



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Estudio de los gestores de fondos de inversión en
España

Autor/es

Javier Asenjo Abad

Director

Laura Andreu Sánchez

Facultad de Economía y Empresa

2016

Autor: Javier Asenjo Abad

Director: Laura Andreu Sánchez

Título: Estudio de los gestores de fondos de inversión en España

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO)

Resumen:

A través de este trabajo se pretende ahondar en las características de los gestores de fondos de inversión en España. Los fondos de inversión han vivido un crecimiento muy importante en los últimos 20 años, siendo catalogados como un producto apto para cualquier perfil inversor, lo que ha llevado a las gestoras vinculadas a los bancos comerciales a ocupar la mayor parte del mercado. Desde el estallido de la crisis económica, se ha observado como un estilo de gestión, la gestión alternativa, donde la labor del gestor se agudiza se ha ido desarrollando y obteniendo buenas opiniones de los partícipes. Nos encontramos en una coyuntura en la que los inversores demandan actitudes distintas a las vividas hasta ahora, es por ello que resulta de vital importancia analizar las cualidades de los gestores de fondos de inversión, un sector, el de los gestores de fondos de inversión, que en definitiva puede afirmarse como joven pero preparado.

Palabras clave:

gestor, fondo de inversión, asset allocation, gestión alternativa, patrimonio, experiencia...

Abstract:

The aim of this study is to evaluate the characteristics of fund managers in Spain. Over the last 20 years, investment funds have experienced a relevant growth, being an investment alternative suitable for every investor profile. Since the beginning of the economic crisis a new kind of management, specifically, the so-called “alternative management”, where the consultant takes a more prominent role has been developed. In this financial context, with investors demanding a new attitude, it is of the utmost importance to analyze the qualities of these investment fund managers.

Key words:

manager, investment fund, asset allocation, alternative management, patrimony, experience, ...

ÍNDICE

MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS	5
1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. CONCEPTO E HISTORIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	7
1.2 CARACTERÍSTICAS Y TIPOS	10
1.2.1 TIPOS DE FI	10
1.2.2 DIFERENCIAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CON OTROS PRODUCTOS FINANCIEROS	13
1.3 IMPORTANCIA DE LOS GESTORES	17
1.3.1 MARKOWITZ Y SHARPE	17
1.3.2 ASSET ALLOCATION Y TIPOS DE GESTIÓN	19
2. BASE DE DATOS UTILIZADA Y ANÁLISIS EMPÍRICO	26
2.1 BASE DE DATOS UTILIZADA	26
2.2 ANÁLISIS EMPÍRICO	27
3. CONCLUSIONES	47
4. BIBLIOGRAFÍA	48
5. ANEXO 1	51

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Cuadro resumen de los diferentes tipos de productos financieros	16
Tabla 2: Influencia de los factores en la ganancia total del inversor.....	20
Tabla 3: Distribución de patrimonio de las gestoras de FI en España.....	29
Tabla 4: Estadísticas de los gestores en activo en Diciembre 2014	30
Tabla 5: Experiencia y edad media de los gestores y distribución por sexos pertenecientes a cada gestora.....	34
Tabla 6: Distribución de los gestores españoles de fondos de inversión en función de su edad, sexo y nº de fondos gestionados.....	38
Tabla 7: Cuadro resumen de los estudios de los gestores de fondos de inversión españoles.....	40
Tabla 8: Centros de estudio de los gestores.....	41

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Patrimonio de los Fondos de Inversión en España.....	9
Gráfico 2: Efecto de la gestión alternativa en una cartera	22
Gráfico 3: Distribución de patrimonio del Fondo Smart-ISH	25
Gráfico 4: Rentabilidad acumulada Fondo Smart-ISH.....	25
Gráfico 5: Distribución de los gestores según cantidad de gestoras en las que han desarrollado su vida profesional	32
Gráfico 6: Causas de la distribución de los gestores en varias gestoras	32
Gráfico 7: Años de experiencia de los gestores de fondos de inversión en España a 31/12/2014	36
Gráfico 8: Categorías de gestores según Citywire.....	42
Gráfico 9: Resumen de los gestores según sexo y situación: en activo o no.....	44
Gráfico 10: Distribución de los gestores en función de su participación en fondos de inversión RVN o EURO	44
Gráfico 11: Número promedio de fondos gestionados por sexo	45
Gráfico 12: Patrimonio medio gestionado según sexo	45

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Vocaciones de inversión de los fondos de inversión según Circular 1/2009 en referencia a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva	51
--	----

MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS

Uno de los objetivos de la Gestión Patrimonial es el de conseguir una adecuada rentabilidad sobre el capital depositado.

Desde hace décadas, se vienen utilizando distintas herramientas para conseguir este objetivo, desde títulos en Bolsa hasta inversiones en Materias Primas pasando por títulos de Deuda Pública o Privada, hasta que hace 20 años surgieron fuertemente en España los Fondos de Inversión, una Institución de Inversión Colectiva (IIC), que consiste en una agrupación de capital de distintos inversores independientes entre sí, cuyo capital se invierte en todo tipo de activos financieros.

Los Fondos de Inversión se han convertido en un instrumento cada vez más utilizado por la ciudadanía por múltiples motivos:

1. Los bajos tipos de interés de otros instrumentos de ahorro antes más utilizados como pueden ser los Depósitos a plazo o las Letras del Tesoro.
2. La conveniencia de las entidades financieras, que son las mayores recaudadoras de capital para los Fondos, en ofrecer este tipo de producto.
3. La creencia por parte de la población de que los fondos de inversión siempre obtienen amplias rentabilidades positivas.
4. Un tema fiscal respecto a las acciones, puesto que en los fondos al igual que en las acciones tributas la plusvalía cuando liquidas el producto, con la diferencia que en los Fondos te permiten traspasar el capital de un fondo a otro sin tributar nada.

Por esto, es muy importante a la hora de elegir donde realizar la inversión, determinar en primer lugar cual es el perfil de riesgo del inversor y posteriormente analizar los distintos fondos de inversión.

Y ahí es donde entran los gestores, parte fundamental de los fondos de inversión, por ello mi TFG está encaminado a analizar y obtener conclusiones sobre los distintos gestores que trabajan para gestoras españolas y poder desgranar la estructura del sector, cantidad de gestores en activo y su distribución en las distintas gestoras, y sus características más importantes como pueden ser la edad, experiencia o cantidad de fondos gestionados todo orientado a conocer el sector para saber si la gestión

patrimonial es y tiene una buena salida al mercado profesional para un graduado en finanzas y contabilidad.

Considero que esta elección tiene una gran relevancia en el presente, que cobrará una mayor importancia en el futuro por la situación actual y previsión de los mercados (renta variable sin tendencia clara, renta fija con tipos cero, materias primas en mínimos y una constante incertidumbre a nivel mundial).

Conocer las características del gestor es una cuestión que creo, es importante de cara al inversor pero también lo es como inquietud personal puesto que como acabo de decir es una probable salida profesional, que además me agradaría y más, tras mi experiencia en una entidad financiera como BBVA, en la que ya he trabajado con asesores patrimoniales.

Para ello, he estructurado el trabajo partiendo de conceptos generales para abordar los específicos tanto en una primera parte más introductoria del trabajo donde comento las diferentes características de los fondos de inversión y otros productos de ahorro-inversión para terminar con la importancia de los gestores, como en la segunda parte en la que se incluye un análisis empírico de las gestoras para posteriormente llegar a los gestores. Puntualizar que el análisis realizado tiene ciertas limitaciones ante la imposibilidad de obtener toda la información acerca de los gestores de todos los fondos de inversión comercializados en España (casi 5.000 desde 1985), ya que no es una información que las gestoras estén obligadas a facilitar, esas limitaciones estarán marcadas en todo momento en el análisis empírico.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. CONCEPTO E HISTORIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

La Ley 35/2003 define los fondos de inversión como “IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.”

Quiere decir, que los Fondos de Inversión, son un patrimonio conjunto donde cualquier inversor aporta un capital que es administrado por una sociedad gestora y las participaciones están custodiadas por una entidad depositaria. Desde la perspectiva del inversor es muy importante que la entidad gestora y la entidad depositante sean distintas e independientes entre sí a la hora de eliminar riesgos, ya que de esta manera la sociedad gestora no puede utilizar la cantidad depositada en los fondos para otras actividades no relacionadas y también es un cortafuegos a una posible quiebra de la entidad gestora, si esto pasara, lo único que hay que hacer es traspasar el fondo a otra sociedad sin obtener ninguna pérdida de la inversión.

