



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Gestores de fondos de inversión: publicidad de la información y posibles cambios.

Autora

Cristina Marco Albert

Directora

Cristina Ortiz Lázaro

Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Zaragoza
2015

INFORMACIÓN Y RESUMEN.

Autora del trabajo: Cristina Marco Albert

Directora del trabajo: Cristina Ortiz Lázaro

Titulo del trabajo: Gestores de fondos de inversión: publicidad de la información y posibles cambios.

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad, Universidad de Zaragoza.

Depósitos a plazo, acciones, bonos... muchos son en la actualidad los productos en los cuales podemos depositar nuestra confianza a la hora de elegir una opción en la que invertir nuestro dinero.

El producto estrella por excelencia en este momento son sin duda los fondos de inversión, los cuales están ofreciendo unas contraprestaciones superiores a los demás productos existentes en el mercado.

Nuestra pregunta es: ¿quién está detrás de estos resultados? Los profesionales encargados de la gestión de fondos se encuentran en el punto de mira tanto de gestoras como de inversiones individuales que están a la espera de los resultados que obtendrán, lo que lleva a que se produzcan una serie de movimientos en la plantilla que compone dichos fondos.

El objetivo de este trabajo es estudiar si existe alguna relación entre los cambios en la gestión de estas instituciones con los resultados obtenidos, así como un estudio a nivel global de la cantidad y calidad de la información que se presenta de estos productos (actualmente situados en su punto álgido), a través de un análisis de la información presentada por las gestoras acerca de cada uno de sus productos y de una serie de análisis empíricos a través de bases de datos reales.

INDICE.

1. INTRODUCCIÓN.....	Página 4
2. MARCO CONCEPTUAL.....	Página 7
2.1 INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVAS: IMPORTANCIA DEL INVERSOR INDIVIDUAL.....	Página 7
2.2 LA TRANSPARENCIA DE LA INFORMACIÓN EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	Página 11
2.3 ¿QUENES SON LOS ENCARGADOS DE GESTIONAR NUESTROS FONDOS DE INVERSIÓN?.....	Página 13
3. ANÁLISIS EMPÍRICO.....	Página 17
3.1 EXPLICACIÓN DE LOS CAMBIOS DE GESTOR.....	Página 17
3.2 PROCEDENCIA DE LOS DATOS.....	Página 20
3.3 ANÁLISIS PRELIMINAR.....	Página 23
3.3.1 CARACTERÍSTICAS DE LA INFORMACIÓN OBTENIDA A TRAVÉS DE LAS BASES DE DATOS.....	Página 28
3.3.2 PRIMERAS CONCLUSIONES A PARTIR DE LOS DATOS PROCEDENTES DE SITUACIONES REALES.....	Página 30
4. CONCLUSIONES.....	Página 38
5. ANEXOS.....	Página 41
6. BIBLIOGRAFÍA.....	Página 42

GRÁFICO 3.1: INTRODUCCIÓN DE NUEVOS FONDOS DE INVERSIÓN A LO LARGO DEL PERÍODO ANALIZADO.....	Página 24
GRÁFICO 3.2: NÚMERO DE CAMBIOS POR FONDO DE INVERSIÓN.....	Página 27
GRÁFICO 3.3: CAUSAS DEL CAMBIO DE GESTOR EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	Página 30
GRÁFICO 3.4 NÚMERO DE FONDOS SEPARADOS POR GESTORA.....	Página 31
GRÁFICO 3.5: AGRUPACIÓN DE LOS FONDOS CON CAMBIOS.....	Página 34
GRÁFICO 3.6: DISPERSIÓN.....	Página 35
GRÁFICO 3.7: EVOLUCIÓN LIBERTY SPANISH STOCK MARKET (2011-2015).....	Página 36
GRÁFICO 3.8: SANTANDER INDICE ESPAÑA OPENBANK (2011-2015).....	Página 37

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN.

Los fondos de inversión son una opción muy común a la hora de intentar buscar una cierta rentabilidad al dinero del que disponemos, tanto a nivel nacional como internacional. En estos últimos meses, nos encontramos en una situación en la que los tipos de interés de los depósitos a largo plazo están realmente bajos, lo que puede llevar también a la contratación de nuevos fondos de inversión por parte de los pequeños ahorradores, que tenían sus ahorros en estos depósitos; ya que a la hora de renovarlos, no encontraban en ellos la rentabilidad esperada y han buscado nuevas alternativas que les hagan optimizar los beneficios.

Pero detrás de esa rentabilidad se esconden una serie de gestores de fondos, los cuales se encargan día a día de operar con los diversos activos que componen estos instrumentos de inversión colectiva.

Observando dicha gestión, podemos observar características muy diferentes entre los diversos fondos de inversión, debido en gran parte a la tolerancia o no al riesgo que las gestoras están dispuestas a asumir en sus productos, o a los perfiles del público objetivo al que quieren hacer llegar los fondos de inversión con los que cuentan.

Como bien sabemos, el número de fondos que aparecen en el mercado es notablemente superior al número de gestores registrados, por lo que esto quiere decir que cada gestor opera con más de un fondo de inversión como norma general (ya que puede ser a la vez o en un diferente momento temporal). Según Escudero R. (2013), España es el cuarto país europeo por número de fondos de inversión, con un total de 2.360. Además se coloca en la octava posición por volumen de activos gestionados por estos productos financieros, con un patrimonio total de 162.355 millones de euros.

Esto no quiere decir que cada gestor tenga una actuación idéntica en cada uno de los fondos que gestiona, ya que debido a la naturaleza de los mismos y de la vocación inversora de sus potenciales clientes, el gestor deba verse en la situación de adaptarse a los diferentes criterios “exigidos” a la hora de tomar una determinada decisión.

Pero a la hora de observar el ciclo de vida de los fondos de inversión vemos que se producen una gran cantidad de cambios en los profesionales que se encargan de la gestión de dichos productos, tanto por factores externos (como pueden ser las variaciones del mercado o determinadas exigencias propuestas por la propia gestora), como por factores directamente relacionados con los gestores.

Cuando vemos que en un fondo de inversión un gestor desaparece para dar paso a un nuevo gestor que se ocupe del mismo la primera idea que tenemos es que esa persona o grupo de personas que se encargaban de trabajar con dicho fondo no lo han hecho bien. Pero lo que quizás, puede ser un pensamiento menos habitual el de que los profesionales han tenido una gestión tan eficiente que otra gestora diferente de la que en ese momento contaba con su trabajo ha visto sus resultados y han querido captarlos para llegar a unos beneficios similares en sus propios productos.

En este trabajo, vamos a intentar reflejar los cambios de estos gestores en los diversos fondos de inversión que han existido y existen en nuestro país, así como el por qué de dichos cambios. Es decir, queremos realizar unos análisis preliminares con los cuáles podamos llegar a una serie de conclusiones acerca de cuáles pueden llegar a ser los factores que influyan en dichos cambios de gestión. Así como la transparencia de conocer que personas están detrás de cada fondo, y a partir de ahí detectar los cambios de gestores que se producen. Tratando así de observar la profundidad con la que dichos cambios llegan en forma de información financiera y resultados positivos o negativos para el inversor.

Queremos saber hasta qué punto podemos llegar a entender los cambios de gestora o despido de dichos gestores en relación con la rentabilidad obtenida en cada uno de los fondos que gestionan y observar si a partir de dicho cambio la evolución del fondo ha sido favorable o desfavorable.

Esto podrá ser realizado a través de un análisis de las posiciones que ocupan cada uno de los fondos seleccionados en el ranking de rentabilidades de cada categoría, para poder examinar así, si una posición favorable cambia a una desfavorable o viceversa, con la finalidad de observar una serie de tendencias que nos permitan llegar a resultados.

Para ello vamos a trabajar con una serie de bases de datos obtenidas de Morningstar y de la CNMV. A través de los ISIN de los fondos de inversión que han existido en España a lo largo de estos últimos 30 años, para así poder obtener una serie de conclusiones acerca de nuestra situación a nivel de país, y ver si de alguna manera estos cambios pueden predecirse a partir de los resultados obtenidos en nuestras bases de datos. Con este análisis vamos a intentar resolver la cuestión de si la rentabilidad o viabilidad de un fondo, depende de una manera directa de las personas que lo gestionan, obteniendo así la posibilidad de poder encontrar a los gestores de fondos más eficientes.

Descompondremos nuestro estudio en dos partes muy diferenciadas, la primera una parte de rastreo y búsqueda de tendencias tanto a nivel de España como a nivel internacional de las variaciones de los gestores en los instrumentos de inversión colectiva, transparencia de los datos que nos proporcionan las gestoras y realizar una comparación de la evolución de los mismos; la segunda un análisis con datos reales obtenidos a partir de las bases de datos mencionadas y a partir de las cuales intentaremos ver si lo que hemos comparado y las conclusiones a las cuales hemos llegado en la primera parte puede ser demostrado con ellos.

Nos gustaría destacar la originalidad de este trabajo de fin de grado, debido principalmente a la opacidad de la información que se presenta acerca de los nombres de los gestores de fondos de inversión españoles, como detallaremos posteriormente.

Más adelante trabajaremos con informes similares acerca de este tema, pero que tratan de otros países debido a que apenas aparece información del ámbito nacional. Realizaremos un análisis científico acerca de las diversas situaciones que se pueden dar en la gestora o en un fondo concreto para que se produzca un cambio en la gestión de los fondos, pero como la información no recoge el 100% de los fondos gestionados las conclusiones quizás no puedan ser extensibles a la industria en su conjunto, por ese motivo, intentaremos llegar a conclusiones personales con toda la información encontrada en libros, internet y en las bases de datos que hemos ido encontrando.

Finalmente, antes de comenzar con el trabajo, me gustaría hacer un agradecimiento a la Universidad de Zaragoza, en especial al departamento de finanzas y contabilidad que me ha proporcionado la base de datos de los fondos de inversión de Morningstar, a la

que yo a nivel particular no habría podido acceder y sin la cual no habría sido posible la realización de gran parte de los apartados empíricos analizados en este proyecto.

CAPÍTULO 2. MARCO CONCEPTUAL.

2.1. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA, IMPORTANCIA DEL INVERSOR INDIVIDUAL.

