtenir rendibilitats indexades i lleugerament inferiors als índexs referenciats. |

## 8.12. Fons de fons internacionals

Fons destinats a clients agressius amb una certa cultura financera, disposats a assumir riscos i que busquen diversificar internacionalment les seves inversions.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Inverteixen en altres fons estrangers. | Es seleccionen els millors fons del món. | Es té el recolzament de fons amb brillant historial de rendibilitat que pertanyen a les millors gestores del món, la qual cosa proporciona al client la màxima seguretat. |
| Busquen la millor diversificació per a cada tipus d'actiu. | Es poden comprar a preus institucionals (majoristes). | No encareixen el producte a nivell de detallista, ja que permeten d'accedir de manera indirecta a mercats que, individualment, són inaccessibles. |

## 8.13. Fons de gestió alternativa

Fons destinats a clients moderats i agressius descontents amb les rendibilitats assolides en renda variable en els últims anys i que volen obtenir rendibilitats superiors als tipus dels mercats monetaris, de manera que assumeixen un cert grau de risc.

| Característiques | Avantatges | Beneficis |
|---|---|---|
| Inversions complexes per mitjà d'arbitratges i estratègies no direccionals (posicions combinades i diferencials). | Solen prescindir de la tendència dels mercats, la qual cosa és interessant en períodes baixistes, però pot ser perjudicial en períodes alcistes. | La seva rendibilitat no acostuma a ser espectacular, però és menys volàtil que la dels fons de renda variable. |
| Els gestors utilitzen instruments al comptat i variables. | Gràcies als derivats, poden generar operacions de cobertura i d'inversió amb un cert grau de moviments (arma de doble tall segons s'encerti amb la decisió o no). | Poden ser més rendibles que la resta de fons en conjuntures baixistes de preus. |

# 9. Tractament comercial dels fons d'inversió

## 9.1. FIAMM

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| La rendibilitat d'aquests fons està molt per sota de la inflació. | Certament a Espanya tenim una inflació domèstica i els tipus d'interès europeus, però convé confiar que el diferencial d'inflació respecte de la mitjana europea es vagi retallant. |
| Les comissions són molt elevades. | Quan els tipus d'interès són molt baixos, les comissions, segons els productes, solen oscil·lar entre el 0,5% i el 1,15%, la qual cosa retalla la rendibilitat. S'ha de buscar un fons que ofereixi bones rendibilitats històriques i que suporti comissions baixes. |

## 9.2. Fons de renda fixa a curt termini

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| No es creu que es pugui assumir el risc que els preus varïïn a la baixa a curt termini. | Es comprenen els dubtes respecte del curt termini, però en tractar-se d'un producte que també conté fons a mitjà termini, està exposat a possibles fluctuacions, que en circumstàncies habituals de mercat tendeixen a recuperar-se en un termini no superior a quinze dies, la qual cosa permet d'oferir rendibilitats lleugerament superiors a les dels FIAMM. |
| No se sap si es podrà mantenir la inversió a mitjà termini i aconseguir d'aquesta manera un grau més gran de rendibilitat. | S'entenen les preocupacions, però s'ha de tenir en compte que invertir a un llarg termini implica un risc més gran. La inversió a curt termini permet una seguretat més gran amb una rendibilitat en línia amb els preus de mercat. |

## 9.3. Fons de renda fixa a llarg termini

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| Si els tipus del mercat baixen, el valor de liquidació del fons pot arribar a ser irrisori. | Es comprenen els dubtes, però una baixada de tipus d'interès del mercat implica una pujada del valor de liquidació del fons, amb la qual cosa la revaluació de la inversió s'incrementarà a mesura que baixin els tipus d'interès. |
| No se sap si es podrà mantenir un tipus d'inversió a tan llarg termini. | Precisament per aquest motiu, es rebrà una rendibilitat més gran per la inversió, a més de tenir liquiditat immediata que permet de reemborsar les participacions en qualsevol moment. |

## 9.4. Fons de renda fixa mixta

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| Si la borsa cau en picat, es perdria part dels diners. | Això és cert, però s'ha de tenir en compte els avantatges: a mitjà termini la rendibilitat més gran de la renda variable beneficia aquests fons respecte de la renda fixa. En qualsevol cas, el percentatge de renda mai no sobrepassa el 30% del fons. |
| Es creu que aquest 30% és molt arriscat. | Es comprèn l'actitud, però s'ha de tenir en compte que això permet d'oferir els beneficis de la pujada de la borsa, amb la cobertura d'un rendiment fix que atenua una possible mala temporada d'aquesta. |