Los fondos de inversión tienen como objetivo obtener la máxima rentabilidad y seguridad para el ahorro del inversor beneficiándose de las economías de escala, esto es así puesto que algunos de los principales motivos que propició la existencia de los fondos de inversión es la de poder acceder a mercados y oportunidades de inversión en la que inversores minoritarios por si solos no tendrían opción y a la vez agilizar la labor de los gestores, que solo tienen que modificar la cartera de inversión de un fondo y no la de todos los clientes que forman ese fondo. La rentabilidad es proporcional, al invertir en un fondo de inversión obtienes participaciones y éstas van cotizando mientras el fondo este abierto, al cerrar la inversión obtienes el valor de la cotización de esas participaciones. Esta es una ventaja para los partícipes particulares, puedes obtener una buena rentabilidad al optar a oportunidades de inversión como acabo de decir anteriormente, y cada inversor se queda con su parte de los beneficios, a eso hay que

añadir que el riesgo que se asume es menor que si fuera un inversor individual el que realiza dichas operaciones de compra-venta de valores para tener una cartera diversificada, y que las comisiones son menores al ejercer un número menor de operaciones para conseguirla.

El origen de los fondos de inversión proviene de Holanda en 1774, cuando un intermediario holandés, Abraham van Ketwich solicitó la formación de un trust llamado Eendragt Maakt Magt que traducido sería, la unión hace la fuerza. Cada suscriptor que contratase el trust tendría una lista con la composición de la cartera de inversiones del producto, que estaba compuesto en su mayoría por valores relacionados con las materias primas, financiando a la Compañía Holandesa de las Indias Orientales y bonos emitidos por el Gobierno holandés y los Ejecutivos provinciales, y por entidades financieras extranjeras. Lógicamente las oportunidades de inversión y la variedad de la época distan de la actual, en la que se puede invertir en prácticamente cualquier cosa, pero Van Ketwich cogió la idea principal de los fondos de inversión, la de agrupar el capital para disminuir los riesgos. Y a partir de este punto de partida se ha ido evolucionando, con una gestión activa, cosa que Van Ketwich no incorporaba a su fondo.

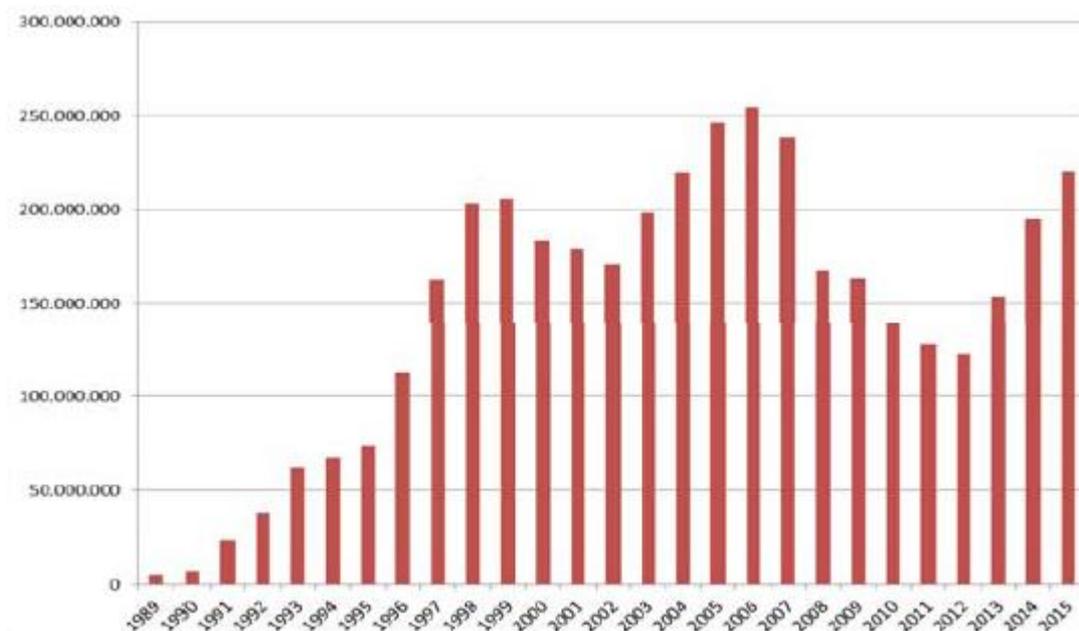
Lo que ofrecía Van Ketwich era una rentabilidad por dividendo del 4% ampliable si la evolución del fondo era positiva, con un horizonte temporal de 25 años, al final del cual se liquidaría el fondo y se repartirían las plusvalías. Al ver lo que había sucedido 2 años atrás con la quiebra de numerosos bancos británicos por no diversificar y apuntar todos sus recursos en la Compañía Británica de las Indias Orientales, decidió que su fondo estaría cubierto por al menos 50 bonos, 25 valores negociables y que guardarían una proporcionalidad similar entre ellos. Su comisión como administrador y creador del fondo era del 0,5% y 100 florines anuales. Todas estas restricciones las plasmo en un folleto informativo para que la Bolsa de Ámsterdam le concediera la licencia, como en la actualidad, y para dar seguridad a los inversores.

Su producto triunfó ayudado por la coyuntura económica del país, Holanda, un país asfixiado por las deudas de guerra que veía como este producto originaba la contratación de sus bonos estatales. Rápidamente fueron acumulándose las peticiones de creación de fondos en la Bolsa de Ámsterdam, la mayoría por parte de banqueros que veían como había nacido una gran oportunidad para obtener beneficios. Sin saber en que

invertir, se llegó a dar el caso de fondos con hasta un 60% del capital depositado en el fondo de Van Ketwich.

En España, los fondos de inversión se empiezan a comercializar en 1950-1960, pero es a raíz de la divulgación del Decreto ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, cuando se explotan por las entidades financieras. La legislación de 1964, una ley muy avanzada para aquel momento, en la que incorpora la mayoría de los aspectos básicos de la legislación actual. El patrimonio depositado en los fondos de inversión históricamente ha obtenido una tendencia positiva con picos negativos como en 1973 con la crisis del petróleo o en 2007 con la crisis económica global como se puede observar en el siguiente gráfico.

Gráfico 1: Patrimonio de los Fondos de Inversión en España



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

El crecimiento de los fondos de inversión y de las IIC (Instituciones de Inversión Colectiva) en general, ha quedado demostrado desde el punto de vista de Marco y Ortiz (2006), por el aumento del ahorro en las familias y empresas españolas en la época de mayor expansión, década de final 1980 y principio 1990, y por la intermediación de las entidades bancarias en detrimento de otros productos más tradicionales. El crecimiento en los últimos años y el probable crecimiento en los próximos es propiciado además de por cómo está la situación con otros productos financieros, por el aumento de la cultura

financiera en España, se ha producido un gran avance en esta cuestión, aunque falta terreno por recorrer según apunta Julio Segura, expresidente de la CNMV, en 2012, apoyado en el artículo titulado La educación financiera y su relevancia en las decisiones económicas publicado por Ispierto y Oliver (2011). En este tema han influido en gran medida las constantes noticias y acontecimientos acaecidos en el último lustro, y la entrada en el tablero español de gestoras extranjeras con otras perspectivas que aportan mayor diversificación de fondos.

1.2 CARACTERÍSTICAS Y TIPOS

1.2.1 TIPOS DE FI

Para clasificar los distintos tipos de fondos lo voy a hacer mediante dos criterios distintos.

- En función del criterio legal:

Atendiendo a la normativa de Institución de Inversión Colectiva (Ley 35/2003) podría diferenciarse según la distribución de los beneficios o la naturaleza de los activos.

En la *distribución de beneficios*, están los fondos de reparto, donde se distribuyen dividendos simulando a las acciones en función de lo establecido previamente en la constitución del fondo, mientras que por otro lado están los *fondos de capitalización*, donde se acumula todo el capital invertido y las variaciones patrimoniales hasta su liquidación. Estos son los fondos predominantes en España por su ventaja fiscal respecto a los anteriores puesto que en los fondos de capitalización se tributa por la ganancia patrimonial cuando se liquida pudiendo elegir el momento mientras en los fondos de reparto se tributa anualmente el dividendo cobrado.

De acuerdo con la naturaleza de activos, se encuentran los fondos de inversión *de carácter financiero* y los *de carácter no financiero*, cuya finalidad es invertir en inmuebles y explotarlos de la manera que consideren.

