

Trabajo Fin de Grado

Consecuencias financieras de las fusiones de Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional y Renta Variable Euro

Autor

Jorge Caro Padilla

Directora

Laura Andreu Sánchez

Facultad de Economía y Empresa

2014

Autor: Jorge Caro Padilla

Directora: Laura Andreu Sánchez

Título: Consecuencias financieras de las fusiones de fondos de inversión de Renta Variable Nacional y Renta Variable Euro

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO)

Resumen:

En este trabajo hemos querido examinar el impacto que las fusiones de fondos de inversión han tenido en términos de rendimiento, patrimonio e inversores, tanto en los fondos absorbidos como en los fondos absorbentes. El resultado indica que los rendimientos de los fondos resultantes tras la fusión mejoran en comparación con el rendimiento obtenido por los fondos absorbidos antes de la fusión, por lo que los mayores beneficiarios en este caso, son los partícipes de los fondos absorbidos que hayan mantenido sus participaciones tras la fusión. Los resultados también indican que en el periodo en torno a la fusión, fondos absorbentes cuentan con un patrimonio superior que los fondos absorbidos. Diremos pues que, los fondos que tienen un menor patrimonio, son más propensos a ser absorbidos, ya sea porque absorber un fondo pequeño no tiene las mismas consecuencias que si se absorbe un fondo con un patrimonio relativamente superior para la familia del fondo. También los inversores pueden llegar a la conclusión de que un fondo con patrimonio reducido puede ser objeto de una mala eficiencia. Por estos motivos, la familia de fondos no dudará en la fusión de un fondo que tenga un patrimonio menor. Tras la fusión, el fondo resultante de la operación verá incrementado su tamaño con respecto a la media de la categoría, ya que este aumento se debe a la adquisición de los activos del fondo o fondos absorbidos.

ÍNDICE

1. CONTEXTO DE TRABAJO.....	3
1.1 INTRODUCCIÓN A LAS IIC Y A LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	3
1.2 VENTAJAS PARA LOS PARTICIPES DE FONDOS DE INVERSIÓN.....	4
1.3 TIPOLOGÍA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	6
1.3.1 OTRAS MODALIDADES DE IIC.....	9
1.4 LAS FUSIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.....	9
1.5 EL MERCADO ESPAÑOL DE FONDOS DE INVERSIÓN	11
1.6 EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA.....	15
2. DATOS.....	18
3. ANÁLISIS EMPÍRICO.....	25
3.1 CONSECUENCIAS EN EL RENDIMIENTO TRAS LA FUSIÓN.....	25
3.2 OTRAS CARACTERÍSTICAS QUE INFLUYEN EN LA FUSION.....	28
3.2.1 FUSIONES DE FONDOS DE INVERSION EN RVN.....	29
3.2.2 FUSIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN RVEURO.....	30
4. CONCLUSIONES.....	32
5. FUENTES DE INFORMACIÓN UTILIZADAS.....	33
5.1 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	33
5.2 REFERENCIAS JURÍDICAS.....	34
5.3 ARTICULOS DE PRENSA.....	34
5.4 PAGINAS WEB CONSULTADAS.....	34
ANEXO.....	35

1. CONTEXTO DEL TRABAJO

1.1 INTRODUCCIÓN A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC) Y A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Las instituciones de inversión colectiva reúnen las aportaciones de una multitud de inversores y las invierten de forma conjunta en activos financieros (y no financieros) de acuerdo con una estrategia predeterminada. El resultado de la inversión será definido por la evolución del valor de estos activos. Por tanto, la rentabilidad de cada inversor está determinada por el resultado colectivo de la inversión y es proporcional a su participación individual.

De todas las instituciones de inversión colectiva, las más populares entre los inversores particulares son los fondos de inversión.

Un fondo de inversión es un patrimonio sin personalidad jurídica, formado por las aportaciones realizadas por un número variable de inversores. El patrimonio es invertido en activos financieros que pueden ser de renta fija, renta variable, derivados, o cualquier combinación de estos. La unidad de inversión de un fondo se llama *participación*, y los inversores son *partícipes*. Si se quiere invertir en un fondo de inversión, hay que comprar participaciones (se denomina *suscripción*). Si se quiere deshacerse de la inversión, se tienen que vender las participaciones (esto se llama *reembolso*). Véase el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

El dinero es gestionado por una sociedad, denominada *gestora*, que se ocupa de todos las tareas administrativas y contables y también decide en qué activos financieros se va a invertir. Otra sociedad, llamada *depositaria*, custodia los valores y efectivo que componen el patrimonio y realiza ciertas funciones de control sobre la actividad de la gestora. La supervisión de los fondos de inversión, así como de las sociedades gestoras y los depositarios, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que garantizará dos objetivos muy importantes: por un lado, la estabilidad del sistema financiero y por otro la protección de los inversores. La CNMV tiene autoridad para sancionar a estas entidades por incumplimiento o dejación de sus funciones.

El riesgo asumido por el fondo y su rentabilidad, serán los factores más importantes a la hora de elegir nuestra cartera de inversión aunque no los únicos dado que hay otros aspectos como la liquidez, solvencia de la entidad, que también hay que valorar. Se puede dar la circunstancia de que la evolución del mercado no sea la esperada por aquellos que gestionan el fondo y que esto haga disminuir la rentabilidad. Esto es un aspecto fundamental, ya que los nuevos partícipes o inversores inexpertos tienen una visión muy reducida de este riesgo. Aquí es donde entra en juego el perfil del inversor y podemos distinguir los siguientes:

- **Conservador:** se refiere a un partícipe con aversión al riesgo. Prefiere una rentabilidad menor, sin importarle los plazos, ya que su capital puede quedar invertido por mucho tiempo. Normalmente a este tipo de inversores se le suelen recomendar los fondos garantizados, los monetarios y los de renta fija.
- **Agresivo:** hace mención a un partícipe sin aversión al riesgo, al que le atrae la posibilidad de conseguir rentabilidades altas, por lo que está dispuesto a asumir volatilidades altas. Los fondos de renta variable, y sobre todo los fondos internacionales (de acciones europeas, americanas y emergentes) responden a este tipo de perfil.
- **Moderado:** es un partícipe a medio camino entre los dos anteriores. Si bien tiene aversión al riesgo, es capaz de asumir ciertos grados de volatilidad. Los fondos que más se ajustan a este perfil son los fondos de renta fija mixta y renta variable mixta.

1.2 VENTAJAS DE LOS PARTÍCIPES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión ofrecen notorias ventajas al inversor particular:

Acceso a cualquier mercado: al invertir de forma colectiva, un fondo permite el acceso a mercados e instrumentos que, en muchos casos, no estarían a nuestro alcance si invirtiésemos de forma individual.

Gestión profesional: la gestora del fondo cuenta con profesionales con experiencia que dedican todo su tiempo a analizar el comportamiento de los mercados, investigar las empresas y tomar decisiones de inversión buscando la mayor rentabilidad a las aportaciones de los inversores, siempre de acuerdo con los objetivos y política de inversión del fondo. A cambio de contar con una gestión profesional de sus ahorros, el inversor paga una comisión a la gestora.

Eficiencia: las inversiones colectivas aprovechan las economías de escala, incurriendo en menos costes a la hora de operar en los mercados.

Fácil contratación: con una simple llamada telefónica, en persona, o incluso vía internet, dónde puedes contratar más de cuatro mil fondos desde España.

Diversificación de las inversiones: diversificar es un concepto básico al invertir. La diversificación consiste en repartir el dinero en diferentes productos con distintos comportamientos, de manera que si alguno/s de ellos genere pérdidas éstas se compensen, al menos en parte, con las ganancias de otro/s. Los fondos de inversión, con independencia de su política de inversión, tienen siempre la obligación de diversificar. Además, gracias a su conocimiento del mercado en el que operan y al volumen que invierten, tienen mayor capacidad para hacerlo.

Liquidez: cualquier partícipe puede deshacer su posición en el fondo en cualquier momento y de forma sencilla, a través de su entidad financiera. Generalmente, el saldo estará disponible en la cuenta del inversor, tras dos o tres días laborales de darse la orden sin penalización alguna. En el caso de existir restricciones, estarán debidamente aclaradas en el folleto del fondo.

Fiscalidad ventajosa: Con anterioridad a la reforma fiscal presentada por el gobierno el pasado 20 de junio de 2014, la ganancia o pérdida patrimonial que se generaba por la diferencia entre el importe de suscripción y el de reembolso, tributaba en la base imponible del ahorro, si ésta se había generado en un periodo superior al año mientras que si no superaba el año, tributaba en la base imponible general. Con la nueva reforma fiscal que será de aplicación el año que viene, desaparece la distinción de ganancias generadas en menos de un año y las ganancias en más de un año, se mantiene la exención fiscal en caso de traspaso de participaciones de un fondo a otro, y además, las plusvalías tendrán una tributación más favorable en el futuro que en la actualidad. Lo podemos comprobar en la siguiente tabla.

Tabla 1. Fiscalidad de las plusvalías generadas a través de fondos de inversión.