La industria dedicada a la gestión de activos es uno de los sectores en los que más se cotiza el talento de sus trabajadores, debido a que debes seleccionar de manera adecuada y precisa que valores se compran, a qué precio y en qué momento, lo que puede suponer el éxito o el fracaso de un fondo o de una gestora; ya que una mala decisión en un sector tan competitivo y tan en auge como es la inversión colectiva puede desencadenar resultados desastrosos y una huella imborrable para la gestora.

A finales del año 2012, salió a la luz la noticia de que el gestor Iván Martín iba a abandonar la gestora “Aviva Gestión”, lo que suponía un cambio radical en el fondo y una mala noticia para los inversores, ya qué según la fuente: Morningstar News acerca de la protección de los inversores frente a los cambios en los profesionales que gestionan los fondos de inversión, un cambio en la gestión de un fondo de inversión puede generar una situación tensa e inestable que puede llegar a reflejarse en los resultados o en la propia actitud de los inversores individuales en relación a la vinculación que tenían.

Por ello Luque F. (2012) nos indica que, “*hay gestoras e inversores más preparados que otros para suplir un cambio de gestor en un determinado fondo de inversión*”

En este caso particular, esto supondría una mala noticia para los inversores debido a que Iván Martín se trataba de un gestor que había estado obteniendo unos resultados muy superiores a la media y había obtenido un gran reconocimiento tanto por parte de las diferentes gestoras y profesionales que trabajaban en ellas, como por los inversores particulares, que veían que sus beneficios crecían a un ritmo acelerado; debido a eso habían tenido un vínculo especial con el gestor el cual sería difícil de reemplazar, al cuál en la inmensa mayoría de los casos ni siquiera conocen.

Según lo que comentan los analistas de Morningstar en este estudio, existen varios motivos por los que no conviene precipitarse cuando un inversor se entera de que su fondo ha cambiado de gestor. En primer lugar debemos averiguar si puede suponer un cambio en la política de inversión de dicho fondo, por lo que habrá que vigilar tanto la cartera como los resultados del fondo. Por ello, según Luque F. (2012), “*sólo si se produce un cambio sustancial en la filosofía de inversión y/o en los resultados del fondo debe uno plantearse salirse del fondo o traspasar sus participaciones.*”

Seguidamente tenemos que tener en cuenta que en la mayoría de los casos no es trabajo de una sola persona el de gestionar el fondo, por lo que tenemos que ver si la marcha del gestor modifica de alguna manera el equipo que trabaja en la gestión del fondo.

Como hemos comentado en la introducción del trabajo, la figura del gestor es una de las más importantes a la hora de gestionar el fondo, por lo que, si es una persona conocida por el inversor y si además gracias a él han conseguido una rentabilidad positiva en el fondo con el que operaba, supondrá una gran pérdida para la gente que tiene depositado su dinero. Si estas personas quieren seguir fieles a su gestor (realmente a su gestión en la mayoría de los casos), tienen la posibilidad de traspasar su dinero al fondo donde se haya ido, porque debemos recordar que la marcha de un gestor de un fondo no supone siempre su retirada de la práctica de la gestión de fondos.

Para proteger a los pequeños inversores ante todos estos cambios producidos entre los administradores de los fondos de inversión, el gobierno ha impulsado una reforma legal que les otorgará protección cuando un gestor estrella abandone el fondo del que se ha estado ocupando. Por lo que se ha modificado la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, a través de Proyecto de Real Decreto del año 2014, por el que se modifica 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, obligando a las entidades financieras a comunicar a los inversores como hecho relevante la salida de dichos gestores, permitiendo a los inversores abandonar el producto sin coste alguno.

Modificación 8.3: *Cuando una IIC esté gestionada por un gestor relevante de forma que esta circunstancia sea uno de los elementos distintivos de la IIC y esté previsto en el folleto y en el documento con los datos fundamentales para el inversor el cambio del gestor relevante será considerado como un cambio sustancial de la política de inversión requiriendo su publicación como hecho relevante y dando, en el caso de los fondos de inversión, derecho de separación... Si la sustitución del gestor relevante tuviera efectos inmediatos, también podrá ser comunicada a los partícipes del fondo de inversión con posterioridad a su entrada en vigor, en el plazo de diez días hábiles.*

También tenemos que tener en cuenta que por mucho éxito que haya tenido un gestor en su anterior fondo de inversión, no significa necesariamente que vaya a obtener unos resultados tan notables en su nuevo destino ya que no sabemos con qué equipo de analistas va a contar, los recursos con los que va a contar, la naturaleza de los activos gestionados y las características que va a tener el mercado en el momento del cambio y durante su gestión.

Es más, cuando vas a depositar tu dinero en un fondo de inversión lo primero que se advierte en el folleto informativo como premisa indispensable es que las rentabilidades pasadas de dicho fondo no garantizan rentabilidades futuras en el mismo, hecho que aunque a primera vista puede resultar obvio, es uno de los principales motivos por los cuales surge la contratación de estos productos de inversión.

Los resultados de Menéndez y Álvarez (2000) acerca de la persistencia en la rentabilidad de los fondos de inversión españoles concluían que únicamente se veía una persistencia en la rentabilidad en aquellos fondos de renta variable que reflejaban los peores resultados. Con esto se puede llegar a la conclusión de que en ningún fondo se puede tener una certeza verdadera de que la tendencia que sigue su rentabilidad vaya a continuar, únicamente ven una homogeneidad en los fondos con malos resultados e incluso en ellos podría darse el caso de un cambio positivo en los resultados que generarán en un futuro.

Quizá esta tendencia se mantiene debido a la clase de productos que se gestionan en esos fondos, ya que teniendo en cuenta el momento económico en el que nos

encontramos, los activos de un sector determinado pueden reflejar resultados negativos durante un largo periodo de tiempo.

Uno de los debates de mayor calado en la temática de la persistencia de resultados de los fondos de inversión es acerca de si guarda, o no, relación con la existencia de habilidades de gestión o con ventajas informativas sistemáticas. Carhart (1997) afirmó que la persistencia mostrada por los fondos de inversión se debe principalmente a que los gestores siguen accidentalmente simples estrategias de momentum, mediante el mantenimiento accidental de posiciones compradoras de pasados ganadores.¹

Una puntuación muy importante que tenemos que tener en cuenta tras pensar en estos cambios de gestor es la escasez de información que proporcionan la mayoría de las gestoras españolas en cuanto al nombre de los gestores responsables de los fondos. Realmente observamos, y nos llama la atención, que en España únicamente se muestra la información legalmente exigida a la hora de contratar un producto financiero, no como en otros países que reflejan una mayor cantidad de información adicional que no se exige, dotando de una mayor transparencia estos productos financieros a contratar. Lo que nos lleva a pensar que debido a la competitividad feroz entre las gestoras de fondos de inversión españoles la transparencia es claramente sesgada, lo que al fin y al cabo repercute directamente sobre el inversor individual.

La transparencia en los fondos de inversión es uno de los temas que vamos a tratar a continuación para poder comprender mejor el funcionamiento de estos fondos. Una de las hipótesis acerca del porqué del cambio de gestor en un fondo puede deberse a la búsqueda de mejores oportunidades e intentar aumentar su reconocimiento como gestor operando en diversas gestoras, tratando así de evitar un “estancamiento” a nivel laboral como profesional en la gestión de instituciones de inversión colectiva.

¹El efecto momentum (Jegadeesh y Titman,1996) es una regularidad que consiste en la generación de rentabilidades anormales positivas mediante la gestión de una cartera autofinanciada derivada de la compra de pasados ganadores y la venta de pasados perdedores relativos a un determinado periodo de tiempo de formación (3 a 12 meses)

El estudio de Kostovetsky (2010) revela que los gestores que tienen una mayor cantidad de activos bajo su gestión que sus propios compañeros son menos propensos a cambiar de gestora que aquellos gestores que tienen la misma cantidad que sus compañeros, es decir, supongamos que un gestor tiene un total de activos gestionados de 25 millones de euros, si ese gestor ve que sus activos son mayores que los que son gestionados por sus compañeros este se verá en una posición ventajosa y no buscará un cambio de gestora para la que trabajar; por el contrario si tanto él como sus compañeros gestionan 25 millones de euros cada uno, dicho gestor verá que no destaca y quizás le surja la idea de que en otro lugar de trabajo se le daría una mayor responsabilidad, pudiendo así llegar a destacar como uno de los gestores estrella de una determinada compañía.

Así pues, también es mucho más probable que se marche un gestor de una edad inferior a 44 años (debido a que siguen buscando la promoción entre gestoras) que los gestores que superan dicha edad, los cuales son más aversos a los cambios y prefieren continuar en la misma gestora aunque ello implique no obtener un mayor reconocimiento como profesionales.

2.2. LA TRANSPARENCIA DE LA INFORMACION EN LOS FONDOS DE INVERSION.

Centrándonos ahora en el tema de la transparencia de los fondos de inversión, vamos a explicar cuál es la información obligatoria que deben presentar los fondos de inversión en España, así como un análisis más específico acerca del tema central de nuestro trabajo, la inclusión o no de los nombres de los gestores que se ocupan de los fondos de inversión.

Cuando hablamos de la regulación de los fondos de inversión en nuestro país debemos tener en cuenta que existen dos órganos reguladores los cuales velan por que los inversores tengan la información suficiente y necesaria de los fondos que están adquiriendo; estos son la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuentos intervienen en los mismos (fue creada por la ley

24/1988 del mercado de valores) y la Ley 35/2003 de 4 de Noviembre de Instituciones de Inversión Colectivas.

La CNMV aconseja a todos los inversores que deben conocer las características fundamentales del fondo en el que están invirtiendo su dinero, ya que, según una encuesta del periódico “El Confidencial” (2014) realizada a través del Observatorio Inverco sobre un público de 600 personas, alrededor del 70% de los inversores reconocen no haber leído con detalle el folleto informativo del fondo que han contratado.

No es necesario que el inversor conozca cada uno de los detalles acerca de dicho fondo, pero sí unos mínimos:

- El tipo de categoría a la que pertenece el fondo que están contratando.
- El objetivo de la gestión.
- La política de inversión.
- Lo que ocurriría si en un momento determinado el inversor desea suscribir o reembolsar participaciones.
- El perfil de riesgo y la remuneración.

Según el Artículo 17 de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectivas, la sociedad gestora deberá publicar para la difusión entre los accionistas, partícipes y público en general un folleto en el que aparezcan dichos datos necesarios para el inversor, un informe anual, un informe semestral y otro trimestral, con el fin de que sean conocidas (de una forma actualizada) todas las circunstancias que puedan influir en el comportamiento de los activos que componen dicho fondo.