- En función del criterio comercial:

Criterio más conocido y fácil de entender por los partícipes a la hora de elegir donde realizar la inversión. Se pueden distinguir por el área de inversión o bien por alguna característica que los hagan singulares y atractivos para el inversor.

-Fondos según vocación de inversión: Ésta, es una categoría que depende del porcentaje que se decida invertir en los dos grupos principales de activos existentes: Renta fija y Renta variable. Se puede desmembrar en numerosos grupos, sin embargo solo voy a explicar los fondos de renta variable nacional, debido a que parte del análisis empírico lo he realizado con gestores de este grupo en especial. Los demás grupos están definidos en la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora publicada en el BOE número 42, de 18/02/2009. Dicha información queda recogida en el anexo 1.

La primera clasificación sería de menor a mayor porcentaje de inversión en renta variable. Empezaríamos con los fondos monetarios; fondos muy líquidos y sin exposición a la renta variable, seguirían los fondos de renta fija; una exposición del 20-30% en renta variable según el fondo, fondos mixtos o globales; no tienen un límite de inversión en cada activo pero se sitúa en torno al 45-50% en los fondos mixtos no así en los globales donde pueden pasar por ejemplo de un 70 a un 20% de inversión en renta variable, y por último los fondos de renta variable; que tienen que dedicar más del 70% del patrimonio a activos de renta variable.

Por último, dentro de este epígrafe, voy a explicar con mayor concreción los tres requisitos recogidos para poder denominar a un fondo, Renta Variable Nacional o Euro. En primer lugar debe invertir más del 75% del patrimonio en renta variable, además, al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro. Y el último requisito es máximo 30% de riesgo en divisas.

-Fondos garantizados: Son fondos en los que existe una garantía de la gestora o un tercero a favor de los partícipes, te aseguran la recuperación parcial, total o incluso total más una rentabilidad mínima según se establezca en el folleto del fondo.

Son fondos que desde la crisis económica global han estado muy solicitados debido a la seguridad del depositante, sin embargo de 2014 hasta ahora han ido

disminuyendo el número de fondos ofertados de este tipo, no porque los inversores hayan perdido su confianza en este producto, al revés, han sido las entidades financieras a las que no les interesa ofertar este producto. En un momento de tipos de interés bajos e incluso negativos con el Banco Central Europeo (BCE) insuflando dinero a los bancos europeos, incertidumbre económica y política mundial que se traduce en alta volatilidad, no les conviene a las gestoras garantizar el capital y mucho menos una rentabilidad mínima que no saben si podrán lograr.

En cuanto a su tributación, tiene una diferencia con el resto de fondos, en el caso de que el patrimonio del fondo no pudiera cubrir la garantía acordada y por tanto fuera el garante el que tuviera que depositar la diferencia. En ese caso, esa cantidad depositada por el garante tributaría como rendimiento de capital mobiliario, y no como variación patrimonial, en el año en curso.

-Fondos de gestión alternativa (Hedge funds): Son fondos que no tienen restricción en cuanto a los activos a escoger. El gestor tiene total libertad y lo que se suele hacer en estos fondos es desligarse del índice, y lo hace normalmente mediante técnicas de apalancamiento e inversión en el mercado de derivados. En estos fondos la influencia del gestor es máxima, de su capacidad de selección y sincronización dependerá la obtención de rentabilidades positivas.

-Fondos de fondos: Son fondos que invierten en otros fondos. Las únicas limitaciones que tienen son referentes al porcentaje de inversión, mínimo 60% en fondos y máximo 10% en un solo fondo. En mi opinión, estos fondos no tienen mucho sentido en tanto que duplicas las comisiones pagadas, y si los fondos iniciales en los que invierte el fondo de fondo ya están bien diversificados, no obtendrás una diversificación mayor para las comisiones pagadas.

-Fondos sociales: Se caracterizan porque eligen los activos por criterios sociales o porque destinan parte de las comisiones generadas a un fin social, como puede ser una ONG. Éstos tienen su nicho de mercado, gente que en algunos casos pueden llegar a priorizar algún punto de rentabilidad para que se puedan financiar iniciativas que mejoren socialmente la situación actual.

1.2.2 DIFERENCIAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CON OTROS PRODUCTOS FINANCIEROS

Para realizar un mapa con casi todos los productos contratados por los clientes, más en concreto por los inversores minoristas, he escogido 5 productos distintos más 1 al que haré mención aparte, productos no necesariamente de inversión, algunos de ellos son productos de ahorro, como los depósitos por ejemplo.

Los clientes a la hora de invertir su patrimonio en casi la totalidad de casos se encuentran en conflicto a la hora de elegir una de estas alternativas, cuando eso no debería ocurrir puesto que cada producto tiene características significativamente distintas e incompatibles entre sí que los hace propicios para un perfil de riesgo concreto. El ejemplo más claro, verídico porque he estado trabajando en un banco y lo he observado, está en las entidades financieras en la que se empieza preguntando por los depósitos y al encontrarse con unas rentabilidades tan bajas rozando el 0%, el siguiente y último producto por el que se interesan son los Fondos de Inversión en sus diferentes tipos. Son personas que dejan de lado el riesgo para centrarse en el factor rentabilidad. Entonces llegamos a una cuestión más profunda e importante, ¿Conocemos nuestro perfil de inversión como para tener claro que tipo de producto se adecúa a mis necesidades o deseos? Esa es una pregunta que cada uno debe responderse a sí mismo, en este apartado simplemente quiero que se vislumbre la diferencia entre los distintos productos y cuál es el adecuado para cada perfil.

Los diferentes productos con los que voy a establecer la comparativa son: los Fondos de Inversión, las Acciones, los Derivados Financieros, los Depósitos a Plazo y los PIAS. Los Fondos de Inversión ya están desgranados anteriormente por tanto en este apartado no comentaré más sobre ellos.

➤ Acciones: La definición de acción, es una parte alícuota del capital social de una empresa. Hay diferentes tipos de acciones por la CNMV; Acciones ordinarias, Acciones privilegiadas, Acciones sin voto y Acciones rescatables. Para esta comparación me voy a quedar con las acciones ordinarias, que son las que todo el mundo conoce y se negocian comúnmente.

Es un producto que cualquier cliente puede contratar personalmente, sin acudir a ningún tipo de asesor u oficina, el funcionamiento del producto es simple, si la acción

que has comprado aumenta su cotización el valor de la inversión aumenta y al contrario, sin embargo lo complicado con este producto para el cliente es saber cuándo una acción va a subir, de ahí que normalmente personas con alto patrimonio lo deje en manos de asesores financieros que en principio tienen un mayor grado de conocimiento y pueden ir más encaminados a la hora de elegir las empresas a invertir.

En el tema de los impuestos, se tributa en la base imponible del ahorro por las ganancias patrimoniales (una vez se hayan vendido las acciones y restando las minusvalías).

➤ Derivados Financieros: Aquí hay que diferenciar entre Futuros y Opciones, existen más productos derivados pero me centraré a explicar estos dos.

Son productos más complejos, para inversores con un mayor conocimiento del funcionamiento del mercado, y muy parecidos en cuanto al objetivo y a las posibilidades que se pueden dar con ellos, pero para el entendimiento a la hora de utilizarlos por parte de los clientes hay diferencias entre los futuros y las opciones.

Los futuros son utilizados por los inversores profesionales con tres fines: cobertura, especulación y arbitraje, aunque para un cliente minorista al uso, que solo pretende obtener beneficios por el activo subyacente, solo lo emplearía para especulación.

El funcionamiento del producto es al igual que con las acciones, simple en tanto en cuanto el inversor sea capaz de entender e interiorizar la característica principal de los derivados financieros, poder vender algo que no tienes. Si eso ocurre, el inversor sabrá que tiene que comprar futuros si cree que el activo subyacente va a aumentar su valor y viceversa. Con la ventaja con respecto a las acciones que no hace falta depositar todo el dinero de la inversión, solo una garantía que suele ser del 10% del valor nominal, con lo que el inversor dispondría del 90% del capital para otros proyectos.