	ACTUALIDAD	FUTURO
< 6.000€	21%	20%
6.000€ - 24.000€	25%	22%
24.000€ - 50.000€	27%	22%
> 50.000€	27%	24%

En términos generales, los particulares se beneficiarán de la rebaja progresiva de los tipos aplicados a las tarifas del ahorro, que gravan los rendimientos de depósitos, fondos de inversión y acciones. Sabemos pues, que la reforma favorecerá especialmente a los fondos de inversión, y perjudicará al ahorro a través de los planes de pensiones, ya que el Gobierno quiere reducir los topes máximos de desgravación en la base del IRPF desde los 10.000€ actuales (12.500€ para personas mayores de 50 años) a tan solo 8.000€. En teoría, esta limitación de las ventajas fiscales del producto, podría reducir las aportaciones, que ya llevan años disminuyendo.

Transparencia, supervisión y alta regulación: constituir un fondo de inversión, no es tarea sencilla, ya que existen ciertos requisitos como, por ejemplo, el de tener un número mínimo de partícipes (100), un volumen mínimo de constitución de tres millones de euros¹, auditorías, supervisión de la entidad depositaria por parte de la CNMV, máximo de costes (2,25% es la comisión máxima de gestión si se calcula en función del patrimonio del fondo, 18% en caso de calcularlos en función de los resultados).

1.3 TIPOLOGÍA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

La clasificación más habitual se hace según la vocación inversora del fondo, es decir, según el tipo de activos financieros en los que el gestor invierte las aportaciones de los partícipes. Según este criterio, hablaremos de los siguientes tipos de fondos de inversión mostrados en la Tabla 2.

¹ Requisito de capital mínimo de 3 millones de euros para los FI financieros. Podrán constituirse Fondos de Inversión y compartimentos con un patrimonio inferior que, en el caso de los Fondos, no será inferior a 300.000 € y, en el de los compartimentos, a 60.000 €, todo ello a condición de que en el plazo máximo de seis meses, contados a partir de su inscripción en el registro de la CNMV, alcancen el patrimonio mínimo mencionado.

Tabla 2. Tipología de Fondos de Inversión.

VOCACIÓN	DEFINICIÓN
Monetario	Se caracterizan por la ausencia de exposición a renta variable, riesgo de divisa y deuda subordinada. Debe aceptar suscripciones y desembolsos diariamente. Invierten en determinados instrumentos financieros de elevada calidad crediticia Deben presentar una duración media de la cartera ≤ 6 meses, un vencimiento medio de la cartera ≤ 12 meses y un vencimiento legal residual de los activos ≤ 2 años siempre que el plazo para la revisión del tipo de interés sea ≤ 397 días.
Monetario a corto plazo	Mismas características que un fondo monetario salvo que: Deben presentar una duración media de la cartera ≤ 60 días, un vencimiento medio de la cartera ≤ 120 días y un vencimiento legal residual de los activos ≤ 397 días.
Renta Fija Euro corto plazo	Se caracterizan por la ausencia de renta variable en su cartera, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. Duración media de la cartera ≤ 2 años. Activos denominados en moneda euro, con un máximo del 5% en moneda no euro.
Renta Fija Euro largo plazo	Se caracterizan por la ausencia de renta variable en su cartera, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. Duración media de la cartera debe ser superior a 2 años. Activos denominados en moneda euro, con un máximo del 5% en moneda no euro.
Renta Fija Internacional	Ausencia de exposición a renta variable. Posibilidad de tener más del 10% de exposición al riesgo divisa.
Renta Fija Mixta Euro	Menos del 30% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa no superará el 30%.
Renta Fija Mixta Internacional	Menos del 30% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa podrán superar el 30%.
Renta Variable Mixta Euro	Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa no superará el 30%.
Renta Variable Nacional Euro	Más del 75% de la cartera en activos de renta variable cotizados en mercados españoles, incluyendo activos de emisores españoles cotizados en otros mercados. La inversión en renta variable nacional debe ser, al menos, el 90% de la cartera de renta variable. Activos denominados en moneda euro, con un máximo del 30% en moneda no euro.

Consecuencias financieras de las fusiones de Fondos de Inversión en RVN y RV Euro

Renta Variable Euro Resto	Más del 75% de exposición a renta variable. Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro. Más del 30% de exposición a riesgo de divisa.
Renta Variable Internacional Europa	Al menos, el 75% de la cartera, en activos de renta variable. Al menos, el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores europeos. Más de un 30% de los activos estarán denominados en moneda no euro
Renta Variable Internacional EE.UU	Al menos, el 75% de la cartera, en activos de renta variable. Al menos, el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores estadounidenses. Más de un 30% de los activos estarán denominados en moneda no euro
Renta Variable Internacional Japón	Al menos, el 75% de la cartera, en activos de renta variable. Al menos, el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores japoneses. Más de un 30% de los activos estarán denominados en moneda no euro
Renta Variable Internacional Emergentes	Al menos, el 75% de la cartera, en activos de renta variable. Al menos, el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores de países emergentes. Más de un 30% de los activos estarán denominados en moneda no euro
Renta Variable Internacional Resto	Al menos, el 75% de la cartera, en activos de renta variable. Más de un 30% de los activos estarán denominados en moneda no euro No adscrito a ninguna otra categoría de Renta Variable Internacional.
Fondos de gestión pasiva	Son fondos que persiguen un objetivo concreto de rentabilidad o replican un índice.
Fondos garantizados de rendimiento fijo	Fondos en los que existe garantía de un tercero y asegura la inversión más un rendimiento fijo.
Fondos garantizados de rendimiento variable	Fondos en los que existe garantía de un tercero y asegura la inversión inicial más la posibilidad de obtener un rendimiento vinculado a la evolución de un instrumento de renta variable, divisa o cualquier otro activo.
Fondos de garantía parcial	Fondos con objetivos concretos de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de un instrumento de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que exista la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial.
Fondos de retorno absoluto	Fondos que persiguen un objetivo no garantizado de rentabilidad y riesgo de forma periódica.
Fondos globales	Fondos cuya política de inversión no encaja en ninguna de las vocaciones anteriores.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos INVERCO.

1.3.1 Otras Modalidades

- *Fondos Cotizados o “Exchange traded funds”*: son aquellos cuyas participaciones se negocian en bolsas de valores, y cuya política de inversión consiste en replicar la evolución de algún índice bursátil o financiero.

- *Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)*: son productos que invierten en distintos tipos de inmuebles, para su explotación en alquiler. Obtienen sus rendimientos de las rentas que obtienen de alquilar estos inmuebles como por evolución de precios. Tienen liquidez limitada y son productos de inversión a largo plazo.
- *Fondos de Inversión Libre (FIL) o “Hedge funds”*: conocidos como fondos de inversión alternativa, dónde pueden invertir en cualquier tipo de activo financiero, seguir la estrategia que consideren más adecuada y endeudarse hasta cinco veces el valor de su activo, lo que implica un nivel de riesgo superior a otros productos de inversión colectiva. Productos de alto riesgo, poca transparencia y reducida liquidez, por lo que van dirigidos a inversores institucionales y grandes patrimonios. Inversión mínima de 50.000€. Pueden fijar un periodo mínimo de permanencia.
- *Fondos de Fondos de Inversión Libre (FFIL)*, los cuales invierten mayoritariamente en fondos de inversión alternativa. A diferencia de los “hedge funds”, son concebidos como producto adecuado a inversores particulares. Los inversores deben dejar constancia por escrito que conocen los riesgos asociados a este tipo de fondos.

1.4 LAS FUSIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Una fusión de fondos de inversión puede hacerse mediante la creación de un nuevo fondo o simplemente, por absorción. Si es el caso de este último, el fondo absorbido dejará de existir y aportará todos sus activos y pasivos al fondo absorbente.

El partícipe que se vea afectado por una fusión de fondos deberá ser informado de la autorización del proyecto de fusión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los diez días siguientes de que ésta sea notificada. El partícipe dispondrá del plazo de un mes desde la fecha de publicación en el Boletín Oficial del Estado, para ejercer su derecho de separación, reembolsar o traspasar el fondo, en el caso de no querer permanecer en el mismo. Transcurrido dicho mes, la gestora hará efectiva la fusión, y en el caso de fusión mediante absorción, los partícipes del fondo absorbido que hayan mantenido sus inversiones, serán ahora partícipes del fondo absorbente.

Otra ventaja para el inversor, además de la simplificación de la amplia gama de fondos a los que puede tener acceso, es que la fusión no tiene ningún impacto fiscal para él. Además de mantener su antigüedad en las participaciones, estará exento de tributar las ganancias que haya acumulado durante el periodo anterior a la fusión, con indiferencia de que su fondo sea el absorbido o el absorbente.

Si los fondos que intervienen en la fusión pertenecen a la misma entidad gestora, a ésta le supondrá un importante ahorro en materia de costes por ejemplo, a la hora de publicar folletos o informes trimestrales o gastos de auditoría. Cabe destacar, que la fusión tiene como consecuencia un aumento más que sustancial en el patrimonio a gestionar por la entidad. Esto podría traducirse en menores gastos de compra y venta de títulos para el fondo y, en definitiva, menores costes para los partícipes del fondo. El aumento del patrimonio del fondo ofrece a la gestora mayores posibilidades de inversión. Esto no significa que un fondo con un patrimonio alto vaya a generar rentabilidades mayores para sus inversores que un fondo con un patrimonio relativamente bajo, ya que existen indicios de que fondos con reducido patrimonio pueden gestionarse de una forma más ágil y eficiente². De forma similar, en el trabajo de Chen, Hong, Huang y Kubik (2004) se llega a la misma conclusión en cuanto al efecto que tiene el tamaño del fondo en la rentabilidad de los fondos.