El folleto contendrá los estatutos o el reglamento de las IIC, según proceda, y se ajustará a lo previsto en el artículo 27 de la Ley del Mercado de Valores, y en la normativa de desarrollo de esta Ley, siendo registrado por la CNMV con el alcance previsto en el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores.

Además de los datos que hemos mencionado necesarios para el conocimiento del producto para el inversor, el folleto informativo deberá contener una declaración del lugar donde puede obtenerse información adicional sobre la inversión prevista.

Este folleto deberá ser redactado de forma concisa y con un lenguaje no técnico para facilitar la fácil comprensión del inversor, así como ser presentado en un formato común que permita efectuar comparaciones entre fondos y para poder realizar un análisis razonable de las características esenciales, la naturaleza y los riesgos del producto, para poder así llegar a tomar una decisión sin la necesidad de recurrir a otros documentos.

Según el Artículo 18 de la Ley 35/2003 de 4 de Noviembre de Instituciones de Inversión Colectivas este informe deberá entregarse con suficiente antelación y de manera gratuita.

Tras estudiar la legislación acerca de los folletos informativos de los fondos de inversión, y en relación con el tema principal del trabajo, vamos a comparar, desde el punto de vista de la transparencia a la hora de mostrar en dicho folleto el nombre del gestor que se encarga de controlarlo, la información reflejada y las exigencias legislativas que obligan o no a informar de características concretas de los fondos de inversión.

2.3. ¿QUIENES SON LOS ENCARGADOS DE GESTIONAR NUESTROS FONDOS DE INVERSIÓN?

Cuando miramos los folletos informativos a la hora de contratar un determinado fondo de inversión aparece una gran cantidad de información, alguna de la cual, si no tienes experiencia o conocimientos acerca del tema tratado, puede resultar de difícil comprensión.

Podemos ver, que no se aplica una técnica nada homogénea a la hora de escoger cuál debe ser la cantidad de información mostrada en este folleto si tenemos en cuenta fondos de inversión de los distintos países de los que hemos podido encontrar información.

Sin embargo, tras realizar un análisis más exhaustivo, y estudiando detenidamente el informe de Morningstar “*Global Fund Investor Experience*” publicado en el año 2013, que informaba acerca de la transparencia de la información en los fondos de inversión en diversos países del mundo, podemos sacar una serie de conclusiones, las cuales no podemos decir que den una conclusión real al 100% ya que la información que se nos ha ido presentando en los diversos artículos e informes está muy sesgada y no aparecen un numero de países tan grande como para decir que nuestro resultado es realmente una imagen fiel de lo que ocurre en la realidad.

A simple vista no se encuentra una correlación clara tampoco entre los continentes, por ejemplo, en un análisis preliminar de la información obtenida no observamos que en un mismo continente se tenga la obligación o no de mostrar el nombre de los gestores ya que no predomina ninguna de las dos opciones (presentar los nombres o no presentarlo) por encima de la otra en una cantidad realmente significativa.

Para realizar nuestra comparación vamos a ir mencionando los puntos clave que hemos pensado que son los que de verdad interesan en nuestro estudio:

- Dificultad para saber si se publica o no el nombre del gestor en el folleto informativo de acuerdo a su localización geográfica. En el comienzo de nuestro análisis a través de la información encontrada en los artículos de Morningstar, la primera idea que hemos pensado es que separando los países en los continentes a los que pertenecen podríamos ver una tendencia más marcada hacia un extremo u otro que analizándolos individualmente.

Con esta idea como base, pensábamos que Europa se vería como un continente en el cual se vería claramente que, a excepción de unos pocos países, la obligación de mostrar el nombre del gestor en el folleto informativo; pensamiento que resultó erróneo, porque como pensábamos hay muchos países en Europa que muestran el nombre, pero aparecen un número similar que no tiene la obligación de presentarlos.

Tras ver que nuestra primera idea no podía ser fundamentada, encontramos otra que pensábamos que no iba a aparecer en nuestros resultados, el

comportamiento del continente Asiático. Pensábamos que en los diferentes países de Asia, al tener un gobierno y una política tan diferente entre ellos, no iba a aparecer una homogeneización tan clara como la que presentan a la hora de ver la claridad y calidad en los informes; en la realidad pensábamos que si de alguna manera iba a existir algún nexo de unión entre la estructura de sus folletos de presentación sería en la cautela y en la escasez de información a la hora de presentarlos; una conclusión muy poco acertada por nuestra parte.

En el caso de América podemos ver que en ambos países que disponemos de información, la calidad es excelente pero como únicamente tenemos dos no podemos decir que tienen una tendencia clara, ya que no disponemos de los suficientes datos; como idea adicional que nos hace plantearnos que la transparencia en el continente americano no estaría decantada hacia una tendencia tan clara sería la comparación de América del norte con América del sur, esta ultima compuesta por países mucho menos desarrollados que la primera, lo cual nos llevaría a pensar que eso podría influir en la cantidad de información mostrada de los fondos domiciliados en sus países.

- Diferencias abismales entre el país más transparente y el más reservado: Otra de nuestras primeras impresiones antes de centrarnos a fondo en el análisis fue que debida a su situación tanto económica como política, el país que presentaría una cantidad y calidad mayor de información en su folleto informativo estaría situado en el continente americano; y que por el contrario, el que tendría una información más escueta y sesgada estaría en África. Nuestra conclusión fue acertada.

Tras analizar los datos detenidamente y compararlos con los de los otros países observamos que Estados Unidos tenía una calidad de información claramente envidiable a la que presentaban los otros países presentes en nuestro análisis.

De acuerdo con la información presentada en el informe analizado, observamos que Estados Unidos tiene una calidad de información excelente, además de presentarla de una manera frecuente y clara, informa del nombre de los gestores

que controlan el fondo así como la labor que están desempeñando y los resultados que van obteniendo.

En el polo opuesto, se encuentra Sudáfrica, se trata de un país en el que se diferencian cualidades claramente diferentes a las de la tendencia Estadounidense. A parte de que en el folleto informativo los datos presentados son realmente escuetos y no se presenta el nombre de los gestores, las actualizaciones no se realizan de una manera trimestral o semestral como en el resto de países, sino que únicamente se realizan cuando se ha producido una reestructuración tan importante como para que no sirva ese folleto y deba realizarse uno nuevo.

Por otra parte el folleto no se refiere a un solo fondo, sino que se refiere a todos los fondos de los que dispone una sociedad gestora, es decir, si una gestora Sudafricana se encarga de la gestión de 8 fondos diferentes únicamente podremos disponer de un único folleto que nos muestre las características globales de los ocho en conjunto; por todas estas cosas podemos clasificar a Sudáfrica como el país en el que la claridad de la información relacionada con los fondos de inversión es menor.

- El lugar de España en nuestra clasificación: A la hora de comparar el folleto informativo y la transparencia de información de España con la del resto de países, se podría decir que España se encuentra ligeramente por encima de la media. Se realiza una actualización trimestral de los informes y cuenta con unas buenas prácticas de divulgación lo que facilita la labor del inversor; sin embargo, España coincide con la mayoría de los países en que no presenta el nombre de los inversores, no solo no es obligatorio, sino que rara vez lo presentan de manera voluntaria (como podrían ser Singapur, India, Canadá o Estados Unidos)
- El papel del denominado “Gestor Estrella”: finalmente y tras tener unos datos más concretos, nos gustaría dar nuestra opinión acerca del por qué de la publicación de los gestores de los fondos o no.

Sabemos que los fondos de inversión están constantemente sometidos a una gran cantidad de diferentes situaciones, las cuales pueden ser resueltas de una manera más acertada o errónea por parte de los gestores que de ellos se encargan. Cuando tenemos unos resultados tanto muy positivos como muy negativos, la gestora se pone en el punto de mira tanto de los medios de comunicación como de los propios inversores que tienen su dinero depositado en el fondo y cuya rentabilidad depende de ellos.

Los inversores no dejan de ser personas que se dejan guiar por impulsos y sentimientos, las cuales pueden crear un afecto especial por su gestor si gracias a él obtienen unos buenos resultados. Podemos llegar a la conclusión de que las gestoras informan del nombre del gestor en su folleto informativo únicamente como un reclamo, para intentar que cuando el inversor vea la persona que está gestionando el fondo, se vea atraído por el propio gestor y no por el producto en sí, ya que el subconsciente le podría llevar a pensar que si con un determinado gestor su fondo obtuvo una buena rentabilidad la primera vez, en este momento podría repetirse. Por ello y como hemos mencionado anteriormente, se tiene la obligación de informar en el folleto de que una rentabilidad pasada no garantiza los mismos resultados en el presente.

También a la hora de haber fichado un gestor de otra firma, para llegar a hacer una publicidad de la misma, haciendo pensar que han conseguido que el gestor se fuera de una para incorporarse a la suya debido a que su producto es mejor que el de la competencia.

CAPITULO 3: ANALISIS EMPÍRICO.

3.1. EXPLICACION DE LOS CAMBIOS DE GESTOR.

A la hora de centrarnos en un análisis más práctico que lo realizado anteriormente, nos gustaría poder llegar a una conclusión acerca del por qué de los cambios relacionados con los profesionales que trabajan con los fondos de inversión. Como ya hemos mencionado, un cambio en la gestión de un fondo de inversión por parte de la sociedad

gestora no solo puede verse impulsado por un trabajo ineficiente o unos resultados negativos por parte de los gestores que del fondo se encargan, sino también de una rivalidad laboral por parte de las gestoras por conseguir tener en su equipo a un “gestor estrella” que destaque por su elevado rendimiento y su capacidad de gestionar un fondo a través de su visión global del mercado.

Observando un poco la literatura financiera y los diferentes artículos que aparecen acerca del tema que estamos analizando, nos gustaría hacer mención a una serie de afirmaciones bastante interesantes que hemos encontrado.

Chevalier y Ellison (1999) se dedicaron al estudio de la relación existente entre la gestión de los fondos de inversión y el reemplazamiento de los gestores en los fondos, con la edad y la educación de los gestores que de ellos se encargan. Con dicho estudio llegaron a la conclusión de que los gestores de una edad mas avanzada, realizaban una gestión de una calidad y resultados inferiores a la que podían realizar los gestores más jóvenes, esto puede ser explicado por el tipo y la calidad de la educación que los mismos han recibido.