Las opciones son aún más complicadas que los futuros puesto que entran en juego muchos factores además del precio del activo subyacente, el valor de la prima, la volatilidad y el tiempo. El concepto de vender algo que no tienes también es aplicable para las opciones donde el número de posiciones básicas a invertir dobla a la de los futuros (4 a 2). Frente a la compra o venta de futuros, en las opciones se puede comprar una opción de compra (Compra de Call), vender una opción de compra (Venta de Call), comprar una opción de venta (Compra de Put) o vender una opción de venta (Venta de Put). Los compradores pagan una prima que cobran los vendedores a cambio de

asegurarse un derecho, que en función de cómo varíe el precio del activo subyacente harán efectivo o no.

➤ Depósitos a Plazo: El más fácil y conservador de todos los productos, muy simple, dejar el capital depositado en una entidad durante un tiempo predeterminado a cambio de una rentabilidad preestablecida. Un producto seguro hasta 100.000 € que actualmente no está en sus mejores momentos debido a la ya mencionada rentabilidad nula que están ofertando y que tiene visos de mantenerse en el tiempo.

➤ PIAS: El Plan Individual de Ahorro Sistemático es un seguro individual de ahorro a largo plazo, está ideado como un Plan de Pensiones pero con la posibilidad de sacar el capital en cualquier momento. Actualmente se ha convertido en una vía alternativa al depósito a plazo pues la facilidad y seguridad es la misma, y la rentabilidad según la entidad con la que lo contrates es mayor que en los depósitos.

Además este producto tiene una tributación favorable ya que si cobramos el capital como renta vitalicia, y cumplimos tres requisitos, los rendimientos generados no deben pagar impuestos. Los tres requisitos son:

- La duración del PIAS debe ser como mínimo de 5 años o superior.
- Debe ser la misma persona la que hace las aportaciones, la persona asegurada y el beneficiario del seguro.
- Las cantidades aportadas no deben superar los 8.000 euros al año y el total aportado durante la vida del PIAS tiene que ser inferior a 240.000 euros.

Finalmente, para que se vea más visual las diferencias entre ellos, voy a resumir en una tabla las características en las que los inversores prestan atención y necesitan para saber de una manera eficaz que producto les interesa más.

Tabla 1: Cuadro resumen de los diferentes tipos de productos financieros

	FONDO DE INVERSIÓN	ACCIÓN	DERIVADOS	DEPÓSITO	PIAS
TIPO DE PRODUCTO	Inversión	Inversión	Inversión	Ahorro	Ahorro
RENTABILIDAD	Variable (incluso negativa)	Variable (incluso negativa)	Variable (incluso negativa)	Fija	Fija
RIESGO	Variable	Variable	Alto	Nulo	Nulo
COBRO DE INTERESES	Al vender las participaciones	Al vender las acciones	Al cerrar la posición o a fecha de vencimiento como tarde	Al vencimiento	Al sacar el capital
SEGURIDAD	Alta	Variable (en función de la empresa invertida)	Alta (mediante Cámara de compensación)	Alta (mediante el FDG)	Alta
PERFIL DEL INVERSOR	Conservador – Moderado – Arriesgado	Moderado – Arriesgado	Muy arriesgado	Conservador	Conservador

Fuente: Elaboración propia.

Mención especial quiero hacer con los Fondos Cotizados (ETF'S), son fondos de inversión como su propio nombre indica, pero tienen un comportamiento más parecido a las acciones. Casi podríamos denominarlo un híbrido. Ejemplo de la gestión indexada, es un fondo que representa una cartera de valores reproduciendo la composición del índice al que haga referencia, pero exponiéndose a cotización en el mercado de negociación como las acciones y con una tributación idéntica a las acciones, pagar por la plusvalía del año en curso.

1.3 IMPORTANCIA DE LOS GESTORES

1.3.1 MARKOWITZ Y SHARPE

Desde siempre la preocupación tanto de depositantes como de depositarios ha sido la de obtener la mayor rentabilidad con el menor riesgo posible, o al menos que no hubiera ninguna alternativa que le superará en ambos campos. O lo que es lo mismo, en búsqueda de la eficiencia.

Son numerosos los artículos publicados acerca de este campo, empezando por Markowitz (1952), en busca de la combinación óptima que maximiza la función de utilidad personal o Sharpe (1963-1964) que dándole una vuelta de tuerca al modelo de Markowitz elaboró primero un modelo simplificado para posteriormente y ayudado por las aportaciones de Litner (1965) y Mossin (1966) el modelo llamado Capital Asset Pricing Model (CAPM). Por su labor en el campo de la economía financiera Markowitz y Sharpe fueron galardonados con el Premio Nobel de Economía en 1990.

Markowitz puso la primera piedra en la teoría moderna de carteras, mediante su Portfolio Selection. En su búsqueda de la cartera óptima para cada inversor bajo la premisa del inversor racional, una manera de idealizar el modelo, y la función de utilidad de cada inversor, elaboró una frontera de carteras eficientes donde dependiendo del grado de aversión al riesgo (función de utilidad), se establecería la rentabilidad media que el inversor debería perseguir.

Este modelo como comienzo teórico era bueno pero a la hora de poder ponerlo en práctica se complicaba, se necesitaban tantas rentabilidades medias, varianzas y covarianzas como títulos quisieras incluir en la cartera, y además en la formulación del modelo existía un error puesto que Markowitz entendía que se formaba una dependencia directa entre las rentabilidades de los títulos, sin embargo lo que sucedía era la dependencia entre los títulos y el índice de referencia del mercado.

Entonces fue cuando Sharpe introdujo su modelo simplificado de mercado, en el que trata de obtener la rentabilidad de una cartera en función de 4 variables; alfa, beta, la rentabilidad del mercado y el error esperado.

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_M + u_i$$

La beta se puede describir como la sensibilidad de la cartera frente al índice de referencia o mercado. Este indicador depende indirectamente del gestor en tanto en cuanto elige los valores que incorpora en la cartera y por lo tanto puede modular este parámetro.

Pero el parámetro que más me interesa es alfa, la rentabilidad independiente del mercado, o lo que es lo mismo la rentabilidad o valor añadido que aporta el gestor a esa cartera. Esto es muy importante puesto que una cartera con alfa negativo indicaría que ese gestor estaría desarrollando mal su actividad. Lógicamente el objetivo por parte de un inversor es encontrar el gestor con mayor alfa, y el de los gestores ir aumentando su alfa periodo a periodo.

El error esperado no lo tengo en consideración en el cálculo de la rentabilidad esperada ya que el modelo de mercado de Sharpe cumple las hipótesis del modelo lineal simple; la esperanza y la covarianza del error son nulas, y la varianza constante.

En donde si hay que tener en cuenta el error es a la hora de calcular el riesgo asumido por la cartera. Sharpe distingue dos tipos de riesgo, el riesgo sistemático o de mercado que viene dado por la coyuntura económica del momento y demás factores externos en los que se puede actuar limitadamente, que es el riesgo que el mercado te remunera, y luego está el riesgo específico en el que incurre cada persona según sus inversiones, diversificable pudiéndose eliminar por completo y no remunerado por el mercado.

$$\sigma^2(R_p) = \underbrace{\beta_i^2 \cdot \sigma^2(R_M)}_{\text{Riesgo sistemático}} + \underbrace{\sigma^2(\varepsilon_i)}_{\text{Riesgo específico del título o de la cartera}}$$

Fuente: Sharpe (1963)

Como consecuencia de esta formulación e idea, la conclusión lógica lleva a pensar que diversificando la cartera se limitará el riesgo específico hasta eliminarlo. Esa conclusión se plasmó en un epígrafe de la regulación, artículo 38 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, donde por carácter general se limita

la inversión en los activos emitidos o avalados por un mismo emisor al cinco por ciento del patrimonio de la IIC. Eso es así, porque veinte son los títulos a partir de los cuales el riesgo específico es limitado.

Posteriormente como ya he comentado antes, Sharpe incorporó una variante a su modelo simplificado de mercado para llegar al CAPM, esa variante era la existencia de un activo libre de riesgo, lo más cercano a eso es la renta fija, volviendo a dejar claro la función de alfa y del error esperado en la rentabilidad y riesgo de la cartera respectivamente.

$$R_p - R_f = \alpha + \beta \times (R_M - R_f) + \varepsilon$$

1.3.2 ASSET ALLOCATION Y TIPOS DE GESTIÓN

La definición del “asset allocation” de una cartera es la primera y principal función de los gestores, por la que se les remunera. El “asset allocation” consiste en asignar el patrimonio gestionado a los distintos tipos de activos que el gestor incluirá en la cartera de inversión, adicionalmente los gestores pueden aplicar distintas técnicas/habilidades de gestión.