A pesar de que las fusiones de fondos de inversión pueden ser percibidas como un fenómeno relativamente reciente, estos procesos han crecido bastante en los últimos años, ya que las gestoras de fondos están bajo presión por reducir costes y la industria se enfrenta a una creciente competencia, especialmente en el actual contexto de crisis financiera. Concretamente, Martín (2009) muestra la creciente oleada de fusiones que hubo en dicho año debido a los reembolsos masivos en los fondos de inversión, con el único objetivo de reducir costes³.

En general, las fusiones pueden considerarse beneficiosas, ya que pueden proporcionar mejoras en las cuotas de mercado y reducir sustancialmente los costes debido a las sinergias y a mejoras de la eficiencia. Concretamente, Jayaraman et al. (2002) muestra que los fondos que participan en fusiones tienden a estar disminuyendo en tamaño y cuota de mercado. Las razones de esta reacción negativa por parte de los partícipes puede ser que, los fondos involucrados en fusiones sean incapaces de atraer nuevos clientes o que estos, directamente, no se encuentren interesados en seguir participando en el fondo.

1.5 EL MERCADO ESPAÑOL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El mercado español de fondos de inversión experimentó un gran crecimiento durante el periodo comprendido entre 1995-2010. Durante el primer lustro, la industria mostró una gran expansión tanto en número de fondos como en patrimonio motivado por la popularidad de este tipo de productos entre los inversores, sobre todo minoristas.

² Luque (2014)

³ [http://cincodias.com/cincodias/2009/08/19/mercados/1250776033_850215.html]

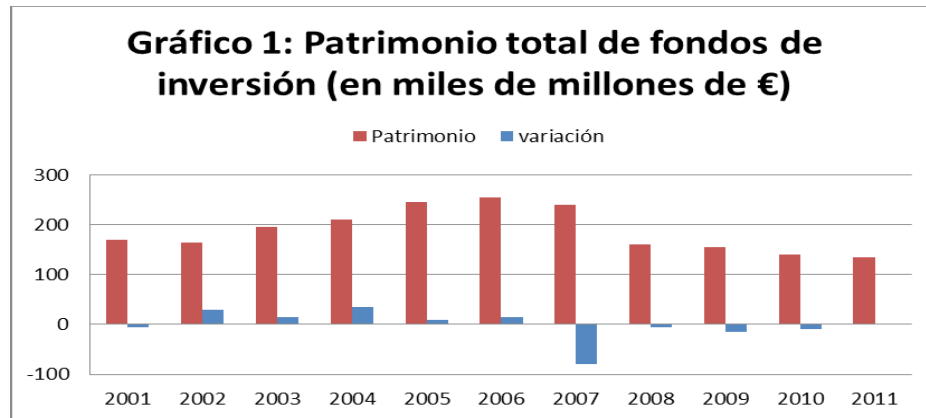
En los años 2001 y 2002 y debido al pinchazo de la burbuja tecnológica, la industria se contrajo, notándose en mayor medida en el patrimonio de los fondos de inversión, ya que el número permaneció estable. El periodo entre 2003 y 2007 fue especialmente bueno para la economía española, y ello, conllevó a una nueva expansión, tanto en el patrimonio bajo gestión como en el número de inversores. Los años de 2008 a 2010, el mercado descendió notablemente como consecuencia de la crisis financiera que comenzó en 2007.

Los activos administrados bajo la industria de los fondos de inversión han aumentado de € 5.000 millones en diciembre de 1989 a € 154.000 millones en diciembre de 2013, (el patrimonio máximo que se llegó a gestionar antes del comienzo de la crisis fue de € 254.000 millones en Diciembre de 2006) por lo que el mercado español de fondos puede servir de referencia para otras industrias emergentes de fondos de inversión. También hace que sea un mercado peculiar el que sea una industria muy concentrada, ya que las dos gestoras más importantes (Santander Asset MGT y BBVA Asset Management) representan casi el 50% de los activos bajo gestión.

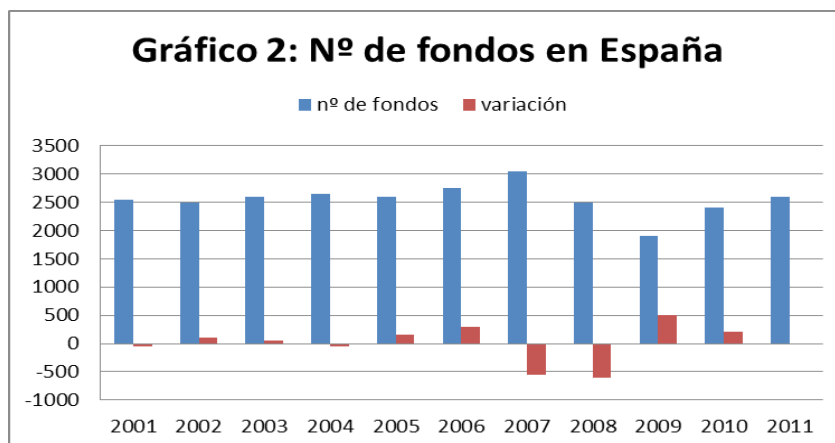
Las entidades gestoras tienen un papel significativo en el mercado español de fondos de inversión, dónde con algunas gráficas descriptivas observaremos, tanto en patrimonio como en número de fondos, la evolución llevada a cabo durante esta última década.

Destacamos que las sociedades gestoras más importantes en nuestro país están asociadas a un banco, siendo este su entidad depositaria, las cuales son: Santander Asset MGT, BBVA Asset Management, Invercaixa gestión, Allianz Popular AM y Bankia Fondos.

En el siguiente gráfico (gráfico 1) se muestra el total del dinero gestionado en fondos de inversión por gestoras españolas. Se observa que el año de máximo patrimonio fue el 2006 teniendo una bajada importante durante el 2008, con un descenso cercano a los 80.000 millones de euros. Durante los últimos años del gráfico, el patrimonio ha permanecido estable, situándose en torno a los € 140.000 millones.



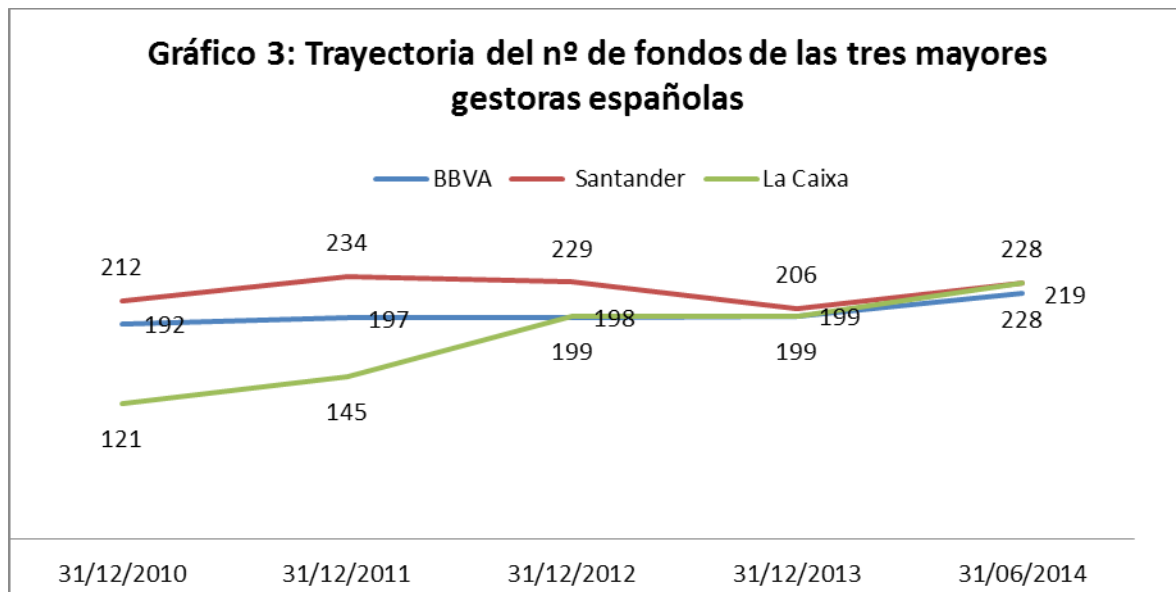
En el gráfico 2 se muestra el número total de fondos que han sido gestionados por las gestoras españolas. Podemos observar una tendencia relativamente estable durante esta década, hasta que en el 2008 existe un importante descenso coincidiendo con la detonación de la crisis y por tanto con la necesidad de fusionar fondos de inversión que podían ser redundantes en una misma gestora.