Un estudio similar de Khorana (1966) examinó la relación existente entre el reemplazamiento de los gestores con la gestión que llevan a cabo en los fondos que dirigen, gracias a su estudio descubrió que existe una clara relación inversa entre la posibilidad de ser reemplazado con la calidad de la gestión llevada en el fondo. Comprobando así que un gestor cuya calidad de trabajo es inferior a la de sus compañeros tiene una mayor probabilidad de ser reemplazado.

Hemos hecho mención a estos estudios debido a que están directamente relacionados con los resultados que queremos obtener a partir de nuestras bases de datos. Gracias a dichos estudios, nos hemos dado cuenta de que este tema de los cambios en la gestión de instituciones de inversión colectiva está en auge en la industria de los fondos de inversión a nivel nacional.

Este fenómeno empezó a llevarse a cabo desde el momento en el que nuestro país se convirtió en uno de los mercados más dinámicos de Europa en estas últimas décadas como forma de gestionar su ahorro, ya que la gente muestra más interés acerca de este

tema, al ver que se trata de una opción que actualmente puede producir unos resultados mayores que los conseguidos en otros tipos de productos que eran más populares en años anteriores. *Los activos gestionados en los diversos fondos de inversión domiciliados en España han sufrido un crecimiento de más de un 25% en estos últimos veinte años. Andreu L. et. Al.*

Sin embargo, aun aumentando la cifra de activos gestionados y el interés que los inversores individuales demuestran en este tipo de productos, la información que aparece relativa a este tema en España sigue siendo escasa y se menciona muy a grandes rasgos, por lo que resulta difícil de encontrar y comparar a la hora de tratar de realizar una elección adecuada.

El elevado número de fondos de inversión existentes en España hacen que sean de un tamaño claramente inferior a los que por ejemplo podemos encontrar en Estados Unidos o en Reino Unido. Esto se debe al exceso de oferta de fondos de inversión, debido probablemente a la excesiva fuerza de ventas de los bancos españoles y las cajas de ahorros en el sistema bancario. Sin embargo de acuerdo con esta primera afirmación, vemos que aunque existe un elevado número de fondos, la mayoría están muy concentrados en la misma entidad gestora; concretamente, las dos mayores gestoras, Santander y BBVA cuentan con hasta el 50% de los activos que componen los fondos de inversión en España.

Continuando con la comparación con el paper de Andreu et al. nos gustaría comentar las diferencias que hemos encontrado entre su análisis y el nuestro, debido a ha sido el único que hemos encontrado acerca de este tema que se refiera al ámbito nacional.

En su trabajo, realizaron un análisis de la performance en los fondos de inversión de renta variable en España a través de datos de Morningstar y de la CNMV; para ello realizan un análisis a través del cual, estudiando las variaciones que se producen en el riesgo de un determinado fondo de inversión, observan si el cambio en la gestión ha sido uno de los indicadores de dicho incremento o disminución del riesgo.

Sin embargo nuestro trabajo está enfocado desde una perspectiva más amplia, nuestra base de datos no solo cuenta con los fondos de inversión de renta variable, sino que nosotros tratamos de analizar los cambios que se han producido a lo largo de todo el

tiempo abarcando todos los tipos de fondos de inversión existentes en España; un trabajo de una complicación mas elevada debido a que la gran variedad de fondos existentes, caracterizando este trabajo por su amplio espectro de análisis. También cabe destacar que escasez de información de este tema en España dificulta mucho las conclusiones que podemos llegar a obtener.

Además, en este trabajo no vamos a tener en cuenta ni el riesgo ni la rentabilidad², sino que partiremos de las posiciones que ocupan los fondos de inversión comparándolas con las que ocupan los fondos que forman parte de la misma categoría en el momento temporal en que se realiza el cambio de gestor.

3.2. PROCEDENCIA DE LOS DATOS.

Para nuestro análisis empírico acerca de los cambios de los gestores en los fondos de inversión hemos contado con dos bases de datos, una procedente de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y otra procedente de Morningstar.

Con la extensa base de datos con la que contamos en la CNMV vamos a extraer (a través del código ISIN³ de los fondos que posteriormente seleccionaremos) toda la información acerca de la posición que ocupan en el ranking dependiendo de los momentos temporales que necesitemos analizar relacionados con el cambio de gestor producido en el producto y de las categorías a las que pertenecen cada uno de los fondos.

Para encontrar la situación de cada uno de los fondos de inversión estudiados buscaremos todos los rankings desde el año 2006 en la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (Inverco). La elección del año 2006 como fecha de partida para la realización del análisis no se debe a la inexistencia de datos anteriores, sino a la

² No tenemos en cuenta la rentabilidad ni el riesgo de los fondos de inversión analizados debido a que abarcamos un amplio espectro de categorías de fondos, lo que no hace comparable las rentabilidades entre sí (no se puede comparar la rentabilidad de un fondo de renta variable con uno garantizado, por ejemplo); lo que nos hace que debamos buscar una a una las posiciones que ocupan los fondos en cada uno de los rankings existentes comparándolos con los de su misma categoría.

³ Código ISIN: El código ISIN (International Securities Identification Number) está desarrollado en el estándar internacional ISO 6166 y se utiliza para la identificación de valores mobiliarios. Es un código que identifica unívocamente un valor mobiliario a nivel internacional y tiene una gran acogida en todos los mercados financieros del mundo, que lo han incorporado a sus procesos de liquidación y custodia.

necesidad de limitar un poco la amplitud de nuestro trabajo; siendo a partir de esa fecha, el momento de mayor cantidad y calidad de información encontrada en las bases de datos a analizar.

A través de esta página encontraremos la situación de todas las categorías de fondos para obtener los datos mensuales de los diferentes rankings del mes anterior o del año anterior en el periodo temporal que hemos observado como idóneos para nuestro trabajo (desde el año 2006 hasta el año 2014).

A través de Morningstar hemos extraído la base de datos principal con la que vamos a trabajar desde un principio y a partir de la cual vamos a iniciar nuestro análisis para posteriormente completar los datos con lo que aparecen en la web de la CNMV. En dicha base de datos aparece una gran cantidad de información que nos facilitará la obtención de conclusiones.

Observamos que aparecen datos con un horizonte temporal de 30 años (1985 -2014) en el cual aparecen tanto los nombres de los fondos, como su ISIN y las personas que lo han ido gestionando a lo largo de la vida del mismo. También contamos con la información de durante que fechas gestionaron cada uno de los gestores esos mismos fondos y si apareció o no la figura de un “management team” como el encargado de llevar a cabo dicha gestión.

Entenderemos como “management team” a un grupo de gestores que trabajan en un fondo en calidad de equipo, no como gestores individuales que trabajan de forma separada para obtener los resultados.

El problema que hemos encontrado a la hora de trabajar con esta información es que fue extraída en “bruto”, la información del nombre de los gestores aparecía mezclada con las fechas tanto de inicio como de final y en muchos de los fondos faltaba información acerca del código ISIN de los fondos que aparecían reflejados.

Esto dificultó la tarea de trabajar con la información ya que tuvimos que separar el primero lugar cada uno de los fondos de la información en bruto, para así posteriormente tabular la información que aparecía de cada uno de ellos, por lo que tras

separar cada fondo fuimos buscando en Inverco y en la CNMV su categoría para posteriormente poder buscar en el ranking aquellos fondos de los cuales necesitáramos información acerca de la posición que ocupan en el mismo.

Tras separar toda esta información contamos con una base de 4.760 fondos de inversión registrados en España durante el horizonte temporal mencionado, a partir de ese elevado número de fondos empezaremos a trabajar. Cabe destacar también, que la base de datos con la que estamos trabajando tiene la característica de que está libre de sesgo de supervivencia, es decir, en ella aparecen también la información acerca de fondos que no podemos encontrar en el mercado actualmente debido a la extinción de los mismos.

Para poder llegar a una conclusión del porque se producen los cambios en los fondos de inversión españoles vamos a utilizar los datos que aparecen en la página web acerca de la rentabilidad de los fondos de inversión tanto a nivel mensual como anual.

Para comenzar, buscaremos la fecha en la que haya podido detectarse un cambio de gestor, y se selecciona el ranking a partir de la categoría a la que pertenecen para observar en la posición en la que se encuentra con respecto a todos los fondos que aparecen en ella. Como hemos mencionado antes, este ranking de fondos de gestión ha sido extraído de la web de Inverco que proporciona información pública acerca de la rentabilidad de los fondos de inversión.

Para ello partiremos de una base en la que vamos a tener en cuenta todos los tipos de fondos de inversión que existen para así no sesgar la información tanto, ya que dependiendo del tipo de fondo (ya fuera de renta variable, garantizado, mixto...) podrían darse una serie de resultados u otros.

Debemos recordar, que al tratarse de diferentes categorías de fondos, las rentabilidades no pueden ser comparadas entre sí. Por ese motivo, si tratáramos con una única clase de fondos, nuestro análisis podría realizarse con las rentabilidades que se tratan en esa misma página, lo que haría que el análisis fuera más sencillo.

El usar una variedad tan grande de clases de fondos de inversión le añade cierta complicación a nuestro trabajo, pero de esta manera conseguiremos un análisis empírico

que nunca se ha hecho, ya que los pocos análisis que se han elaborado a nivel de país se centran únicamente en una categoría de fondos muy concreta o en un horizonte temporal mucho más corto.

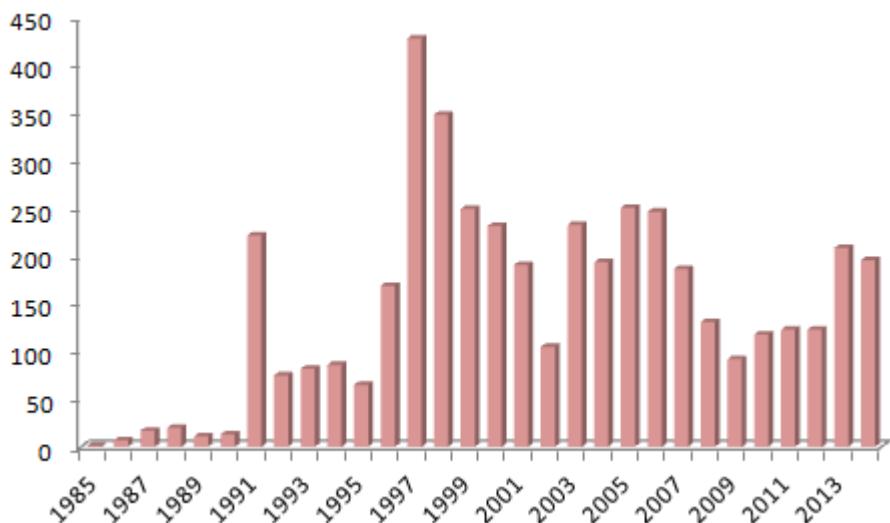
3.3 ANALISIS PRELIMINAR.