Para poder determinar el porcentaje de inversión de cada activo en cartera, se necesitan conocer tres premisas, cuatro siendo asesor patrimonial:

- *El perfil de riesgo del inversor*, conocer la mayor o menor aversión al riesgo del cliente.
- *El horizonte temporal*, necesariamente a largo plazo pero puede haber matices para cada caso.
- *El conocimiento y experiencia financiera del gestor para hacer frente a los cambios en el mercado.*

Para un asesor patrimonial habría que añadir el control constante de la proporción de capital invertido sobre el capital total del cliente.

Para aumentar el valor añadido a los inversores, los gestores utilizan técnicas de sincronización o Market timing y de selección o Stock picking. El Market timing se refiere a la capacidad de prever el comportamiento futuro de los activos para en consecuencia evaluar la estrategia de compra y venta para ese momento concreto,

fundamentalmente entre renta variable y renta fija. Por otra parte, el Stock picking es la capacidad del gestor de seleccionar las empresas que van a tener un mejor comportamiento para el periodo próximo sin variar el % de cada tipo de activo en cartera. Normalmente se le atribuye a la renta variable pero también se realiza para la renta fija.

Realmente son dos visiones de ajuste cortoplacista dentro de un horizonte de inversión de largo plazo, la decisión coherente con el horizonte de inversión es el “asset allocation”. Tal vez por ello en estudios que se han llevado a cabo tratando de cuantificar la influencia de estos factores en la ganancia total de los inversores como el realizado por Brinson, Hood y Beebower (1995), revela que el 93,6% de la ganancia total proviene de la distribución de la cartera en los distintos tipos de activos o lo que es lo mismo Asset allocation, dejando en un 4,2% y un 1,7% el Stock picking y Market timing respectivamente. El 0,5 restante se debe al resto de pequeños factores.

Tabla 2: Influencia de los factores en la ganancia total del inversor

Table 7. Percentage of Total Return Variation Explained by Investment Activity, Average of 91 Plans, 1973–1985

		Selection	
		Actual	Passive
Timing	Actual	(IV) 100.0%	(II) 95.3%
	Passive	(III) 97.8%	(I) 93.6%

Variance Explained				
	Average	Minimum	Maximum	Standard Deviation
Policy	93.6%	75.5%	98.6%	4.4%
Policy and timing	95.3	78.7	98.7	2.9
Policy and selection	97.8	80.6	99.8	3.1

Fuente: Brinson, Hood y Beebower (1995)

Este estudio lo refrenda en menor medida, Bononato (2016), prestigioso gestor de inversión español en una entrevista al portal financiero Eleconomista donde afirma “No hacemos stock picking porque el secreto del 70-80% del retorno está en la clase de activos elegida. El stock picking aporta valor, pero no es lo fundamental para conseguir el retorno principal.”

También afirma que el basarse en el Asset allocation empleando los demás recursos como simple complemento es “una gestión activa con instrumentos de gestión

pasiva”. Diferentes y tradicionales estilos de gestión si sumamos la gestión indexada, aunque este último se puede considerar un tipo de gestión pasiva. A lo que hay que sumar uno relativamente reciente, el estilo de Gestión Alternativa.

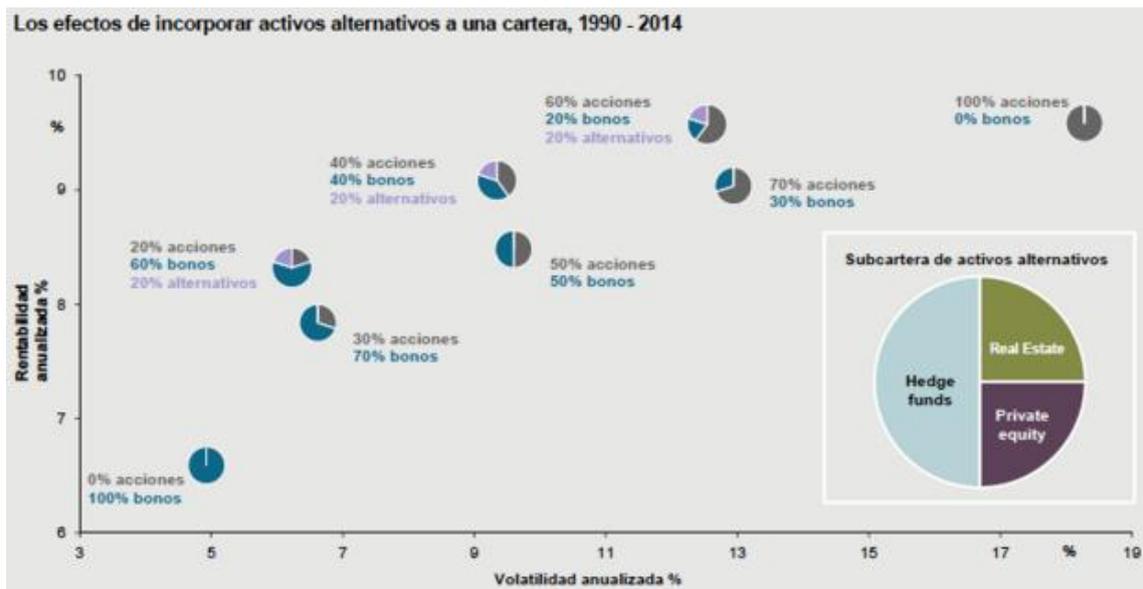
La Gestión Alternativa, ya la mencioné al tratar los distintos tipos de fondos, es interesante observar las diferencias con los demás estilos de gestión en metodología, requisitos y resultados, y ver cómo ha desembocado todo esto en un aumento considerable de patrimonio gestionado por esta vía, empezando a ser regulada de manera específica en España a partir de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, lo que en la práctica suponía implementar la Directiva Alternativa Europea (2011/61/EU) con el objetivo de incentivar el mercado europeo de fondos de inversión y mantener la estabilidad financiera.

Nació como una alternativa al fracaso de la gestión activa, sin embargo se alejó de ésta ya que actúa de otra manera, el gestor ofrece rentabilidades absolutas y positivas, cosa que puede hacer al no estar ligado a ningún índice de referencia. Además hay dos aspectos que transmiten más y mejor confianza en los inversores; por un lado en este tipo de fondos el gestor arriesga parte de su capital personal puesto que suele participar en el fondo y por otra parte se establecen las comisiones en función de los resultados obtenidos, así se puede decir que son “comisiones honradas” a diferencia de algunas entidades bancarias que cobran comisiones de gestión y de mantenimiento aplicando gestión pasiva o indexada.

Si el gestor ofrece rentabilidades absolutas independientemente de cómo vaya el mercado es por dos razones; la primera es la necesaria utilización de instrumentos derivados, y la segunda la habilidad del gestor y su conocimiento de mercado para aplicar técnicas de arbitraje o saber manejar una situación especial con una empresa en dificultades. Las dos razones aumentan el riesgo de la cartera de forma independiente, sin embargo si las unimos y añadimos la baja correlación con el mercado, obtenemos una cartera diversificada y por tanto con menor riesgo global que la suma de los elementos que la forman.

J.P. Morgan (2015) realizó un estudio para comprobar la rentabilidad-riesgo de la cartera con la inclusión de la gestión alternativa para el periodo 1990-2014 con el siguiente resultado:

Gráfico 2: Efecto de la gestión alternativa en una cartera



Fuente: J.P. Morgan (2015).

Se obtiene la certeza de que la gestión alternativa mejora la rentabilidad-riesgo. Cuando incluimos en la cartera un 20% de fondos alternativos disminuyendo equitativamente renta variable (RV) y renta fija (RF) se observa para los 3 casos que aparecen en el gráfico como la rentabilidad aumenta y la volatilidad o riesgo es menor. También se observa como la rentabilidad es similar entre la cartera que invierte el 100% en RV y la cartera con un “asset allocation” de 60% RV, 20% RF y 20% en Gestión Alternativa con un riesgo menor en aproximadamente 5 puntos porcentuales por parte de la segunda cartera.

Sin ser exacto un comentario generalizado sobre la Gestión alternativa que viene a asegurar que alcanza rentabilidades de RV con el riesgo de RF, si es exacto decir que mejora en estos parámetros al resto de estilos de gestión y que es recomendable invertir un pequeño porcentaje (10-20%) en Gestión alternativa para diversificar el patrimonio y las inversiones.

Una de las formas en las que se materializa la Gestión Alternativa es en los denominados Fondos de Autor.