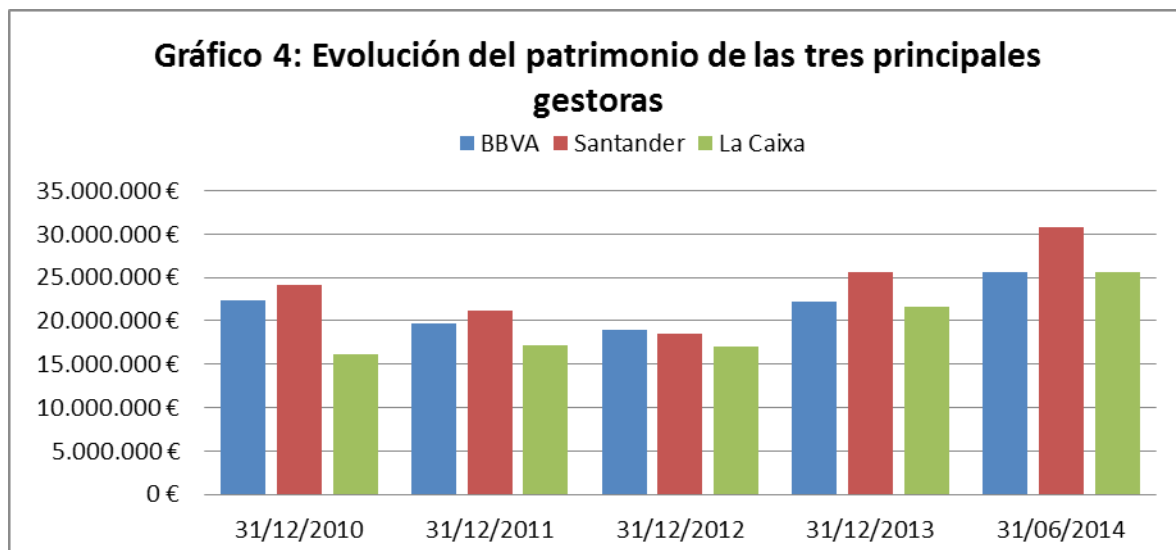
Si comparamos estos dos últimos gráficos, podemos observar que el gráfico del patrimonio de los fondos ha descendido en mayor medida que el de número de fondos. Entonces, se llega a la conclusión de que aunque baje la inversión en ellos, los fondos siguen existiendo pero cada vez con un montante inferior. También podríamos decir, que las gestoras decidieron reducir costes, proponiendo fusiones en fondos de inversión de la misma familia, al ver reducir su tamaño en cuanto a patrimonio. Las gestoras aún siguen ofreciendo la mayor parte de sus fondos, ya que siguen confiando en que los fondos pueden seguir siendo un medio de canalización del ahorro de sus clientes y futuros inversores y en definitiva, de ingresos.

A continuación se podrá observar la variación que han tenido los tres principales grupos financieros a lo largo del tiempo, tanto en número de fondos de inversión (gráfico 3) como en patrimonio bajo gestión (gráfico 4), los cuales tienen sus respectivas entidades gestoras de IIC y son:

SANTANDER	SANTANDER ASSET MGM
	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENT
BBVA	BBVA ASSET MANAGEMENT
	UNNIM GESFONS
	BBVA PATRIMONIOS GEST.
LA CAIXA	INVERCAIXA GESTIÓN
	BANCA CÍVICA G. ACTIVOS



FUENTE: Elaboración propia en base a datos proporcionados por INVERCO.



FUENTE: Elaboración propia en base a datos proporcionados por INVERCO.

1.6 EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA

El sector financiero español llevó acabo un ajuste entre 2008 y 2011, centrado fundamentalmente en la eliminación de oficinas bancarias. Éstas, sin embargo, son el componente clave de banca comercial en nuestro país, y hoy por hoy, supone la mayor parte de los ingresos y tiene la mayor capacidad para la venta de productos financieros, así como para la captación y vinculación de clientes.

Para asegurarse una mayor eficiencia operativa y hacer el mínimo de daño posible a la capacidad comercial del banco, la reestructuración pendiente debería centrarse en los servicios operativos y centrales, al tiempo que se continúa con el preciso ajuste en la red de oficinas.

Así pues, aquellas entidades financieras que quieren salir reforzadas de esta crisis tendrán que cuestionar su forma de hacer las cosas, alcanzando niveles de productividad y eficiencia operativa significativamente superiores a las actuales. Como frentes de actuación en este proceso podemos nombrar:

- Poner en marcha un plan de mejora de la productividad por empleado y de la rentabilidad de la oficina, adaptando sistemas de objetivos, incentivos...
- Cerrar oficinas únicamente en aquellos casos de clara redundancia o cuando no exista un evidente potencial de crecimiento.
- Optimizar las funciones de apoyo y orientación a la gestión de clientes.
- Inventariar la plantilla actual dedicada a tareas operativas en servicios centrales y red de oficinas.
- Alinear la racionalización de la red de oficinas con el ajuste en paralelo de los servicios centrales y operativos.

En resumen, las entidades financieras deberán poner en cuestión la dedicación actual de toda su plantilla. Los criterios clave serán la eficiencia operativa, el crecimiento del negocio y la productividad por empleado. El apoyo de la tecnología será necesario para la reasignación de personas a los puestos de trabajo de mayor valor añadido. Además los bancos líderes y con visión de futuro deberán diseñar un plan orientado a conseguir la confianza y fidelidad de las nuevas generaciones.

Es de vital importancia comentar en este apartado el instrumento clave en la reestructuración del sistema financiero español. Hablamos del Sareb (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria) entidad privada creada en noviembre de 2012 para ayudar al saneamiento del sector financiero español, y en concreto a las entidades que arrastraban problemas debido a su excesiva exposición al sector inmobiliario.

El Memorando de Entendimiento (MoU) que el Gobierno español firmó en julio de 2012 con sus socios europeos determina la constitución de Sareb como una de las condiciones para recibir la ayuda financiera. Este acuerdo establece la creación de una gestora dónde transferir los activos inmobiliarios de las entidades que atraviesan dificultades, con el fin de reducir los riesgos de las mismas y liquidar de forma ordenada todos los activos problemáticos. La mayor parte del capital de Sareb es de origen privado (55%), mientras que el 45% restante, proviene del Fondo de Reestructuración Bancaria (FROB).

Sareb recibió casi 200.000 activos por valor de 50.781 millones de euros, de los cuales el 80% son activos financieros y el 20% de activos inmobiliarios. Su compromiso es vender en el plazo establecido los activos financieros e inmobiliarios recibidos, tratando de obtener el máximo valor por ellos, y cumplir con la devolución de la deuda avalada por el Estado español. Sareb debe asegurar su viabilidad como empresa para cumplir con los compromisos adquiridos con accionistas, inversores y en conjunto, con la sociedad.

En este proceso de saneamiento del sistema financiero español es clave la cualificación profesional y ética de sus empleados para salvaguardar sus valores:

1. La integridad de asumir que todas las acciones preservarán la norma y los estándares éticos de la cultura empresarial del Sareb.
2. La transparencia implica que Sareb asume un compromiso de apertura en la comunicación de sus políticas y procedimientos, consciente de que su actuación será mirada con lupa por la sociedad en general.
3. El compromiso cívico lleva a Sareb a trabajar bajo estándares éticos y criterios socialmente responsables.

El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (más conocido por su acrónimo FROB) es un fondo creado en España por motivo de la crisis financiera de 2008. Tiene como objetivo gestionar los procesos de reestructuración del sistema financiero español y contribuir a reforzar sus recursos propios en los procesos de integración entre entidades. Se enmarca dentro de las medidas y planes de rescate e incentivación de la economía.

A finales de junio de 2009, ante la magnitud de los problemas a los que se enfrentaba el sistema financiero, el gobierno español, mediante el Real Decreto-ley 9/2009, sentó con carácter preventivo las bases para posibles reorganizaciones y reestructuraciones de entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), especialmente las de reducido tamaño, que pudieran ver comprometida su viabilidad futura. Para ello creó el FROB.

Tuvo una dotación inicial de 9.000 millones de euros, de los cuales el 75% es financiado por los presupuestos generales del Estado y los remanentes del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF)⁴ y el 25% restante, por los distintos fondos de garantía de depósitos de bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

El Real Decreto-ley 9/2009, estuvo vigente hasta el 31 de agosto de 2012, fecha de entrada en vigor del Real Decreto-ley 24/2012. A su vez, este último Real Decreto-ley fue derogado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

⁴ Creado de forma temporal hasta diciembre de 2009 para autorizar la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas.

2. DATOS

En esta segunda parte, se explicará todo lo referente a los datos recopilados y utilizados para el posterior análisis empírico del trabajo. Después de una preparación teórica a base de lecturas y estudios para familiarizarme sobre las características y funcionamiento de los fondos de inversión en España, se dará paso a lo que será la primera parte del estudio, la recopilación de datos.

Dada la amplia diversidad existente en la oferta de fondos de inversión, nuestro análisis se ha centrado en aquellos fondos con vocación inversora en renta variable nacional (RVN) y renta variable euro (RV Euro), dado que se trata de las vocaciones inversoras más relacionadas con nuestro mercado.