Hemos elaborado un gráfico para observar cual ha sido la tendencia en la creación de nuevos fondos de inversión en el mercado de inversión colectiva español durante el periodo que abarca nuestro análisis empírico, véase desde los años 1985 a 2014.

En el primer tercio de nuestro análisis (1985-1995) la creación de nuevos fondos de inversión fue escasa y de crecimiento pausado; sin embargo, en contraposición entre los años 1995 y 2005 el crecimiento fue realmente acelerado (quizás en algunas ocasiones en exceso) llegándose incluso a crear en un único año 450 nuevos fondos de inversión, una cifra realmente elevada debido a que muchos de los fondos creados son de características idénticas entre ellos, lo que provoca una duplicidad y dificulta la elección de fondos haciéndonos analizar una gran cantidad de fondos para realizar nuestra inversión, siendo muy similares entre ellos.

En la parte final podemos ver que la creación de fondos en estos diez últimos años ha sido más moderada que los anteriores y mucho mas mantenida, pero sigue siendo excesiva debido a la situación económica que sufrimos en nuestro país.

Gráfico 3.1: Introducción de nuevos fondos de inversión a lo largo del periodo analizado.



Partiremos de la base de datos obtenida en bruto como hemos mencionado anteriormente, a partir de la misma y a través de una serie de filtros empezaremos a desglosar la información de manera que podamos obtener datos homogéneos separados en los diversos campos que aparecen referenciados en la misma (nombre de los gestores, fecha de inicio y final, nombre y número ISIN de los fondos de inversión...)

Gracias a estos filtros y a nuestro posterior análisis buscaremos entre todos los datos reflejados los cambios que se han ido produciendo en la gestión de los fondos de inversión, ya sea pasar de un gestor individual a otro o de un management team a un gestor individual y viceversa.

Nuestro trabajo posterior a la búsqueda de los cambios en la gestión será observar como ha sido la tendencia en los resultados financieros de los fondos que han sufrido dichos cambios, desde antes de que se produzca la variación del gestor hasta un año después, para observar variaciones en las posiciones que ocupan los fondos y obtener las conclusiones que serán las que necesitemos para nuestro análisis final.

Empezamos extrayendo esta base de datos antes mencionada, en la cual aparecen todos los fondos de inversión que han estado operativos en España (incluso los que ya han desaparecido, ya que como hemos dicho antes nuestra base de datos está libre de sesgo

de supervivencia) y los cuales presentan una gran cantidad de información pero en “bruto”, la cual deberemos ir separando fondo por fondo para posteriormente desechar la información que no nos resulte útil, o ciertos datos que pueden aparecer reflejados de una manera errónea; obteniendo así información concreta y tabulada a partir de la cual podremos empezar a obtener conclusiones.

Tenemos en cuenta también que aparecen todos los fondos desde el primer momento en que se empezó a registrar este tipo de información en Inverco, por lo que debemos tener en cuenta que la información es realmente extensa y en algunos casos difícil de encontrar su clasificación a la hora de analizar los cambios de gestor.

En nuestra extracción inicial contaremos con un registro total de 4760 fondos de inversión registrados en España entre el año 1985 y el año 2014, los cuales vamos a filtrar con una serie de criterios concretos:

- Realizamos una primera eliminación, en la cual vamos a desechar los fondos que nunca han tenido datos reales relativos a ellos (existen fondos en los que el día de creación y desaparición son el mismo), aquellos fondos en los cuales los datos que a él conciernen nunca han sido reportados y como filtro mas importante en esta primera eliminación, aquellos fondos en los cuales no aparece reflejado el nombre del gestor o gestores que se han ocupado de dirigir dicho fondo a lo largo de la existencia del mismo (de los cuales aparecen un número muy elevado por la no obligación que existe en España de no tener que informar acerca de ellos, lo cual hemos mencionado con anterioridad), ya que esta información es la más importante y sin la cual no podremos hacer nuestro análisis posterior.

Tras este primer y complejo filtro, únicamente tenemos 1470 fondos operativos que cumplan los criterios exigidos.

Tras reducir la cantidad de fondos en un número considerable, podemos empezar a combinar los resultados de Morningstar con los datos de la CNMV a través de sus códigos ISIN.

En primer lugar, vamos a buscar en cuales de los diferentes fondos de inversión seleccionados se ha producido un cambio de gestor en un mismo momento de tiempo, entendiendo por esto que la fecha de cese del primer gestor coincide con la fecha de inicio de su sucesor en ese fondo de inversión⁴.

Debemos evitar tener en cuenta cambios que se han producido en diferentes momentos de tiempo debido a que eso podría llevar a unos resultados erróneos ya que al tratarse de una base de datos tan grande, hay mucha información que no ha podido ser reportada y nos podría llevar a un análisis erróneo; pudiendo así en el momento temporal entre gestor y gestor, faltar información acerca de otro gestor que se ocupó de ese determinado fondo de inversión aunque fuera por un breve periodo de tiempo.

Realmente podrían analizarse los cambios que no ocurren en fechas contiguas, pero lo que ocurre es que existiendo una diferencia temporal muy grande entre los dos gestores reportados, pueden darse una gran cantidad de situaciones que no aparecen reflejadas en nuestra base de datos y las cuales podrían influir en nuestros resultados.

Si en alguno de los casos tuviéramos datos referentes a esos periodos de desconocimiento, no existiría ningún problema en estudiar los cambios de gestor en ese tipo de fondos.

⁴ Posteriormente observaremos que deberemos tener en cuenta momentos temporales contiguos además de los que coincidan como hemos mencionado. Esto se debe a que existen un gran número de fondos en los que al producirse un cambio aparece reflejado de un día a otro, lo que no habíamos tenido en cuenta en un primer momento y lo que tras empezar a tratar la información debimos considerar.

Tabla 3.2 Número de cambios por fondo de inversión.

Año	Nº fondos	Cambios	Cambios por fondo
2000	232	1	0,004
2001	191	0	-
2002	105	3	0,029
2003	233	2	0,009
2004	194	0	-
2005	251	1	0,004
2006	247	2	0,008
2007	187	4	0,021
2008	131	2	0,015
2009	92	15	0,163
2010	118	2	0,017
2011	123	5	0,041
2012	123	18	0,146
2013	209	4	0,019
2014	196	51	0,260

En la tabla 3.2 mostramos el número de fondos de inversión al final de cada año, el numero de cambios que se producen entre los gestores en cada año y los cambios por fondo desde el año 2000 al año 2014. Realmente nuestra base de datos tiene un inicio mucho mas lejano, pero los cambios en la misma empiezan a aparecer reflejados en el año 2000, ya sea por falta de datos o porque a partir del año 1997 empezamos a tener un crecimiento en la creación de fondos de inversión.

Observamos a través de esta tabla que en los últimos 15 años se han producido un total de 110 cambios en los profesionales encargados de la gestión de los fondos de inversión en España; una situación que empieza a incrementarse en el año 2009 hasta la actualidad.

No sabemos si quizá se trate por la clase de fondos que se está gestionando actualmente o es debido a la situación económica del país y del crecimiento de la popularidad de estos productos, lo que podría hacer que el nivel de exigencia haya aumentado entre las gestoras y un simple error o acierto pueda hacer que se produzca una modificación en los componentes encargados de la gestión de estos productos.

Dentro de esos cambios producidos en la gestión de los fondos podemos diferenciar cuatro situaciones posibles: el cambio de gestor debido a una buena gestión, el cambio del gestor debido a una gestión ineficiente, la jubilación del gestor o la desaparición del fondo.

3.3.1 Características de la información obtenida a partir de las bases de datos.

Nuestra base de datos de Morningstar no muestra información específica acerca de la razón por la que se producen los cambios de gestor, aunque sí que aparece el nombre de los fondos, el nombre de los gestores y las fechas de cambio, lo que nos sirve de guía para seguir la trayectoria profesional de cada uno de los gestores recogidos en la base de datos dándonos la posibilidad de ver si se han movido de un fondo a otro.

Baumol (1967) y Marris (1963) aseguraban que los “gestores estrella” se encontraban más concentrados en función del tamaño de la gestora a la que representaban (relación directa entre el tamaño de la gestora y número de gestores estrella que a ella pertenecen) debido a que el tamaño de la misma estaba relacionado con la compensación que recibían y también porque la gestión de activos pertenecientes a una gran empresa suponía un mayor reconocimiento del gestor colocándolo en posiciones muy ventajosas con respecto a los demás. Es decir, un gestor que trabaja para una gran empresa tiene una mayor retribución económica y un mayor reconocimiento, por lo que los buenos gestores querrán formar parte de ella.

Con respecto a los cambios que se producen en la gestión de los fondos, vamos a asumir una teoría: el gestor que cambie a una gran compañía se deberá a que ha promocionado, al contrario que si un gestor ha pasado a formar parte de una pequeña gestora será debido a que ha sido sustituido por otro mejor.

Realmente sabemos que no es una hipótesis exacta, porque puede darse el caso de que un gestor haya elegido voluntariamente cambiarse a una gestora más pequeña porque ella misma le ha ofrecido una compensación económica mayor que en la que trabajaba anteriormente. Lamentablemente, no contamos con la información necesaria acerca de los incentivos que reciben los gestores para poder llevar a cabo un análisis más exhaustivo de esta afirmación.

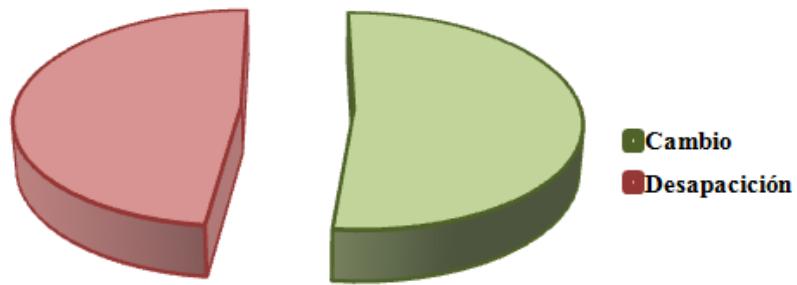
Mediante la observación de la muestra, podemos apreciar una gran cantidad de estilos de cambio, algunos gestores se marchan de un fondo de inversión e inmediatamente empiezan a gestionar otro, en otros sin embargo transcurre un periodo de tiempo entre el final de un gestor y el inicio del siguiente. En ocasiones debido a la falta de información en periodos temporales concretos en nuestra base de datos.