Los Fondos de Autor no han sido muy conocidos para el público o cliente minorista, al ser un producto generalmente ofertado por gestoras pequeñas o profesionales que no han querido publicitarlo. De hecho, aunque llevan ya operando

muchos años, en Abante desde 2005 por ejemplo, para el inversor común y para la CNMV empezó a introducirse el termino Fondos de autor en el segundo semestre del año 2014 a raíz de la salida de un prestigioso gestor como Francisco García Paramés de la gestora Bestinver, lo que provocó numerosas peticiones de reembolso o traspaso de los fondos por parte de los inversores llegando a los 1.000 millones de euros de desinversiones en una semana. Peticiones que llevaban consigo las pertinentes comisiones, comisiones que algunos inversores no veían justo pagar y que reclamaron a la CNMV. La CNMV tuvo que desestimar las reclamaciones al no haber regulación sobre este tipo de actos (la dimisión de un gestor) y no distinguir entre un Fondo de Inversión tipo y un Fondo de autor.

Sin embargo, creó un precedente ya que en enero de 2015 se anunciaba por parte del Gobierno una modificación que entró en vigor el 15 de febrero del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, que define el actual Reglamento de Desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, por el que por primera vez se plasmaba el termino Fondos de autor en la ley. La modificación fundamental era la siguiente “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 (DFI), 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”, lo cual elevaba la identidad del gestor a la categoría de dato relevante, y aumentaba la protección de los inversores ante cambios en la dirección del fondo.

Por esas fechas, octubre de 2014, se produjeron otros movimientos de gestores españoles importantes como Iván Martín Aranguez o Firmino Morgado. El primero considerado por muchos como el mejor gestor de fondos español, se marchó de la gestora del Banco Santander para emprender un nuevo proyecto, fundar una gestora llamada Magallanes especializada en la gestión de renta variable con filosofía “value investing”. En cuanto a Firmino Morgado abandonó el mayor fondo de bolsa española y a Fidelity para unirse a Renta 4 y lanzar una nueva gama de fondos, los W4i Investment Funds, estableciendo como modelo de gestión al igual que Iván Martín la filosofía “value investing”.

En 2011 nació en España una iniciativa llevada a cabo por Abante Asesores denominada proyecto Smart-ISH, nombre que explica proviene de gestor sensato e inteligente (“Smart”) y español (“spanISH”).

Esta iniciativa pretende dar visibilidad a la función de un gestor y controlar bajo lo que denominan como un “Universo” la industria española de fondos de autor para crear como ya han hecho un Fondo de fondos de autor. Para entrar en el “Universo” y ser susceptible de participar en el fondo existen 4 criterios de selección:

- Gestores plenamente identificados con su producto.
- Gestión activa que ponga en valor el talento del gestor en la generación de alfa.
- Contacto directo con el equipo gestor del vehículo.
- Gestión prudente independientemente del tipo de activos en el que inviertan.

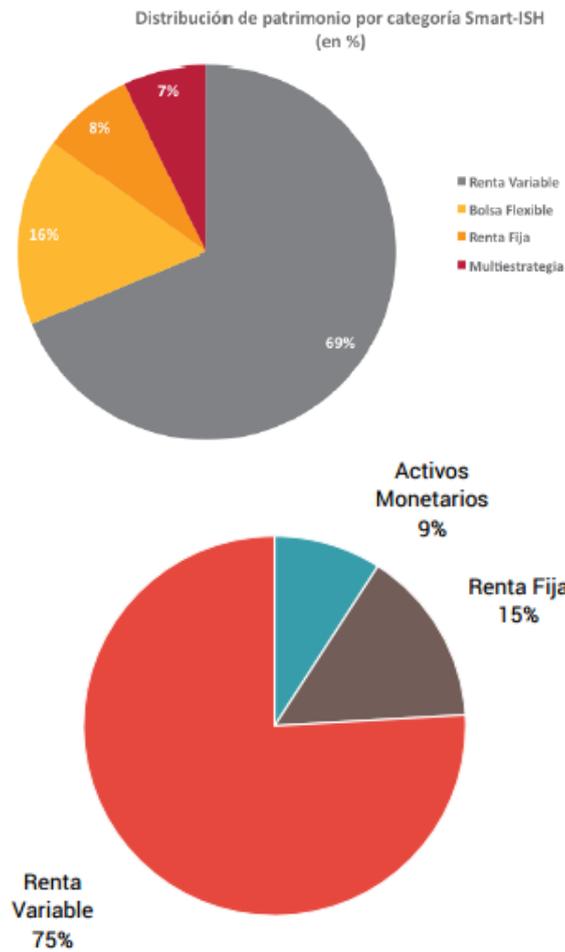
Cuando se creó en 2011, la idea era colocar el capital en 20 fondos seleccionados de gestores que pertenecieran al Universo Smart-ISH e invertir entre el 4 y el 8% en cada uno de los 20 fondos de manera que existiera una diversificación dentro del propio fondo.

A 31 de diciembre de 2013 y en febrero de 2016, la distribución de patrimonio presentaba la composición que puede observarse en el gráfico 3, respectivamente. Las diferencias porcentuales que se observan se pueden explicar por la deriva de las bolsas europeas y el recorrido que estiman va a evolucionar, y donde en todo momento predomina la renta variable hasta niveles en torno al 70%.

El gráfico 4 muestra la rentabilidad acumulada por dicho fondo durante los últimos tres años. Como puede observarse, en los últimos tres años, la rentabilidad siempre ha estado por encima de la media de su categoría, EUR Flexible Allocation.

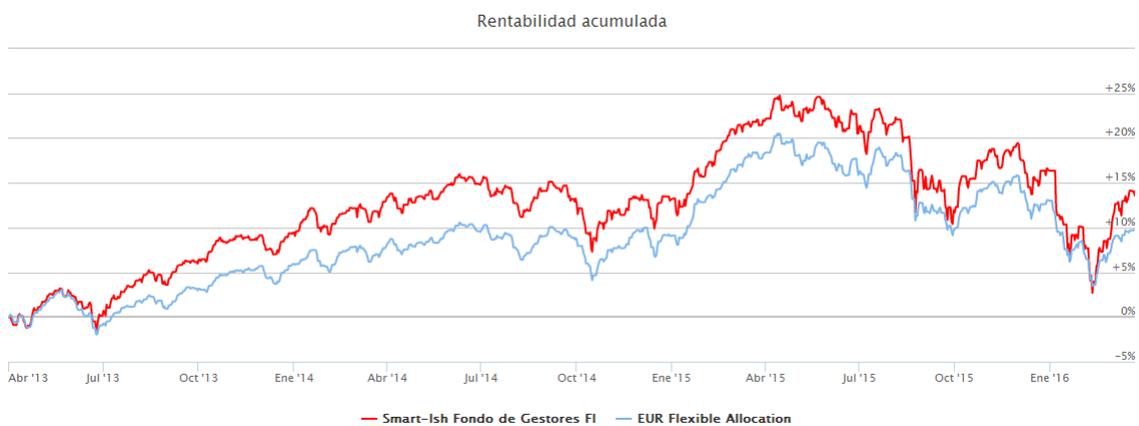
Por último, Smart-ISH es una iniciativa que también pretende interactuar más a través de las redes sociales con los inversores o cualquier persona con un doble fin; dar a conocer el producto y crear un ambiente de confianza.

Gráfico 3: Distribución de patrimonio del Fondo Smart-ISH



Fuente: Abante Asesores.

Gráfico 4: Rentabilidad acumulada Fondo Smart-ISH



Fuente: Unience.

Por último, resaltar la no obligatoriedad por parte de las gestoras de suministrar el nombre del gestor en el folleto informativo de fondos de inversión excepto para los fondos de autor, ésta categoría debe suministrarlo desde la publicación del RD 1082/2012. Este condicionante es capaz de afectar a la segunda parte del trabajo, en que se realizan diversos análisis sobre la situación de los gestores en las diferentes gestoras españolas, puesto que el análisis puede estar sesgado en función de la información disponible en las diferentes bases de datos utilizadas.

2. BASE DE DATOS UTILIZADA Y ANÁLISIS EMPÍRICO

2.1 BASE DE DATOS UTILIZADA

Para el análisis empírico que voy a presentar, se han utilizado 4.622 fondos, todos los fondos de inversión registrados para su comercialización en España desde 1985 hasta la actualidad. La información, obtenida de la CNMV, no tiene sesgo de supervivencia, es decir, no se ha eliminado la información de aquellos fondos que han desaparecido en algún momento.