Se me facilitó una base de datos en la herramienta EXCEL, la cual contenía las fusiones de fondos de inversión existentes entre Octubre de 1999 hasta Diciembre de 2009. Esta lista fue actualizada, incorporando nuevos datos de fusiones desde Enero de 2010 hasta Junio de 2013. La recogida de datos fue posible gracias a la información proporcionada por la CNMV, dónde buscando el tipo de hecho relevante “Tipos de IIC y Otras” seleccionamos “Fusiones de fondos de Inversión” comenzamos a copiar la información, primero con el número de registro del hecho relevante, fecha del hecho relevante, fecha de baja (en el caso de que nos facilitase tal información), fondo absorbente y el número de registro del absorbente y finalizando con el fondo o fondos absorbidos y su correspondiente número de registro.

También se me facilitó un fichero Excel, con información de qué fondos pertenecía a la vocación de RVN y el periodo de tiempo en el que pertenecen a esta categoría (pues los fondos de inversión a lo largo del tiempo pueden cambiar de vocación inversora). Otra pestaña informaba sobre qué fondos eran RV Euro, y si antes de 2009, eran considerados RVN⁵. De esta forma, se pudo crear un listado con las fusiones de aquellos fondos de inversión que pertenecían a nuestras categorías a analizar. Además, hay que tener en cuenta, que sólo se han analizado aquellas fusiones en las que tanto el fondo absorbente como el fondo absorbido pertenecían a la misma categoría con el objetivo de que sus rentabilidades sean comparables, dado que no sería adecuado determinar si el fondo absorbente ha mejorado o no su rentabilidad si en la fusión absorbió a fondos de una vocación inversora muy diferente y por tanto, que puedan estar asumiendo un riesgo mucho mayor que los fondos objeto de estudio.

⁵ La CNMV a partir del año 2009 ya no considera la categoría renta variable nacional (RVN), sino que los que tradicionalmente eran considerados RVN, los cataloga ahora como renta variable euro (RVEuro).

En la Tabla 3 se muestra la información de las fusiones de fondos con vocación inversora RVN, que han tenido lugar desde Mayo de 2001 hasta Junio de 2011 y que han sido objeto de nuestro estudio. Al principio, obtuvimos una lista de 39 fusiones de fondos de RVN, pero se fueron eliminando fusiones (6), bien porque los absorbidos son fondos de fondos (2), bien porque los absorbidos son RV Euro pocos meses después de la fusión (2), o porque dejan de ser RVN en el año de la fusión (2).

Concretamente, la Tabla 3 nos muestra el nº de registro de la CNMV del hecho relevante en el que se aprueba la fusión de los fondos de inversión, la fecha en la que se produjo dicho hecho relevante, la fecha de baja o existencia de los fondos absorbidos así como el nombre del fondo absorbente, su número de registro en la CNMV. Finalmente, se muestran también el nombre de los fondos absorbidos y su número de registro en la CNMV.

Como puede observarse en dicha tabla, existen fusiones en las que el número de fondos absorbidos es simplemente uno junto con fusiones en las que intervienen más de un fondo absorbido. Además, en dicha tabla también queda de manifiesto que las fusiones de fondos se producen tanto a nivel de familia gestora (in-family mergers) como ocurre con la Fusión Número 1 pero también entre diferentes gestoras como puede ser la Fusión Número 5 (across-family mergers).

Por su parte, en la Tabla 4 se muestra la información relativa a las fusiones de fondos con vocación inversora RV Euro durante el periodo 2001-2011 y que también serán objeto de nuestro estudio. De un total de 57 fusiones localizadas para nuestro periodo, sólo fueron analizadas 25, ya que la mayoría de las fusiones eliminadas era debido a que los absorbidos no pertenecen a la categoría RV Euro, o los absorbentes son RV Internacional Europa en la fecha del hecho relevante.

Consecuencias financieras de las fusiones de Fondos de Inversión en RVN y RV Euro

Tabla 3. Listado depurado de las fusiones de RVN.

Nº Fusión	Registro	Fecha	F. de Baja	Año	Absorbente	Número	Absorbido	Número	Absorbido	Número	Absorbido
1	28679	16/05/2001	31/05/2001	2001	BBVA Indice 2, FIM	681	BBVA Indice	472			
2	29734	18/06/2001	30/06/2001	2001	BBVA Bolsa 2, FIM	131	BBVA Bolsa 1	55			
4	33314	06/02/2002	28/02/2002	2002	Santander Central His	690	Santander Ce	623			
5	36608	11/07/2002	31/10/2002	2002	Banesto Renta Variab	506	Indexbolsa, F	184			
6	37158	13/08/2002	30/09/2002	2002	Santander Renta Vari	1581	BCH Acciones	1199			
7	37932	24/10/2002	06/12/2002	2002	Barclays Bolsa Españ	90	Barclays Bols	1143			
8	39123	13/01/2003	31/01/2003	2003	Safei Fonbolsa, FIM	186	Fonindex Bols	501			
9	47086	27/01/2004	31/12/2003	2003	BBVA Bolsa 2, FIM	131	Privanza Bols	246			
10	47651	20/02/2004	31/12/2003	2003	BNP Paribas Bolsa Plu	762	BNP Paribas U	2060	BNP Bolsa, FI	82	
11	53557	02/11/2004	31/12/2004	2004	Ibersecurities BS Bols	2822	Pentafondo V	805			
12	54380	14/12/2004	31/12/2004	2004	JPM Spain Renta Vari	476	Banif Accione	108			
14	55040	20/01/2005	30/04/2005	2005	Fondo Hispano Luso R	1786	Espirito Santo	168			
15	56230	15/03/2005	30/03/2005	2005	Sabadell España Bols	2430	Atlántico Índic	2514	Bolsatlántico	2533	Bolsatlántico,
16	61331	10/10/2005	30/11/2005	2005	Espirito Santo España	1786	BI Iberaccion	273			
18	69434	08/08/2006	30/08/2006	2006	Foncaixa 128 Bolsa G	3175	Foncaixa Bols	3349			
19	81822	04/07/2007	31/05/2007	2007	SABADELL BS ESPAÑ	2572	URQUIJO VAL	3056			
20	85044	19/10/2007	31/10/2007	2007	SABADELL BS ESPAÑ	2430	URQUIJO BOL	1298	URQUIJO IND	36	
21	91826	11/04/2008	30/04/2008	2008	ESPIRITO SANTO SM	2634	ESPIRITO SA	214			
22	93761	23/05/2008	30/06/2008	2008	SAFEI FONBOLSA, FI	186	RIO TRUEBA	1308	SAFEI BOLSA	2280	
24	100642	21/11/2008	30/11/2008	2008	AHORRO CORPORAC	2612	FONDGALLEG	503			
25	102232	30/12/2008	30/01/2009	2008	CAIXATARRAGONA B	453	CAIXATARRA	1302			
26	103987	19/02/2009	31/03/2009	2009	FONDUERO R.V. ESPA	2989	FONDUERO B	770			
27	105219	06/03/2009	31/03/2009	2009	DWS ACCIONES, FI	477	DWS BOLSA	1237			
28	107046	17/04/2009	30/04/2009	2009	SANTANDER SMALL C	3085	SANTANDER I	1773	SANTANDER I	3310	
29	107391	24/04/2009	31/05/2009	2009	SABADELL BS ESPAÑ	2430	URQUIJO ESP	895	ALMAGRO VA	215	
30	108404	14/05/2009	31/05/2009	2009	CAJASOL BOLSA I, FI	497	EUROCAJASC	1947			
31	111781	24/07/2009	30/07/2009	2009	SABADELL BS ESPAÑ	2572	IBERSECURIT	2822			
32	111773	24/07/2009	31/08/2009	2009	BANIF RV ESPAÑOLA	702	BANIF ALPHA	2844	BANIF ACCIC	476	
33	112181	31/07/2009	30/09/2009	2009	SANTANDER ACCION	58	SANTANDER	690	SANTANDER	954	
34	112178	31/07/2009	31/08/2009	2009	BPA FONDO IBERICO	3868	INTERDIN BO	3309			
35	125338	14/05/2010	30/07/2010	2009	FONCAIXA PRIVADA	164	FONCAIXA BC	2801	FONCAIXA 33	33	FONCAIXA 12
36	132343	29/10/2010	31/09/2010	2010	ESPIRITU SANTO ESP	1786	ESPIRITU SAI	2634			
38	144949	03/06/2011	01/09/2011	2011	BNP PARIBAS BOLSA	762	BETA ACCIOI	774			
39	146416	30/06/2011	16/09/2011	2011	BARCLAYS BOLSA ES	2098	BARCLAYS BO	90			

FUENTE: Elaboración propia en base a datos proporcionados por la CNMV.

Consecuencias financieras de las fusiones de Fondos de Inversión en RVN y RV Euro

Tabla 4. Listado depurado de las fusiones de RV Euro.