En nuestro trabajo vamos a estudiar únicamente los cambios inmediatos debido a que al tratar de analizarlos a través de las posiciones que ocupan en el ranking con respecto a los demás resultaría demasiado complejo y un tanto inexacto el analizar cambios que tienen por ejemplo una distancia de varios meses entre gestor y gestor, debido a lo nombrado anteriormente acerca de la posibilidad de una falta de información reflejada en la base de datos obtenida.

También debemos tener en cuenta, que no sólo se produce la marcha de un gestor de un fondo debido a su marcha a otra gestora, sino que ese gestor se marcha porque el fondo que estaba gestionando desaparece. Como también hemos mencionado, el cambio también podría deberse a la jubilación del propio gestor, pero esta opción nos resulta realmente inviable de analizar ya que deberíamos ver si tras el cambio, el gestor no aparece en ningún otro fondo de inversión y a partir de ese punto observar su trayectoria laboral; teniendo en cuenta la posibilidad de que esa persona puede estar dedicándose ahora a otra cosa o que tras la marcha del fondo puede haber ido a una gestora del extranjero.

En función de esta información hemos elaborado un pequeño grafico que explica esto en función de los cambios anteriormente señalados.

Gráfico 3.3. Causas del cambio de gestor en los fondos de inversión.



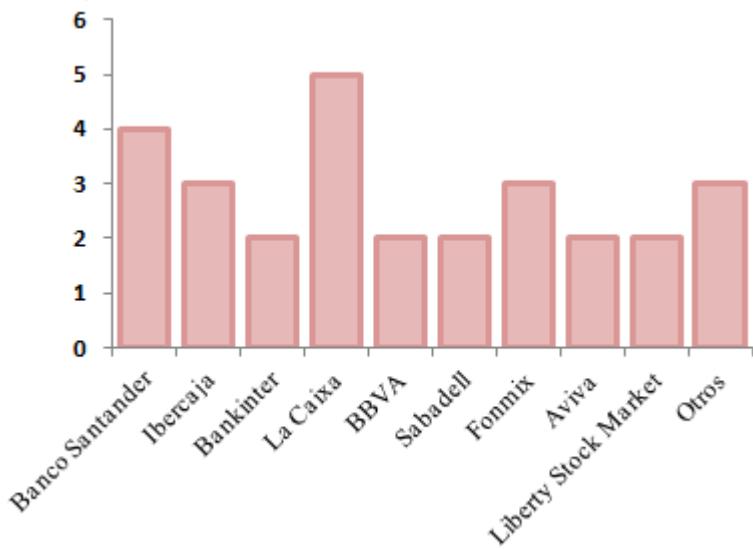
Como podemos observar, prácticamente la mitad de la finalización de la gestión de un profesional en los fondos analizados se debe a la desaparición del fondo en la cartera de negociación de la sociedad gestora a la que pertenecía, por lo cual, muchos de los datos obtenidos para ser analizados debemos desecharlos.

3.3.2 Primeras conclusiones a través de los datos procedentes de situaciones reales.

Con esto llegamos a la conclusión de que, de los 110 cambios que aparecen, únicamente podemos empezar a analizar 48, ya que los 62 restantes son de fondos que ya han desaparecido y los cuales no podemos analizar.

El total de los fondos que vamos a usar para nuestro análisis estadístico van a ser 28, ya que, de los 48 fondos que hemos tomado como referencia únicamente en ellos aparecen los cambios reflejados con una diferencia temporal nula o de dos o tres días. En primer lugar, vamos a ver cómo se dividen los fondos en función de las gestoras existentes en nuestra base de datos.

Tabla 3.4. Numero de fondos separados por gestora



Podemos observar que de los 28 fondos con los que vamos a trabajar en profundidad, la mayoría son de entidades bancarias muy conocidas en nuestro país, lo cual era de esperar de acuerdo a los diversos análisis de los papers que hemos encontrado y estudiado al principio de la parte empírica de nuestro trabajo, gracias a los cuales hemos podido ir encaminando la información y las hipótesis hacia los resultados que estamos obteniendo.

Con los 28 cambios significativos que hemos encontrado en nuestros fondos vamos a intentar llegar a una serie de conclusiones, para ello vamos a empezar planteándonos una serie de hipótesis de acuerdo a los resultados a los que queremos llegar. Vamos a analizar la posición que ocupan los fondos de inversión en el ranking con respecto a todos los fondos de la misma categoría, tanto en el mes en el que se produce el cambio de gestor, como en los meses posteriores. Con un horizonte temporal de un año a partir de la fecha de cambio.

Una manera más sencilla para ver si se producen cambios en el fondo debido al cambio del gestor habría sido a través de la rentabilidad obtenida en los fondos en esos momentos temporales mencionados, pero tenemos una gran cantidad de clases diferentes de fondos lo que imposibilita realizar una comparación entre los mismos

(debemos recordar que fondos de distintas categorías no son comparables entre sí, debido a la gran diferencia existente entre sus características).

Para resolver nuestro problema, debemos situar cada uno de los fondos que han sufrido cambios en los gestores que los controlan, para poder así comparar la rentabilidad del fondo seleccionado con los de su misma categoría y poder llegar así a unos resultados que sean reales y comparables.

Seguidamente para compararlos entre ellos tendremos que tener en cuenta el puesto que ocupan en relación con los fondos que había en el momento del cambio; realizando una simple división obtendremos un número entre 0 y 1 el cual ya podrá ser comparable entre todos los fondos.

Vamos a dividir la posición que ocupa cada fondo en el momento analizado entre el número de fondos que existen en ese mismo mes. El resultado obtenido oscilará entre un intervalo de 0 a 1, por lo que tomaremos como un punto neutro el 0.5.

Según este intervalo, cuando un fondo se acerque más a 0, mejor es la gestión, debido a que ocupa un puesto más alto en el ranking, el numerador es más pequeño y con un denominador común para todos los fondos de esa categoría en ese momento hace que el resultado de la fracción disminuya. Por el contrario, cuanto más se acerque a 1, más abajo estará del ranking y la calidad en ese momento será inferior.⁵

Suponemos que si en un fondo se produce un cambio en la gestión, la tendencia del mismo debería variar. Es decir, un fondo que está siendo gestionado de una manera incorrecta o que está obteniendo unos resultados que no son los idóneos (posición en el ranking cercana a 1) tras el cambio, su posición en dicho ranking mejoraría y ya no se encontraría cercano a 1 sino que estaría situado en puestos cercanos a 0.

En el caso de una gestión excelente con unos resultados cercanos a 1, la tendencia será que si se ha producido un cambio debido a la calidad del gestor, los resultados serán

⁵ Por ejemplo, un fondo que ocupe a posición 25 de los existentes en la categoría de renta fija Española en enero del año 2012 con respecto a los 32 fondos que aparecen en dicha categoría podíamos decir que ocupa una posición desventajosa situándose en el 0.78 de nuestro ratio ($25/32=0.78$)

difícilmente igualables por lo que la posición en el ranking cambiara pasando a puestos cercanos a 1.

Tenemos que tener en cuenta que como hemos dicho el “punto neutro” se situaría en el 0.5, por tanto una variación porcentual por ejemplo de un 0.05 hacia arriba o hacia abajo no se podría definir como un cambio realmente corroborado por la variación del gestor. Por lo que vamos a considerar que se produce un cambio drástico en la gestión del fondo denominando como una buena situación aquellas situadas entre 0 y 0.2 y una mala posición si el fondo se sitúa entre 0.8 y 1, y en relación al ranking se produjera un paso de una zona a otra tras el cambio de gestor.

Para ello vamos a plantear dos hipótesis de acuerdo a las variaciones en el ranking, empezaremos por nombrar una hipótesis nula, la cual sería que en el momento del cambio la tendencia del fondo habría cambiado (ya fuera de positiva a negativa como al contrario), la hipótesis alternativa sería que en el momento del cambio la tendencia se mantuviera constante en dicho fondo. Debemos recordar los límites que hemos establecido como positivos y negativos para poder tratar la información como realmente relevante.

Vamos a clasificar a continuación estos fondos en tres categorías diferentes, los cuales dependieran de la posición que ocupan en el ranking de los fondos de inversión de su categoría en el mismo mes en el que se produjo el cambio para así poder analizarlos.

Tenemos en cuenta la posición que tendrían en base a los rankings relacionados con la rentabilidad anual desde el momento en el que se ha producido el cambio.

Tras observar las clasificaciones en los diversos rankings dependiendo de la categoría a la que pertenecían cada uno de los fondos de inversión, hemos observado que hay 6 fondos que tenían una situación positiva en el momento en el que se produjo el cambio, 7 que contaban con una posición negativa y 15 que se encontraban en una situación neutra; recordando siempre los límites que nosotros hemos elegido como idóneos para clasificarlo de esta manera.

Teniendo en cuenta que para observar si realmente se ha producido un cambio en la tendencia de la rentabilidad de nuestros fondos únicamente tomaremos las posiciones extremas, es decir, solo tomaremos los fondos que se sitúan en los polos.