De esta base de datos he podido obtener la información referida a los fondos de inversión, como su nombre, fecha de creación y desaparición (en su caso), y el nombre de la gestora que se encarga de su gestión.

Para la información referente a los gestores, he trabajado con la base de datos de Morningstar. La utilización de ambas bases de datos ha sido posible gracias por un lado a que el Departamento de Contabilidad y Finanzas posee la licencia de Morningstar, y por otro lado el grupo de investigación de la tutora del trabajo tiene la base de datos de la CNMV.

En la base de datos de Morningstar, existen algunos fondos que no reportan el nombre del gestor, por lo tanto solo podremos extraer conclusiones para los fondos que si la suministran, y cuyo gestor sea una persona y no un equipo de gestión. Solo me quedo con la información referente a gestores individuales, dado que voy a analizar variables sociodemográficas propias de cada persona como son edad, sexo, experiencia, etc., por tanto no busqué equipos sino personas.

Un hecho importante que hemos observado, es que desde 2009, los fondos de inversión comienzan a reportar información de los gestores con mayor frecuencia, y por tanto la cantidad de datos suministrada por Morningstar es más elevada. La información del gestor se proporciona en la variable “Manager History”, en la que colocan todos los gestores que han tenido cada fondo y el periodo en el que lo han gestionado, de manera que se pueden producir las siguientes situaciones:

- Que haya un único gestor gestionando el fondo aunque varios a lo largo de la historia del fondo.
- Que en algún momento de la historia del fondo haya habido varios gestores a la vez.
- Que el fondo reporte directamente “Management Team” y no podamos visualizar los nombres de los gestores.

Las siguientes tablas y gráficos resumen distintos patrones de dichos gestores, como pueden ser la experiencia, edad, educación..., por lo tanto solo interesan los gestores para los que se conoce su nombre y apellidos. Morningstar no suele proporcionar esa información referida a variables sociodemográficas de los gestores, así que para conseguir la mayor cantidad de información posible de estas variables, hubo que buscarla en páginas web como Citywire, LinkedIn o FundsPeople.

Por último, para terminar de nombrar las bases de información utilizadas en el análisis, la web de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones) ha sido necesaria para obtener los datos de patrimonio gestionado por cada gestora en cada año.

2.2 ANÁLISIS EMPÍRICO

En la actualidad, el número de gestoras registradas en España se ha reducido a 74, lejos de las 112 de 1999. Sin embargo, en el análisis solo se mostraran las 50 gestoras con mayor patrimonio gestionado que abarcan más del 99% del patrimonio total por cuestiones de espacio y brevedad.

Concretamente, la tabla 3 muestra la evolución del patrimonio gestionado por las principales gestoras de fondos de inversión de España en los últimos 15 años. Como puede observarse, el patrimonio gestionado en este producto financiero ha llevado una

tendencia alcista en los últimos 15 años alterada por la crisis económica mundial que hizo disminuir a la mitad el capital gestionado. Sin embargo desde hace tres años ha vuelto a la senda del crecimiento patrimonial quedándose cerca de niveles anteriores a la crisis, como se puede vislumbrar en 2014.

Como puede observarse en la tabla 3, el ranking de gestoras en función del patrimonio gestionado siempre está encabezado por las gestoras de los tres mayores bancos comerciales del país, Banco Santander, BBVA y La Caixa. En la tabla también se observa la concentración del sector en España ya que casi la mitad del patrimonio (46,2%) está repartida en tan solo 3 gestoras, las mencionadas anteriormente, y ampliando el rango llega al 76,9% para las 10 mayores gestoras. Esto puede originar problemas de competencia, que algunos autores ya indican como Losada (2014), supervisor de la CNMV, el cual señala que el margen medio de beneficio de las gestoras es del 43%, muy por encima de lo lógico en un mercado de competencia.

Por otra parte hay gestoras en las que su evolución no ha estado correlacionada con la evolución del patrimonio total, ya sea de manera favorable como BBK Gestión o Mutuactivos o de manera desfavorable como Ahorro Corporación Gestión y Barclays España. En la parte positiva se encuentra BBK Gestión, la cual consiguió situarse como la sexta gestora en volumen en España en 2014, esto lo logró por la base de clientes que tiene, conservadores, que ven como las rentabilidades del producto disminuyen y buscan una alternativa, eso y una fuerte apuesta comercial por el producto por parte de BBK ofreciendo Fondos de renta fija para sus clientes conservadores. Por la parte negativa, Barclays, su disminución es lógica pues su política de reducción del negocio en España lleva a una pérdida de confianza de los inversores y conlleva el traspaso del capital a otra gestora.

Tabla 3: Distribución de patrimonio de las gestoras de FI en España

NOMBRE GESTORA	Dic-1999	Dic-2006	Dic-2010	Dic-2014	% 2014
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	39.577.728	61.663.399	24.293.513	33.279.715	16,7%
INVERCAIXA GESTION	10.978.462	20.077.025	17.754.511	29.946.989	15,1%
BBVA ASSET MANAGEMENT	21.712.777	44.627.796	22.775.280	28.791.915	14,5%
BANSABADELL INVERSION	4.331.805	13.225.026	5.770.784	12.560.826	6,3%
GESMADRID	7.083.781	11.454.366	5.954.946	10.117.353	5,1%
BBK GESTION	1.760.730	3.752.672	2.728.275	9.358.094	4,7%
POPULAR GESTION	4.416.695	10.675.071	5.951.802	9.177.168	4,6%
BANKINTER GESTION DE ACTIVOS	3.988.627	8.920.519	3.958.823	7.233.279	3,6%
IBERCAJA GESTION	2.941.290	6.018.475	4.664.645	6.785.490	3,4%
MUTUACTIVOS	1.503.238	2.378.192	2.861.470	3.935.009	2,0%
BESTINVER GESTION	151.143	3.332.284	2.744.766	3.766.141	1,9%
BANCO MADRID GESTION DE ACTIVOS	2.140	148.012	94.211	3.068.367	1,5%
AHORRO CORPORACION GESTION	6.162.884	12.965.098	5.929.248	2.975.991	1,5%
GESCOOPERATIVO	699.267	2.056.006	1.512.450	2.880.003	1,4%
BARCLAYS WEALTH MANAGERS	2.789.596	7.317.234	3.389.178	2.564.141	1,3%
RENTA 4 GESTORA	396.639	701.575	553.261	2.429.984	1,2%
CAJA ESPAÑA FONDOS	1.057.490	2.582.093	1.800.830	2.324.750	1,2%
MAPFRE INVERSION DOS	1.913.284	2.923.758	1.900.952	2.259.418	1,1%
UNIGEST	604.849	1.691.614	1.466.230	2.211.442	1,1%
DWS INVESTMENTS	2.904.547	2.038.974	1.151.387	1.948.328	1,0%
CAJA LABORAL GESTION	881.425	1.965.190	992.319	1.505.268	0,8%
AMUNDI IBERIA	262.095	946.228	528.740	1.498.936	0,8%
G.I.I.C. FINECO	157.758	550.097	611.085	1.374.883	0,7%
MARCH GESTION DE FONDOS		790.730	675.873	1.370.416	0,7%
CREDIT SUISSE GESTION	47.454	646.171	449.510	1.144.216	0,6%
UBS GESTION		2.319.065	689.837	1.082.870	0,5%
ESPIRITO SANTO GESTION	214.381	1.428.430	917.197	1.060.700	0,5%
CAIXA CATALUNYA GESTIO	1.869.934	4.965.774	3.987.989	1.050.920	0,5%
AVIVA GESTION		117.882	254.835	907.306	0,5%
ABANTE ASESORES GESTION		314.237	370.981	712.351	0,4%
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	703.154	750.227	611.615	573.623	0,3%
EDM GESTION	54.674	146.093	144.388	549.632	0,3%
GVC GAESCO GESTIÓN	445.894	648.402	373.475	538.928	0,3%
GESNORTE	471.035	598.731	588.889	527.200	0,3%
CARTESIO INVERSIONES			294.896	520.927	0,3%
CAJA INGENIEROS GESTION		329.692	271.357	515.691	0,3%
POPULAR GESTION PRIVADA	442.770	1.102.679	521.926	457.260	0,2%
INVERSEGUROS GESTION	438.919	1.011.104	274.722	413.520	0,2%
GES. FIBANC	556.189	388.669	200.800	386.108	0,2%
ANDBANK WEALTH MANAGEMENT				382.077	0,2%
GESCONSULT	129.911	210.284	175.592	363.876	0,2%
GESPROFIT	172.869	269.859	251.047	319.669	0,2%
FONDITEL GESTION		780.254	444.022	315.232	0,2%
BANKOA GESTION	174.486	345.588	209.465	312.688	0,2%
PRIVAT BANK PATRIMONIO	44.441	204.114	172.721	289.135	0,1%
SEGUROS BILBAO FONDOS	204.419	333.544	263.350	288.928	0,1%
GESIURIS ASSET MANAGEMENT	7.379	182.105	228.118	288.101	0,1%
GESTIFONSA	118.098	131.600	162.253	253.561	0,1%
ATLAS CAPITAL GESTION		56.557	113.398	248.844	0,1%
MERCHBANC	544.372	333.930	223.080	218.903	0,1%
	163.695.274	270.300.011	143.918.154	198.718.926	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

La tabla 4 indica los gestores en activo para cada gestora en 2014 junto con el patrimonio gestionado por la gestora. Así podremos obtener un ratio de patrimonio

gestionado por gestor y sacar conclusiones de la importancia del gestor para cada gestora.