Nº Fusión	Registro	Fecha	Fecha de Baj	Año	Absorbente	Número	Absorbido	Número	Absorbido	Número	Absorbido
3	27827	05/05/2001	30/04/2001	2001	BBVA Europa Índice 2,	1093	BBVA Europa Indic	1596			
4	29728	18/06/2001	29/06/2001	2001	BBVA Bolsa Europa, FIM	915	BBVA Europa Blue	77			
7	33308	06/02/2002	30/04/2002	2002	Ejecutivos Eurofond, FIM	1491	Fondirectivos, FIM	1690			
8	34004	18/03/2002	29/03/2002	2002	Bancaja Europa, FIM	1615	Sindibank Inversión	1636			
9	36094	19/06/2002	28/06/2002	2002	Santander Acciones, FIM	26	BCH Acciones Euro	1309	Santander Eu	172	
16	46197	02/12/2003	31/12/2003	2003	BBVA Índice Europa Plu	1093	Green Fund, FIM	210			
20	52094	06/08/2004	31/08/2004	2004	Rural Euro Renta Variab	1822	Fonjalón Euro Accio	1682			
23	54158	01/12/2004	31/12/2004	2004	Sabadell BS Euroacción	3000	Atlántico Euroacción	1830	Atlántico Bols	2082	Sabadell Sect
25	55042	20/01/2005	31/03/2005	2005	Luso Europa, FI	2008	Espirito Santo Bols	471			
27	61335	10/10/2005	31/10/2005	2005	Espirito Santo Eurobolse	2008	BI Euro Acciones, F	272			
29	68749	17/07/2006	31/08/2006	2006	SGAM Mid Caps Euro, F	2563	Mid Caps Euro Inst	1445			
32	85041	19/10/2007	31/10/2007	2007	SABADELL BS EUROACI	3000	URQUIJO CRECIMI	65			
33	94608	13/06/2008	30/06/2008	2008	BANKPYME EUROVALOR	1554	BANKPYME EUROPA	1556			
37	98939	17/10/2008	28/11/2008	2008	BANIF RV EURO, FI	824	BANIF GOLDMAN S	460	BANIF INVES	2300	BANIF ABN AI
39	101442	12/12/2008	31/12/2008	2008	DUX RENTA VARIABLE I	3192	DUX DIVIDENDO, F	3417			
40	102471	09/01/2009	30/01/2009	2009	BANESTO BOLSAS EUR	1058	BANESTO ESPECIAL	1207			
41	105212	06/03/2009	31/03/2009	2009	SANTANDER EUROACC	26	SANTANDER TOP 2	2272	SANTANDER	2058	SANTANDER
42	107052	17/04/2009	30/06/2009	2009	CAMINOS BOLSA EURO	2327	CAMINOS BOLSA C	1676			
43	107042	17/04/2009		2009	SANTANDER AGGRESSI	2268	SANTANDER AGGR	2945			
44	108151	08/05/2009	29/05/2009	2009	SABADELL BS EUROACI	3000	URQUIJO RENTA VA	1282			
45	109194	29/05/2009	30/06/2009	2009	MEDIVALOR EUROPEO,	1637	MEDIVALOR R.V., F	901			
51	124954	07/05/2010	24/06/2010	2010	CLASS CAJA MADRID 3	3861	CLASS CAJA MADR	3860	CLASS CAJA	3862	
52	140464	22/03/2011	03/06/2011	2011	BBVA BOLSA PLAN DIV	4212	BBVA BOLSA EURC	3091	BBVA BOLSA	3094	
55	143959	13/05/2011	30/06/2011	2011	PREVIBOLSA, FI	562	FONCAIXA BOLSA	2798	FONCAIXA 52	1539	FONCAIXA PF
56	149396	25/08/2011	21/10/2011	2011	ESPIRITU SANTO VALO	1083	ESAF ACCIONES E	2267			

FUENTE: Elaboración propia en base a datos proporcionados por CNMV.

La muestra total, por tanto, se compone de 59 fusiones de fondos de inversión, en los que tanto el absorbente como el absorbido pertenecen al mismo objetivo de inversión.

Después de resumir los ficheros anteriores, se creó una base de datos con la información de los valores liquidativos diarios, semanales y mensuales de los fondos pertenecientes a ambas vocaciones inversoras (RVN y RV Euro), para calcular las rentabilidades netas. Posteriormente, se calcularon las rentabilidades brutas teniendo en cuenta la información de las comisiones de gestión y patrimonio cobradas por los fondos a sus partícipes. Por último, se analizaron los excesos de rentabilidad de los fondos en relación con la rentabilidad del mercado tanto antes como después de la fusión. A continuación se expone la fórmula utilizada para el cálculo de la rentabilidad bruta:

$$\text{Rentabilidad bruta semanal} = ((1 + \text{RN semanal} / 1 + \text{Fees semanal}) - 1)$$

Para esta última relación, será necesario conocer el *benchmark*⁶ a utilizar, que para el caso de los fondos de RVN aplicamos el índice **MSCI SPAIN**, y para el caso de los fondos de RV Euro utilizamos el **MSCI EMU**.

A pesar de que contábamos con información de la rentabilidad de los fondos tanto en cómputo diario como en cómputo mensual, se decidió trabajar en cómputo semanal (trabajando con la información del viernes de cada semana) dado que dicha información nos permitía analizar el exceso de rentabilidad antes y después de la fusión teniendo en cuenta tanto periodos de largo plazo (12 y 24 meses) como periodos de corto plazo (3 meses).

A continuación, la Tabla 5 muestra algunas estadísticas descriptivas de los fondos analizados a través de las fusiones que han ocurrido durante el horizonte temporal de estudio, 2001-2011. Dicha tabla se divide en dos paneles, el Panel A muestra las estadísticas referentes a los fondos de inversión de RVN mientras que el Panel B hace referencia a los fondos de inversión de RV Euro. Concretamente, la tabla muestra el número de fusiones por año en ambas vocaciones inversoras, el patrimonio medio total y el número medio de inversores tanto de los fondos absorbentes como de los fondos absorbidos. Esta tabla, por tanto, reporta estadísticas globales por año y vocación inversora.

⁶ Benchmark: Índice de referencia para el fondo (normalmente para la vocación inversora RV son índices bursátiles), el cual sirve tanto para comparar fondos, como para valorar si han superado o no su propio índice.

Tabla 5. Información por año de patrimonio e inversores en ambas vocaciones inversoras

Panel A	No. de absorbentes	No. de absorbidos	Patrimonio Medio Absorbentes	Patrimonio Medio Absorbidos	Inversores Medio Absorbentes	Inversores Medio Absorbidos
2001	2	2	68.040	207.656	5.612	7.717
2002	4	4	51.330	73.129	1.672	2.197
2003	3	4	128.150	19.163	6.675	840
2004	2	2	22.967	162.065	656	6.649
2005	3	5	33.381	20.249	1.705	1.052
2006	1	1	15.660	565	748	25
2007	2	3	295.428	39.317	9.993	976
2008	4	6	13.444	5.985	858	444
2009	9	12	29.649	18.326	2.199	896
2010	2	3	37.484	15.674	3.051	503
2011	2	2	42.500	17.788	2.102	677
Media			67.094	52.720	3.206	1.998
Panel B	No. de absorbentes	No. de absorbidos	Patrimonio Medio Absorbentes	Patrimonio Medio Absorbidos	Inversores Medio Absorbentes	Inversores Medio Absorbidos
2001	2	2	327.201	81.392	9.268	4.023
2002	3	4	78.764	112.544	4.565	5.851
2003	1	1	51.692	8.975	2.266	341
2004	2	3	6.462	5.876	359	400
2005	2	2	12.613	7.558	752	444
2006	1	1	66.288	68.110	1	380
2007	1	1	212.815	25.812	12.058	3.038
2008	3	3	11.412	4.604	933	768
2009	6	10	21.292	8.032	2.928	646
2010	1	2	3.937	443	156	77
2011	3	6	21.484	11.249	1.302	572
Media			73.996	30.418	3.144	1.504

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de la CNMV

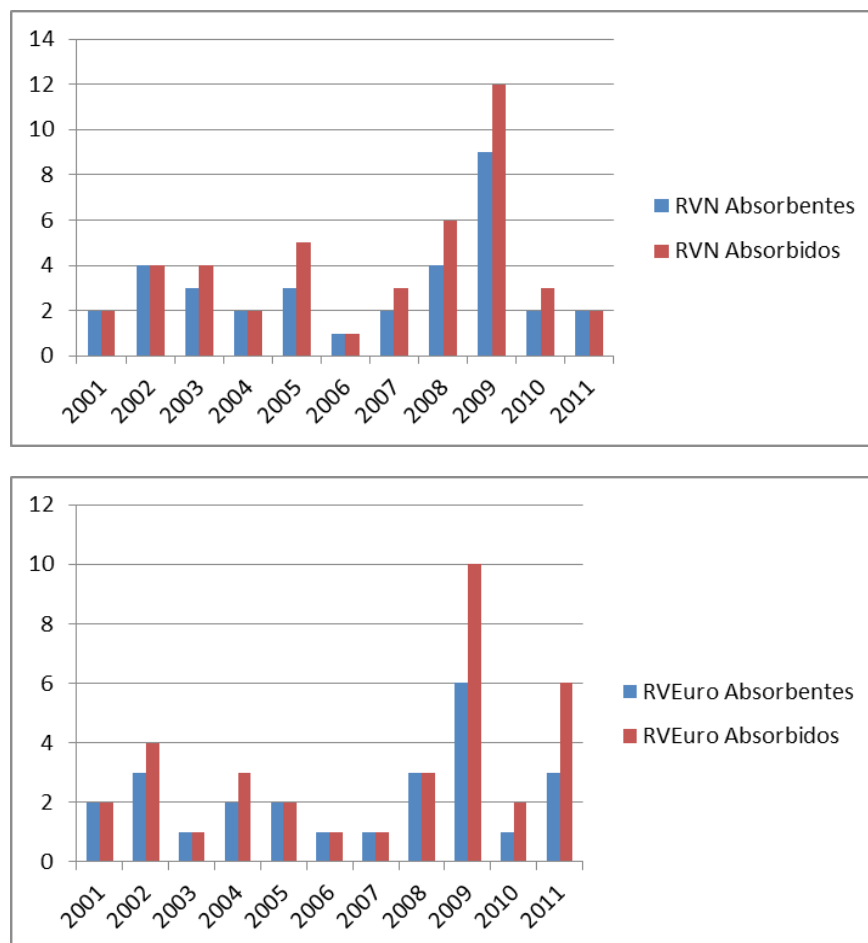
La tabla anterior nos muestra que el patrimonio medio de los fondos absorbentes es más grande que el patrimonio medio de los fondos absorbidos. De la misma forma, observamos que el número medio de inversores de los fondos absorbentes es más alto que el promedio de partícipes de los fondos adquiridos, en ambas muestras, pero es en el panel de RV Euro dónde encontramos mayor diferencia.