## 9.5. Fons de renda variable mixta

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| El risc sembla enorme donades les continues fluctuacions del mercat. | Es comprenen els dubtes, però la composició de la cartera del fons, 50% variable i 50% de renda fixa, permetran d'obtenir els beneficis de la renda variable i la rendibilitat que aporta la renda fixa suavitza els efectes negatius de les possibles fluctuacions. |
| Si la cotització de les accions baixés, es podria perdre part del patrimoni. | Es comprenen els dubtes, però l'evolució de la borsa a mitjà/llarg termini tendeix a superar la rendibilitat dels fons de renda fixa. Aquests fons, en estar compostos per actius amb risc, poden experimentar comportaments negatius, però la rendibilitat que aporta la renda fixa els suavitza. |

## 9.6. Fons de renda variable

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| Aquest tipus de fons podria representar la ruïna. | Es comprèn la preocupació, però precisament per ser un fons de renda variable, permetrà d'obtenir una rendibilitat que, a llarg termini, quasi sempre ha estat per sobre dels fons de renda fixa. No hi ha dubte que es poden suscitar comportaments negatius en certs períodes de temps, atès que actuem amb risc, però, repetim, no a llarg termini. |
| Amb la poca fiabilitat que mereix el mercat en aquests moments, no se sap si val la pena assumir el risc. | Es comprenen els dubtes, però per ser actius amb risc i estar sotmesos a les fluctuacions del mercat, permeten d'obtenir bones rendibilitats, la qual cosa els fa recomanables. |

## 9.7. Fons internacionals de renda fixa

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| La rendibilitat històrica no sembla molt alta. | Es comprenen els dubtes, però les rendibilitats que s'obtenen estan en línia amb els tipus d'interès a mitjà i llarg termini. Convé recordar, a més, que part de la rendibilitat ha de venir per la revaluació de les divises. |
| Es pot acabar perdent-hi diners. | Podria ser que a curt termini es perdessin, ja que les oscil·lacions puntuals poden perjudicar, però a llarg termini, és molt difícil, ja que són divises fortes i amb tendència a l'apreciació i els actius de renda fixa són de màxima solvència. |

## 9.8. Fons internacionals de renda variable

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| No sedueix la idea que els diners s'exposin a les fluctuacions monetàries internacionals. | S'entén la preocupació, però el procés de selecció de les noves companyies, sectors i països, i l'accés a mercats selectius ens porten a intentar assolir rendibilitats indexades als índexs referenciats. |
| Es creu que és molt arriscat, entren masses factors en joc. | Precisament per això, les diferents maneres d'invertir en aquests fons permeten d'aconseguir rendibilitats superiors als índexs que utilitzen com a referència. |

## 9.9. Fons de fons internacionals

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| La diversificació de la inversió podria comportar més problemes. | S'entenen els seus dubtes, però amb la diversificació de la inversió, es pretén que no es concentrin els riscos en un sector específic, la qual cosa redunda en millora de la qualitat de risc i en el manteniment de la rendibilitat esperada. |
| El mercat estranger resulta bastant desconegut. | Precisament per això, es tindrà l'oportunitat d'invertir en mercats de difícil accés, en àrees de gran rendibilitat futura i en sectors econòmics de gran creixement. |

## 9.10. Fons garantits de renda fixa

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| Aquest tipus de fons pot fer perdre oportunitats de guanyar més diners invertint en altres fons | Això és cert, però invertir en altres fons que tractin de superar la tendència del mercat implica un risc més gran. Amb aquest fons, s'ofereix l'absència de risc, sempre que respecti el termini de la garantia. |
| Es podrien perdre diners si es necessita aquest capital abans del termini fixat per a cobrir despeses. | Això només passaria si es reemborsen abans del venciment i els tipus d'interès haguessin pujat de manera intensa; tot i així, la inversió en aquests fons ofereix una rendibilitat certa al venciment. També es podria guanyar més del previst reemborsant abans del venciment de la garantia, si els tipus baixen. |