Tabla 3.5. Agrupación de los fondos con cambios.⁶

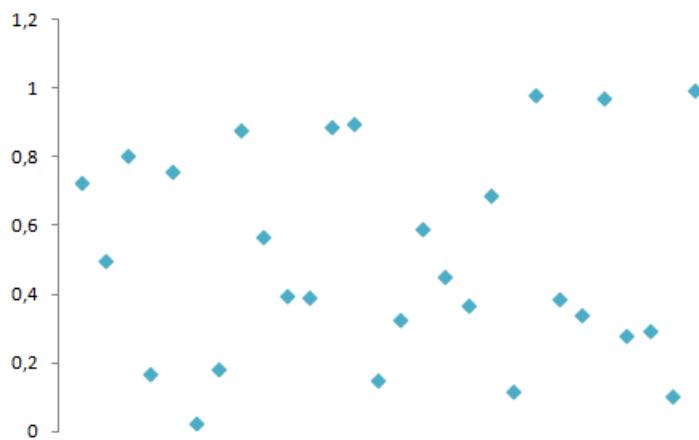
[0 - 0,2]	[0,21 - 0,79]	[0,8 - 1]
Bankia Fondtesoro Largo Plazo FI Caja Ingenieros Renta FI Aviva Corto Plazo A FI Santander Índice España Cl/ Openbank FI Bankinter Dividendo Europa FI Ibercaja Alpha A FI	Sabadell Bonos España FI Fonengin ISR FI High Rate FI Sabadell Solbank Bolsa FI BBVA Bolsa Índice Euro FI FonCaixa Bolsa USA FI FonCaixa Interés FI FonCaixa RF Alta Calidad Crediticia FI Aviva Renta Fija A FI Fonmix Laietana 3 FI Fonmix Laietana 4 FI Fonmix Laietana 5 FI Avance Global A FI Bankinter Sector Energía FI Ibercaja Alpha A FI	FonCaixa B/ Índice Euro Estándar FI Santander RV España Bolsa A FI Liberty Euro Stock Market FI Liberty Spanish Stock Market Index FI Metavalor Internacional FI Ibercaja Alpha Clase 3 FI Santander Acciones Españolas B FI

Hemos elaborado una tabla para poder observar de una manera más gráfica que fondos aparecen en cada uno de los intervalos establecidos. Como podemos observar, el intervalo central tiene un mayor número de fondos, pero debemos tener en cuenta que en él se agrupan el 60% de las posiciones posibles (desde el 0.21 al 0.79)

A partir de la base de estos 13 fondos (6 situados en una posición positiva y 7 en una situación negativa) en los que tenemos constancia que se ha producido un cambio en un momento en el que su situación hizo que se encontraran situados en uno de los polos de nuestro ranking (tanto positiva como negativamente) buscaremos que posición ocupan en la clasificación justo un año después de que se produjera el cambio en la gestión, para ver cómo ha variado la posición en el mismo teniendo en cuenta de nuevo una rentabilidad anual como referencia.

⁶ Observamos que existe un fondo de inversión (Ibercaja Alpha A) que aparece duplicado en dos columnas, esto se debe a que en ese mismo fondo apreciamos dos cambios de gestor que ocurren en diferentes momentos temporales.

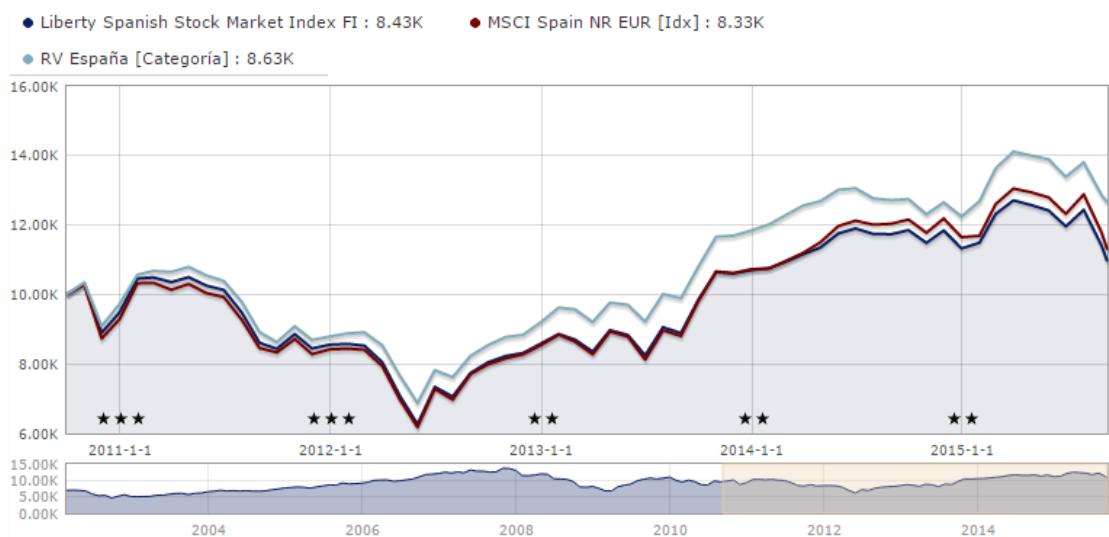
Gráfico 3.6. Dispersion.



A continuación vamos a observar lo que ha ocurrido con la situación en los diversos rankings a los que pertenecían cada uno de los fondos tras el momento del cambio, para observar si tras el cambio producido se ha seguido alguna tendencia. De acuerdo con la hipótesis que hemos planteado anteriormente debemos recordar que un fondo que estaba en una situación buena en el ranking, tras el momento de cambio supondríamos que tendría tendencia a empeorar, supuestamente por la marcha de un buen gestor a otra gestora; por el contrario uno en el que se produjo el cambio y tenía unos malos resultados debería mejorar, contando con que la gestora ha buscado algún profesional que trate de mejorar la situación de esos fondos.

- Fondos que en el momento del cambio estaban situados en una posición negativa en el ranking: De los siete fondos que se situaban en una posición negativa y se produjo un cambio en ellos observamos que su posición ha mejorado en todos un año después de haberse realizado dicho cambio, sin embargo ninguno de ellos ha conseguido situarse entre el 20% de los primeros en la clasificación del año posterior. El que sufrió una mayor mejora fue el fondo Liberty Spanish Stock Market (ISIN: ES0137999035) que consiguió pasar del puesto 43 de 49 en el momento del cambio de gestor a la posición 32 de 81 durante el periodo de un año. Este cambio se produjo en Enero del año 2012 y en el cual se produjo un traspaso de poderes entre Belén Álvarez Pérez que abandonó el fondo y Gerardo Rodríguez Mesone que se incorporó a la gestión.

Gráfico 3.7: Evolución Liberty Spanish Stock Market (2011 – 2015)



Fuente: Morningstar

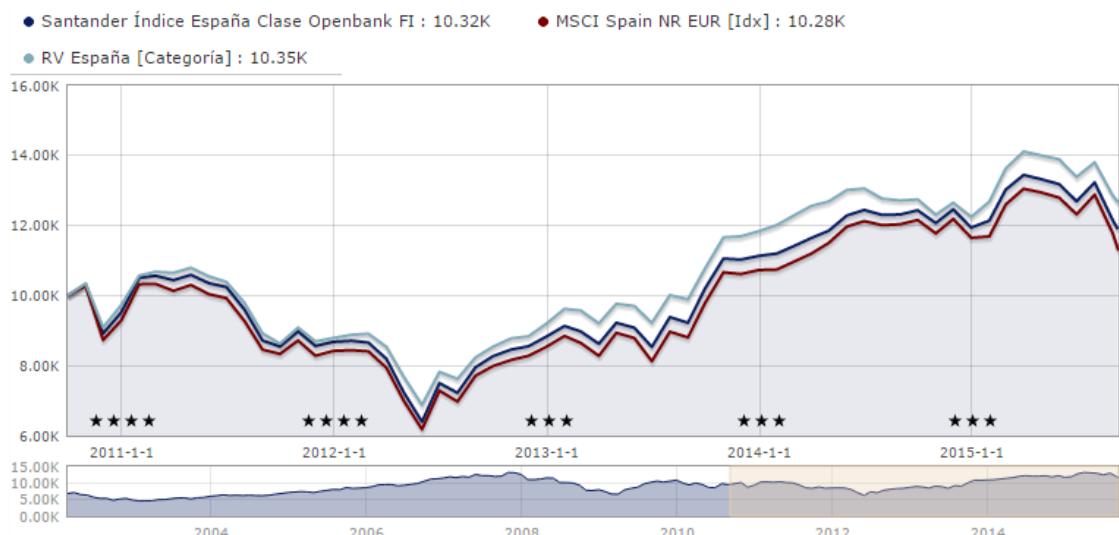
En este gráfico aparece reflejada la evolución del fondo que hemos mencionado anteriormente durante un periodo temporal de cinco años. En enero del año 2012 la situación del fondo se encontraba en una tendencia bajista que llevaba manteniéndose un año, lo que con lo observado en el grafico no nos parece de extrañar debido a que durante todo el periodo temporal la tendencia de este fondo ha ido completamente ligada a la que ha seguido el mercado.

Podemos ver que a la hora de observar la rentabilidad en ambos periodos analizados esta es prácticamente la misma, pero como nosotros no nos centramos en ella sino en la posición en el ranking podremos ver que aunque sea la misma este fondo puede haberse recuperado a un ritmo más rápido que los de su misma categoría alzándose sobre los demás de su misma categoría.

- Fondos con una situación positiva en el ranking: De los seis fondos que estaban en las mejores posiciones en el momento del cambio, cinco sufrieron un empeoramiento en sus resultados tras el cambio de la gestión. Únicamente en uno de dichos fondos la tendencia positiva del mismo se mantuvo e incluso mejoró tras el cambio. Es el caso del fondo Santander Índice España Openbank (ISIN: ES0119203034) que consiguió superar tras su cambio en Octubre del año 2012 la decimotercera posición entre 72 fondos de inversión y se colocó, tras un año, en la quinta sobre un total de 65 fondos. Tras la marcha de Dolores Ramos

en dicha fecha, Lola Pérez ocupó el puesto de gestor en ese fondo consiguiendo mantener una posición complicada y con unos resultados que realmente no esperábamos a la hora de analizar los cambios.

Gráfico 3.8: Santander Índice España Openbank (2011-2015)



Fuente: Morningstar

Como podemos observar, el cambio en el gestor se produjo en un pleno apogeo de la recuperación de la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable española, lo cual, acompañado de una buena gestión, la calidad del fondo y como hemos dicho en el fondo anterior, una actuación más rápida que los demás fondos de renta variable española ha hecho que aunque se produjera un cambio en la gestión de este fondo, su posición en el ranking consiguiera mantenerse e incluso mejorarse.

Ambos gráficos siguen una tendencia muy parecida situándose prácticamente en la misma posición que la rentabilidad media de los fondos de la categoría de renta variable española a la cual pertenecen ambos fondos analizados.

Un caso a destacar entre los cambios de gestión en los fondos con unos resultados positivos es el del fondo Bankia Fondtesoro 1/p el cual pasó de una buena posición situándose entre el 20% de los mejores fondos para situarse un año después, al límite de encontrarse entre los peores.