Esta evidencia es consistente con la literatura previa que sugiere que la probabilidad de que se produzca una fusión es inversamente proporcional al tamaño del fondo (véase, por ejemplo, Jayaraman et al., 2002 y Ding, 2006). Esta tendencia general, no es apoyada por las cifras descriptivas en los años 2001, 2002 y 2004 en la muestra de renta variable nacional, ni en los años 2002 y 2006 en la muestra de renta variable euro,

dónde las gestoras, en algunas fusiones de fondos, decidieron mantener el nombre del fondo absorbido.

Las fusiones se distribuyen de manera bastante uniforme durante los años examinados, aunque los años que muestran un mayor aumento de estos procesos son el 2008 y el 2009 coincidiendo con los años de comienzo de la crisis financiera en España. Esto puede deberse a la existencia de fondos redundantes en la misma familia o bien estar motivados por las fusiones de grupos financieros, ya que el sistema financiero español está sufriendo un gran proceso de reestructuración que ha provocado una drástica reducción en el número de cajas de ahorro (partimos de un número inicial de 45 que llegó a 17 en 2009). Dicha información aparece representada en el Gráfico 5.

Gráfico 5: Número de Fusiones de Fondos de Inversión en RVN y RV Euro



3. ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1 CONSECUENCIAS EN EL RENDIMIENTO TRAS LA FUSIÓN.

La Tabla 6 informa sobre el rendimiento medio de los fondos absorbentes y absorbidos basados en el exceso de rentabilidad bruta sobre el mercado para los fondos de inversión con vocación inversora en RV Nacional (Panel A) y los fondos de Renta Variable Euro (Panel B). Dicha tabla también incluye información sobre excesos de rentabilidad ajustados, es decir, rentabilidad obtenida por los fondos afectados por una fusión menos la correspondiente a la cartera de referencia compuesta por el resto de fondos con el mismo objetivo de inversión, para nuestro horizonte temporal. Por tanto, se trata de una cartera equiponderada formada por el resto de fondos de la misma vocación inversora que no han sufrido una fusión en la fecha de la fusión.

En el periodo previo a la fusión, podemos decir en términos generales que la rentabilidad de los fondos absorbentes, muestra mejores resultados que los fondos absorbidos. Este resultado puede parecer razonable dado que una de las razones que puede existir detrás de una fusión es la intención de mejorar la eficiencia del mercado. Con esto, podemos llegar a sugerir que las fusiones de fondos de inversión españolas están principalmente motivadas por el bajo rendimiento obtenido por los fondos absorbidos, que sería lo más probable ya que estas fusiones vienen animadas mayoritariamente por la reestructuración de los grupos financieros y, por lo tanto, que el grupo financiero del fondo absorbente quiera deshacerse de los fondos absorbidos, independientemente de su rendimiento.

Por otro lado, si nos fijamos en las medidas de desempeño ajustado, observamos que los fondos absorbidos se desenvuelven peor que la media de los fondos.

Si analizamos el periodo posterior a la fusión, observamos que el rendimiento de los fondos resultantes, sigue siendo negativo. Los mayores beneficiarios de la fusión, resultan ser los partícipes de los fondos absorbidos, ya que tras la fusión, el rendimiento del fondo absorbente experimenta mejores resultados, que los que recibían cuando eran partícipes de los fondos absorbidos.

El reciente estudio de Namvar y Phillips (2013) examina las características del diferente comportamiento de las fusiones de fondos encontrando que, el rendimiento después de la fusión está relacionado con la compatibilidad en las estrategias de inversión entre los fondos, donde las fusiones entre fondos con objetivos similares de inversión superan a las fusiones entre fondos con estrategias de inversión diferentes. Nótese, como se ha comentado anteriormente, que en todas las fusiones analizadas en este trabajo tanto el fondo absorbente como el fondo absorbido pertenecen a la misma categoría de inversión.

En la Tabla 6, además, de mostrar información sobre los excesos de Rentabilidad Bruta, se muestran los p-valores asociados a las diferencias de excesos de rentabilidad entre los fondos absorbentes y absorbidos así como de las medidas ajustadas. Concretamente se ha utilizado el programa “SPSS Statistics” para analizar si existe o no diferencia de medias.

- $P\text{-valor} > 0.05$ → No hay diferencia de medias
- $P\text{-valor} \leq 0.05$ → Si hay diferencia de medias

Tabla 6. Información sobre los Excesos de Rentabilidad Bruta y los p-valores asociados a tales excesos.

Panel A: RVN	-2		-1		3meses (-)		3meses (+)		+1 año		+2 años	
Exceso de Rentabilidad Bruta	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor
F. Absorbentes	-0,0003	0,23	-0,0003	0,36	-0,0006	0,69	-0,0008		-0,0003		-0,0001	
F. Absorbidos	-0,0006		-0,0006		-0,0008							
F. Absorbentes Ajustados	-0,0001	0,57	-0,0001	0,65	-0,0001	0,78	-0,0001	0,83	-0,0001	0,57	0,0000	0,81
F. Absorbidos Ajustados	-0,0004	0,02	-0,0004	0,14	-0,0002	0,52						
Panel B: RV Euro	-2		-1		3meses (-)		3meses (+)		+1 año		+2 años	
Exceso de Rentabilidad Bruta	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor	Media	p-valor
F. Absorbentes	-0,0002	0,23	-0,0002	0,95	-0,0006	0,97	-0,0001		0,0001		-0,0001	
F. Absorbidos	-0,0007		-0,0002		-0,0006							
F. Absorbentes Ajustados	-0,0001	0,72	-0,0002	0,62	-0,0003	0,60	-0,0001	0,91	0,0001	0,73	0,0001	0,68
F.Absorbidos Ajustados	-0,0006	0,08	-0,0001	0,72	-0,0003	0,53						

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de CNMV

3.2 OTRAS CARACTERISTICAS QUE INFLUYEN EN LA FUSIÓN.

En esta sección analizamos otras características relevantes en una fusión de fondos de inversión, como son por ejemplo, el tamaño del fondo (expresado en miles de euros) y el número de partícipes.

En cuanto al tamaño del fondo, podemos asegurar que en el periodo en torno a la fusión, los fondos absorbentes cuentan con un patrimonio superior que los fondos absorbidos, dónde apreciaremos mejor esta diferencia en la Tabla 5 (Panel B), que hace referencia a la vocación inversora RV Euro. Debe quedar claro que, una fusión de fondos puede ser intra-familia, dónde los fondos participantes en la fusión pertenecen al mismo grupo financiero, o inter-familia, dónde los fondos que intervienen pertenecen a distintas gestoras. Podemos decir que, los fondos que tienen un menor patrimonio, son más propensos a ser absorbidos. Bien porque eliminar/absorber un fondo pequeño no tendrá las mismas consecuencias para la familia del fondo que si absorbiésemos un fondo más grande, o bien porque el tamaño reducido de un fondo, puede ser el resultado de una peor eficiencia, que haga más difícil su crecimiento. Por estos motivos, la familia del fondo no dudará en la fusión de un fondo reducido. Después de la fusión, el fondo resultante de la operación ve incrementado su tamaño con respecto a la media de la categoría, ya que este aumento se debe a la adquisición de los activos del fondo o fondos absorbidos.

Por lo general, el número medio de inversores de los fondos absorbidos en el año de la fusión es inferior al número de inversores del fondo absorbente. Cabe reseñar, que en ambas vocaciones inversoras mostradas en la Tabla 5, existen 3 años en dónde el número de partícipes de los fondos absorbidos es superior al de los absorbentes, concretamente coinciden en los años 2002 y 2004.

Para concluir y aportar algo más de información, al realizar la tabla 5 (número de fusiones, patrimonio e inversores de absorbentes y absorbidos), averiguamos que, tanto fondos absorbentes como fondos absorbidos tienden a disminuir en tamaño e inversores conforme la fecha de fusión se acerca, en relación con la media de la categoría (las cifras objetivas ajustadas son menores conforme nos acercamos a la fecha de fusión), mientras que éstas cifras mejoran estadísticamente después de la fusión. Por lo tanto, la necesidad de conseguir economías de escala puede ser uno de los detonadores para realizar una fusión de fondos de inversión.