## 9.11. Fons garantits de renda variable

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| Es temen les possibles conseqüències negatives d'una evolució desfavorable de l'Ibex-35 o d'altres índexs internacionals. | Per la mateix definició d'aquests fons, si es produís una baixada de l'Ibex-35, o d'altres índexs internacionals, es rebria una rendibilitat més gran per la inversió, ja que es té un patrimoni garantit i la baixada de la borsa no genera cap pèrdua en la data garantida. |
| Sembla pretensiós que es decideixi portar a terme aquesta inversió en un període tan breu de subscripció. | Precisament per això, en tenir un període de subscripció de trenta dies, es pot pensar en la inversió que s'ha de fer i es pot informar degudament perquè es pugui prendre la decisió més adequada als interessos. |
| Por què quasi tots els fons garantits sobre índex borsari asseguren revaluacions mitjanes i no totals? | S'asseguren revaluacions mitjanes i no totals per tres motius:<br>• La revaluació mitjana ens defensa d'una forta caiguda de la borsa en aproximar-se el venciment de la garantia. Encara que, evidentment, també ens disminueix la participació en les alces borsàries en el mateix període.<br>En la revaluació mitjana, aquesta caiguda tindrà molt poca incidència (perquè és un terme mitjà amb múltiples observacions recollides), mentre que en la revaluació total, es perdria la totalitat o part del benefici acumulat.<br>• Las revaluacions garantides s'aconsegueixen per mitjà de la compra de productes derivats (opcions, habitualment exòtiques, sobretot asiàtiques) i les revaluacions totals són més cares i es poden assegurar percentatges sensiblement més petits.<br>• Las revaluacions mitjanes són menys volàtils i repercuteixen més lentament en les variacions de la borsa, la qual cosa porta a frenar la sortida de partícips en antelació amb la data de venciment de la garantia. |

## 9.12. Fons de gestió alternativa

| Objecció | Tractament |
|---|---|
| No garanteixen el patrimoni ni una rendibilitat positiva. | És cert que aquests fons no ofereixen garantia formal ni de patrimoni ni de rendibilitat, depèn de la professionalitat i encert del gestor, i del nivell de risc que conjunturalment o estructuralment assumeixi.<br>A Espanya hi ha poca tradició al respecte, però en altres mercats amb més experiència, aquests fons han aconseguit sistemàticament rendibilitats positives. |
| Aquests fons, són més o menys rendibles que els fons de renda variable internacional, EUA, per exemple, en el llarg termini? | No es pot generalitzar, hi ha múltiples matisos i, al final, tot acaba depenent de l'encert en la gestió. De totes maneres, el que és normal és que els fons de renda variable, tant els nacionals com els internacionals, siguin més rendibles i més volàtils que els de gestió alternativa. |

# Resum

Els fons d'inversió ofereixen importants avantatges en seguretat, liquiditat, rendibilitat i fiscalitat privilegiada, la qual cosa els fa adequats per a inversors de tot tipus.

En els principals centres financers de referència mundial es gestionen, administren, custodien i comercialitzen fons d'inversió i des de fa una mica més d'una dècada, a España aquests s'han convertit en els productes estrella dels seus catàlegs de productes d'inversió, complementats amb altres figures inversores, com els plans i fons de pensions i assegurances de diferents característiques.

Els fons d'inversió són instruments molt útils a l'hora de gestionar patrimonis i d'efectuar una correcta planificació financerofiscal a mitjà i llarg termini, especialment a causa de la important gamma de productes de diferent perfil de risc que es poden seleccionar.

# Bibliografia

## Bibliografia bàsica

**Diversos autors** (1999) *Manual Práctico de Fondos de Inversión*. Madrid: Estructura, Grupo de Estudios Económicos, S.A.

"Manual de Fondos de Inversión". *Inversión*. (4a. edició, decembre 2000).

**Soldevilla, Emilio** (1999). *Los fondos de inversión: gestión y valoración*. Madrid: Pirámide.

## Bibliografia complementària

**Ayuso, Javier** (1998). *Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles*. Madrid: Banco de España.

**Lederman, Jess; Klein, Robert A.** (1995). *Hedge Funds*. Irwin.

**López Pascual, Joaquín** (1999). *Los fondos de inversión*. Madrid: Dykinson.

**Sharpe, William F.** (1995). *Investments*. Lloc: Prentice-Hall.

**Tapia Hermida, Alberto Javier** (1998). *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*. Madrid: Dykinson.