En primer lugar pensábamos que esto habría sido debido a que el número de fondos de esa categoría podía haber aumentado exageradamente en el plazo de un año, lo que, combinado con un cambio en la gestión y una situación desfavorable de los mercados pudo llevar a este descenso tan rápido de categoría. Pero mirando los fondos presentes en el año posterior al cambio, no podemos decir que el número de fondos haya variado mucho. Tras encontrar este cambio tan brusco decidimos observar que estaba ocurriendo en este momento con ese fondo, para saber si había podido recuperarse o seguía en una mala posición.

En el periódico digital “cinco días” encontramos que ese fondo ocupaba actualmente una posición bastante prestigiosa, no llegando a los puestos en los que se encontraba anteriormente, pero si entre el 30% de los primeros.

Realmente, no podemos decir que, con el numero de cambios que hemos encontrado y con los cuales hemos realizado el análisis, podamos dar una conclusión realmente significativa acerca de las hipótesis que anteriormente hemos planteado, pero si vemos que dentro de lo analizado nuestra tendencia inicial se confirmaba.

Los fondos bien gestionados que cambian de gestor empeoran y los fondos mal gestionados que cambian de gestor mejoran, pero en ninguno de nuestros casos a pasado de una posición extrema (de 0 a 0.20 o de 0.8 a 1) a justamente el otro punto, por lo que no podemos deducir que únicamente haya sido por la calidad del gestor que se encargaba del mismo antes del cambio. Ya que, como hemos observado en los gráficos anteriores podemos llegar a decir que la situación ha variado con respecto a lo ocurrido en el mercado y ninguno de los fondos analizados se ha alejado de la tendencia que sigue el mercado español en el periodo de referencia.

(Anexo 5.1: Cambios en los fondos de inversión encontrados en páginas web)

CAPITULO 4. CONCLUSIONES.

Tras analizar toda la información obtenida tanto de los diversos informes que hemos encontrado como de las bases de datos con las que hemos trabajado, hemos llegado a una serie de conclusiones acerca del tema que hemos tratado como principal en este

proyecto, las cuales, nos gustaría exponer a continuación con el fin de mostrar nuestra opinión subjetiva acerca de los cambios en los gestores de los diversos fondos de inversión.

En primer lugar, una de las ideas que más interés me produjo fue el saber que los cambios que se producen en dichos fondos no se deben únicamente a la buena o mala gestión de los profesionales que en ellos trabajan, sino que también influyen factores ajenos a los mismos, los cuales resultan inciertos, espontáneos y contra los que es realmente difícil de actuar cómo podría ser la desaparición del fondo.

La volatilidad existente en los fondos de inversión es realmente elevada por lo que es muy difícil predecir lo que va a ocurrir en cada uno de los mismos aunque se haya producido un cambio, quizás podemos apostar por una tendencia alcista o bajista observando los resultados como hemos hecho en nuestro trabajo pero debido al alto nivel de desinformación acerca de este tema en nuestro país y a la complejidad que deriva de realizar un análisis veraz impulsada por dicha desinformación; por lo que no se puede obtener una conclusión realmente exacta a nivel de país con los datos que se nos proporcionan, aunque realmente si nos hubiéramos centrado en otro país podríamos haber llegado a una conclusión realmente satisfactoria gracias a la calidad de la información proporcionada.

Pese a la dificultad mencionada, y aun no habiendo podido llegar a resultados realmente aplicables para realizar una predicción ante una situación real en este proyecto, nos ha resultado un tema realmente interesante y del cual con una mayor cantidad de información se habría podido llegar a resultados mucho más claros y concretos.

Me gustaría destacar que este trabajo podría ser una primera base para, ya no realizar una predicción de la tendencia en el sector de inversión colectiva tras un cambio de gestor, sino que podría servir como una pequeña ayuda para el inversor individual, el cual en este ámbito en España está realmente desinformado y realizar un análisis similar sería muy dificultoso debido a los problemas para encontrar y tabular la información y los datos a los cuales probablemente no podría acceder.

Por lo que, este proyecto podría ser una base a partir de la cual con un mayor rastreo y una ayuda por parte de las páginas web que muestran resultados se podría usar como una pequeña guía para que aquellas personas que decidan depositar su confianza y su dinero en estos productos no se encuentran tan a merced del desconocimiento y la desinformación.

También me ha parecido muy interesante el darnos cuenta de la vinculación tan cercana que tienen los inversores con los gestores que trabajan en sus fondos y lo que puede llegar a afectarles un cambio en el mismo; así como la importancia de una buena información por parte de las sociedades gestoras tanto de las características de los fondos que manejan como los cambios que se producen en los mismos, los cuales, como hemos mencionado varias veces a lo largo de nuestro trabajo, es claramente mejorable.

Una opción personal un tanto crítica y como hemos dicho antes subjetiva, sin ningún ánimo de crítica ni ofensa es que creo que se crean fondos únicamente como un reclamo para captar más inversores y no porque lo que se ofrezca sea diferente a lo que ya existía ni una nueva oportunidad a partir de un producto novedoso.

Esto en mi opinión puede propiciar una sobresaturación del mercado y potenciar la falta de información debido a la existencia de un número tan elevado de fondos llegando incluso a confundir a los inversores individuales que quieren depositar su dinero en un determinado fondo con características concretas el cual por el amplio mercado y la desinformación del sector no encuentran.

Por lo tanto, y para finalizar este trabajo, me gustaría que tratándose de unos productos que en la actualidad se encuentran en la cúspide del movimiento de capital invertido en el mercado español, fueran dotados de una mayor transparencia a la hora de informar acerca de los mismos y a la de ayudar al inversor a poder tomar una decisión real.

CAPITULO 5. ANEXOS

5.1. CAMBIOS EN LOS FONDOS DE INVERSION ENCONTRADOS EN PAGINAS WEB.

Gracias a un artículo de fundspeople (2012) hemos encontrado información acerca de alguno de los cambios de gestor que hemos analizado.

Varios han sido los gestores que gozaban de un prestigio importante en el ámbito de la inversión colectiva en España que han decidido dejar sus productos para comenzar nuevos proyectos profesionales a lo largo del año 2012.

Vamos a observar cuales de los cambios coinciden con los que hemos realizado en nuestro análisis de las variaciones en la gestión de instituciones de inversión colectiva, quienes han sido y que consecuencias han tenido para sus productos.

- En primer lugar hablaremos de Alberto Espelosin, que había estado gestionando desde su lanzamiento en el año 2008 el fondo de inversión Ibercaja Alpha, con una rentabilidad a tres años de un 18,09% frente a una rentabilidad de -14,56% del Eurostoxx 50. El que fuera además director de inversiones de Ibercaja Gestión decidió incorporarse en octubre del 2012 a Abante Asesores. El Ibercaja Global (Ibercaja Alpha) se trata de un fondo global que invierte indistintamente y en función de las condiciones del mercado, en renta variable, renta fija, mercados monetarios y derivados, mediante una gestión flexible y activa. A un año, con datos a noviembre, el fondo perdía un 0.95%, lo que lo sitúa en el puesto 169 de 185 en la categoría de fondos globales de Inverco.
- Javier Ruiz Ruiz asumió en octubre de 2012 el cargo de director de Inversiones de Metagestión, tras la salida de Guillermo Estriano en ese mismo verano. Morningstar puso en revisión su valoración del fondo Metavalar y en septiembre le reasignó el rating con una nota de neutral.

BIBLIOGRAFÍA.

ANDREU L., SARTO J.L, SERRANO M “Implications of manager replacement: evidence from the Spanish mutual fund industry”. *Applied economics*, 2015, Vol.47, No.13, 1366-1387 [20/08/2015]

CHECA, J. El 67% de los participes de fondos no lee con detalle los folletos de los productos [El Confidencial]. Madrid, 22/10/2014. [29/06/2015].

<http://www.elconfidencial.com/mercados/fondos-de-inversion/2014-10-22/un-76-de-los-participes-de-fondos-no-lee-con-detalle-los-folletos-de-los-productos_402431/>

CIRIACO A. et SANTAMARIA R. Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles, investigaciones Económicas vol. XXIX. Fundación SEPI, Madrid.

CINCO DIAS. Análisis técnico de los mercados.[20/06/2015]

<<http://www.cincodias.com/fondo/bankia-fondtesoro-lp/60016363/>>

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. Funciones. [24/06/2015]

<<http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>>

ESCUDERO, R. España es el cuarto país europeo con mayor numero de fondos ETIS. [Fundspeople]. Madrid, 10/10/2013. [19/06/2015]

<<http://www.fundspeople.com/noticias/espaa-es-el-cuarto-pais-europeo-con-mayor-numero-de-fondos-ucits-114084>>

INVERCO <<http://www.inverco.es/38/39/101>>

LUQUE, F. ¿Qué hago si se va el gestor de mi fondo?. [Morningstar]. Madrid, 28/09/2012.[17/05/2015].

<<http://www.morningstar.es/es/news/95334/iqueacute%3B-hago-si-se-va-el-gestor-de-mi-fondo.aspx>>

MORNINGSTAR. Fondos de inversión, Santander Indice España Openbank. [14/08/2015]
<<http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04K1N>>

MORNINGSTAR. Fondos de inversión. Liberty Spanish Stock Market. [14/08/2015]
<<http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04K1V>>

MUÑOZ, M. Los gestores españoles que dejaron sus productos en 2012 [Fundspeople]. Madrid, 08/01/2013. [25/08/2015]
<<http://www.fundspeople.com/gente/jose-ramon-contreras-5049/noticias/los-gestores-espanoles-que-dejaron-sus-productos-en-2012-73120?origen=submenu>>

PEARCE, D. et DICKEY, D. “*Promotion or demotion? An empirical investigation of the determinants of Top Mutual Fund Manager Change*”. United States, 01/09/2015. [02/08/2015]
<http://www.fuqua.duke.edu/charvey/Research/Working_Papers/W50_Promotion_or_demotion.pdf>

SALOBRAL, N. et MORENO MENDIETA, M. El inversor tendrá mayor protección ante la fuga de gestores estrella [Cinco días]. Madrid, 13/02/2015. [24/06/2015].
<http://cincodias.com/cincodias/2015/02/12/mercados/1423754911_799704.html>

TESORO PÚBLICO. Legislación.
<<http://www.tesoro.es/sites/default/files/leyes/pdf/24.Texto%20del%20Proyecto%20CDE%20%28sleg7138%29.pdf>>