Tal y como comentan Jayaraman et al. (2002), una fusión de fondos, da lugar a economías de escala en sus operaciones, por lo que los gastos de gestión del fondo después de la fusión pueden reducirse. La existencia de economías de escala en la gestión de fondos se justifica debido a que una parte del coste de funcionamiento de un fondo son costes fijos. Como comentábamos antes, una fusión puede ahorrar los costes de la operación, ya que elimina costes duplicados de administración, contabilidad, registro, si la fusión ocurre dentro de una misma familia de fondos (pertenecen a la misma gestora). Esto no implica que los gastos y comisiones de gestión se reduzcan, ya que la gestora puede utilizar tal ahorro de costes, por ejemplo, para mejorar su publicidad y así lograr una mayor captación de posibles clientes, etc.

3.2.1 Fusiones con vocación inversora Renta Variable Nacional.

El número de fusiones que tiene lugar en el periodo analizado entre 2001 y 2011 para dicha vocación inversora es igual a 34. Del total de la muestra que son 59 fusiones, el 57.6% de la muestra pertenece a la categoría renta variable nacional.

Sólo 21 fusiones fueron analizadas para todo nuestro periodo temporal, de las cuales, 7 fusiones obtuvieron rendimientos positivos después de la fusión, y tan sólo 4 de ellas mantienen sus rendimientos positivos en los 3 horizontes temporales (+ 3 meses, + 1 año, + 2 años), por lo que podemos decir que han sido las mejores fusiones desde 2001 hasta 2011 en RVN. A continuación la tabla 7 muestra estadísticas descriptivas de esas cuatro fusiones:

Tabla 7. Excesos de rentabilidades brutas en las fusiones de RVN.

Nº Fusión	Abte/Abido	-13	13	-52	52	-104	104
4	690	0,20%	0,11%	0,03%	0,07%	-0,06%	0,03%
4	623	0,20%		0,02%		-0,07%	
12	476	-0,13%	0,10%	0,01%	0,03%	0,01%	0,01%
12	108	-0,06%		0,02%		-0,01%	
15	2430	0,08%	0,05%	0,02%	0,03%	0,01%	0,04%
15	2514	0,04%		0,00%		0,00%	
15	2533	0,07%		0,01%		0,00%	
15	466	0,07%		0,02%		0,00%	
33	58	-0,06%	0,04%	-0,06%	0,02%	-0,05%	0,03%
33	690	-0,04%		-0,14%		-0,11%	
33	954	-0,02%		-0,08%		-0,10%	

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de CNMV.

Como podemos observar, todos los fondos resultantes de las fusiones (fondos absorbentes) poseen excesos de rentabilidades positivas, que van descendiendo según pasa el tiempo. La mejor de estas cuatro fusiones es la fusión número 15, ya que al pasar 2 años desde que se hizo efectiva la fusión, es la que mayor exceso de rentabilidad ofrece a los inversores, siendo la siguiente la fusión número 4, número 33 y por último, la fusión que menos rentabilidad ofrece a sus inversores es la número 12.

3.2.2 Fusiones con vocación inversora Renta Variable Euro.

De la muestra total de 59 fusiones analizadas, tan sólo 25 fusiones pertenecen a la vocación inversora de renta variable euro, por lo que representa el 42.4% de la muestra.

Sólo fueron 11 las fusiones analizadas en las que tanto el fondo absorbente como el/los fondo/s absorbido/s tenían vida en común antes de la fusión para todo nuestro horizonte temporal. De estas 11 fusiones sólo 4 obtuvieron rendimientos positivos durante 104 semanas (2 años) después de la fusión. Las estadísticas descriptivas de esas cuatro fusiones se muestran a continuación en la tabla 8:

Tabla 8. Excesos de rentabilidad en las fusiones de RV Euro.

Nº Fusión	Abte/Abido	-13	13	-52	52	-104	104
29	2563	-0,14%	0,17%	-0,02%	0,04%	0,00%	0,01%
29	1445	-0,15%		-0,04%		-0,02%	
32	3000	-0,06%	0,05%	-0,06%	0,10%	-0,04%	0,08%
32	65	-0,08%		-0,08%		-0,10%	
33	1554	-0,30%	0,20%	-0,09%	0,09%	-0,09%	0,05%
33	1556	0,15%		-0,16%		-0,10%	
43	2268	-0,43%	0,58%	-0,31%	0,34%	-0,22%	0,16%
43	2945	-0,36%		-0,39%		-0,26%	

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de CNMV.

En el caso de la vocación inversora de renta variable euro, los nuevos fondos resultantes tras la fusión poseen excesos de rentabilidad, que van descendiendo en rentabilidad conforme pasa el tiempo, con la excepción de la fusión 32, dónde el exceso de rentabilidad en el periodo de +13 semanas tras la fusión es la más baja de todas, que al llegar al año después de la fusión, experimenta una subida y a los dos años desciende en dos puntos. Concluimos diciendo que la mejor fusión de todas, es sin duda, la fusión 43, que los primeros meses después de la fusión obtuvo el mayor rendimiento de todas ellas, seguida de las fusiones 29 y 33, respectivamente.

4. CONCLUSIONES

Este trabajo tiene como objetivo analizar las consecuencias que han tenido las fusiones de fondos de inversión en España en el periodo comprendido entre 2001 y 2011. Como principal causa de las fusiones de fondos en nuestro país nombraremos a la crisis financiera, ya que vienen motivadas mayoritariamente por los procesos de reestructuración de grupos financieros.

Si bien cabe decir, que la industria de fondos de inversión en España ha tenido un fuerte impulso tanto en términos de patrimonio bajo gestión, como en número de fondos, como en número de partícipes, a pesar de la crisis que sacudió los mercados financieros recientemente. Todo ello gracias a las mejoras llevadas a cabo en la gestión de carteras, como son la diversificación, tratamiento fiscal, gestión profesional, economías de escala y una gran gama en la oferta de fondos de inversión que hace que los inversores puedan elegir el perfil de riesgo que mejor se ajusta a sus necesidades y a su horizonte temporal.

Con nuestro análisis empírico inicial, podemos confirmar que mientras los fondos absorbidos tienden a rendir por debajo de los fondos absorbentes antes de la fusión, no encontramos una variación significativa en el rendimiento de los fondos resultantes después de la fusión en relación con la rentabilidad obtenida por los absorbentes antes de la fusión.

En el caso del patrimonio y número de inversores, podemos afirmar que el patrimonio medio y el número de inversores medio es estadísticamente inferior en fondos absorbidos que en los fondos absorbentes en los años en que se producen las fusiones en ambas vocaciones inversores.

5. FUENTES DE INFORMACIÓN UTILIZADAS

5.1 Referencias bibliográficas:

Andreu, L., Sarto, J.L. (2012) *Financial consequences of mutual fund mergers*. The European Journal of Finance. Special issue: 29.

Chen, J. H., Hong, M. Huang and J.D, Kubik (2004) *Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization*. The American Economic Review 94 (5): 1276-1302.

Ding, B. (2006). *Mutual fund mergers. A long- term analysis*. Working paper available at SSRN

Jayaraman, N., Khorana, A. and Nelling, E. (2002) *An analysis of the determinants and shareholders wealth effects of mutual fund mergers*. The Journal of Finance, 57: 1521-1551.

Namvar, E., Phillips, B. (2013). *Commonalities in investment strategy and the determinants of performance in mutual fund mergers*. Journal of Banking & Finance, 37 (2): 625–635.

M^a Isabel Cambón, Ramón Losada (2012) *Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito*. Documentos de trabajo nº54 de la CNMV.

Estudio sobre el mercado de fondos de inversión, por RURALVÍA, disponible en: https://www.ruralvia.com/cms/estatico/rvia/generico/ruralvia/es/particulares/informacion_institucional/otros_temas/doc/fondos_inversion.pdf

Artículo Académico de la CNMV, disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT48_weben.pdf

Estudio de la Universidad de Navarra sobre la reestructuración bancaria <http://www.iese.edu/research/pdfs/ESTUDIO-175.pdf>

5.2 Referencias jurídicas:

Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el reglamento de desarrollo de la Ley 23/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. «BOE» núm. 275, de 15/11/2012

5.3 Artículos de prensa:

Luque, F. (2001) Senior Financial Editor de Morningstar:
<http://www.morningstar.es/es/news/23488/fusi%C3%B3n-para-los-fondos-del-santander-y-bch.aspx>

Martín, P (2009) Diario Cinco Días: *La crisis provoca una avalancha de fusiones de fondos de inversión:*
http://cincodias.com/cincodias/2009/08/19/mercados/1250776033_850215.html

Meraviglia-Crivelli, A.(2013) Diario Cinco Días: El nuevo mapa del sistema financiero español:
http://cincodias.com/cincodias/2012/08/30/graficos/1346542000_720215.html

5.4 Páginas web consultadas:

www.morningstar.es
www.cnmv.es
www.inverco.es
www.rankia.com
www.expansion.com
www.invertia.com