Tabla 4: Estadísticas de los gestores en activo en Diciembre 2014

NOMBRE GESTORA	Código Gestora	Patrimonio en 2014	Gestores en Activo	Patrimonio por Gestor
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	12	33.279.715	38	875.782
INVERCAIXA GESTION	15	29.946.989	33	907.485
BBVA ASSET MANAGEMENT	14	28.791.915	22	1.308.723
BANSABADELL INVERSION	58	12.560.826	5	2.512.165
GESMADRID	85	10.117.353	16	632.335
BBK GESTION	95	9.358.094	*	
POPULAR GESTION	4	9.177.168	14	655.512
BANKINTER GESTION DE ACTIVOS	55	7.233.279	11	657.571
IBERCAJA GESTION	84	6.785.490	9	753.943
MUTUACTIVOS	21	3.935.009	4	983.752
BESTINVER GESTION	103	3.766.141	2	1.883.071
BANCO MADRID GESTION ACTIVOS	159	3.068.367	3	1.022.789
AHORRO CORPORACION GESTION	128	2.975.991	12	247.999
GESCOOPERATIVO	140	2.880.003	6	480.000
BARCLAYS WEALTH MANAGERS	63	2.564.141	6	427.357
RENTA 4 GESTORA	43	2.429.984	11	220.908
CAJA ESPAÑA FONDOS	130	2.324.750	6	387.458
MAPFRE INVERSION DOS	121	2.259.418	*	
UNIGEST	154	2.211.442	4	552.860
DWS INVESTMENTS	142	1.948.328	5	389.666
CAJA LABORAL GESTION	161	1.505.268	*	
AMUNDI IBERIA	31	1.498.936	7	214.134
FINECO	132	1.374.883	*	
MARCH GESTION DE FONDOS	190	1.370.416	5	274.083
CREDIT SUISSE GESTION	173	1.144.216	6	190.703
UBS GESTION	185	1.082.870	5	216.574
ESPIRITO SANTO GESTION	113	1.060.700	6	176.783
CAIXA CATALUNYA GESTION	20	1.050.920	3	350.307
AVIVA GESTION	191	907.306	6	151.218
ABANTE ASESORES GESTION	194	712.351	5	142.470
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	61	573.623	3	191.208
EDM GESTION	49	549.632	9	61.070
GVC GAESCO GESTIÓN	29	538.928	*	
GESNORTE	9	527.200	4	131.800
CARTESIO INVERSIONES	221	520.927	*	
CAJA INGENIEROS GESTION	193	515.691	4	128.923
POPULAR GESTION PRIVADA	182	457.260	*	
INVERSEGUROS GESTION	98	413.520	5	82.704
GES. FIBANC	2	386.108	3	128.703
ANDBANK WEALTH MANAGEMENT	237	382.077	3	127.359
GESCONSULT	57	363.876	3	121.292
GESPROFIT	139	319.669	3	106.556
FONDITEL GESTION	200	315.232	1	315.232
BANKOIA GESTION	35	312.688	2	156.344
PRIVAT BANK PATRIMONIO	78	289.135	*	
SEGUROS BILBAO FONDOS	45	288.928	1	288.928
GESIURIS ASSET MANAGEMENT	37	288.101	7	41.157
GESTIFONSA	126	253.561	6	42.260
ATLAS CAPITAL GESTION	210	248.844	5	49.769
MERCHBANC	34	218.903	*	
TOTAL		198.718.926	352	564.542
TOTAL NETO		181.845.765		516.607

* Gestoras que no ofrecen información de sus gestores.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

En la tabla 4, están las 50 gestoras con mayor patrimonio gestionado en 2014 ordenadas de mayor a menor patrimonio, como en la tabla 3, sin embargo el resultado total está calculado sobre todas las gestoras residentes en España.

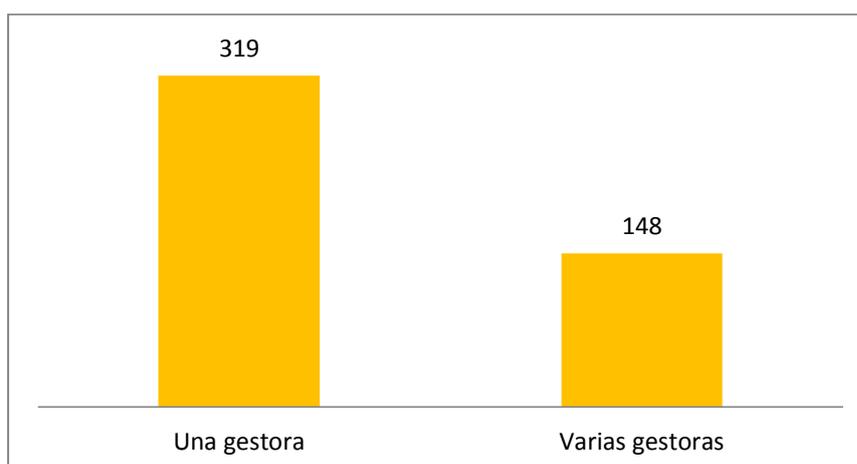
Podemos observar como distan en el ratio de patrimonio por gestor las diferentes gestoras situándose al frente Bansabadell Inversión y no una de las 3 grandes gestoras del país. Solo hay 4 gestoras en las que el gestor administra más de mil millones de media, aunque la información no está completa ya que hay gestoras que no revelan los nombres de los gestores de cada fondo escudándose en el Management Team, como se ha comentado anteriormente.

Trece son las gestoras que no aportan datos sobre sus gestores, algunas aparecen en la tabla; BBK Gestión, Mapfre Inversión Dos, Caja Laboral Gestión, Fineco, GVC Gaesco Gestión, Cartesio Inversiones, Popular Gestión Privada, Privat Bank Patrimonio, Merchbank, Welzia Management, A&G Fondos, Dux Inversores y Omega Gestión. Todas ellas gestionan casi diecisiete millones de euros, de ahí que sea necesario tomar más en cuenta el resultado total neto (resultado total menos los aproximadamente 17.000 millones gestionados por gestoras sin información acerca de los gestores en activo) para obtener el ratio medio de patrimonio gestionado por gestor que asciende a 516.607.000 euros. El caso más curioso es el de BBK, ya que siendo la sexta gestora de mayor patrimonio gestionado en 2014 no proporciona información sobre qué personas son las que están gestionando esos patrimonios.

Por otra parte, aparecen un total de 352 gestores en activo sumando los gestores en activo de cada gestora pero realmente solo son 344 gestores diferentes, dado que el nombre de algunos de ellos aparece varias veces al haber trabajado en diferentes gestoras. Por tanto, la razón de esta diferencia radica en la duplicidad de algunos gestores que han desarrollado su vida profesional, actuando como gestores en dos compañías gestoras diferentes (véanse gráficos 5 y 9). Dichas duplicidades las hemos desagrupado en dos categorías, aquellas que se deben a fusiones que se estaban produciendo entre entidades financieras y que, por tanto, también afectaba a las gestoras y aquellos que no se deben a procesos de fusión. Lógicamente la reestructuración en el sector se ha desarrollado paralelamente y con la misma virulencia que en el sector bancario ya que muchas gestoras son ramas de los bancos, y por tanto las gestoras se fusionaban a la vez que la rama comercial.

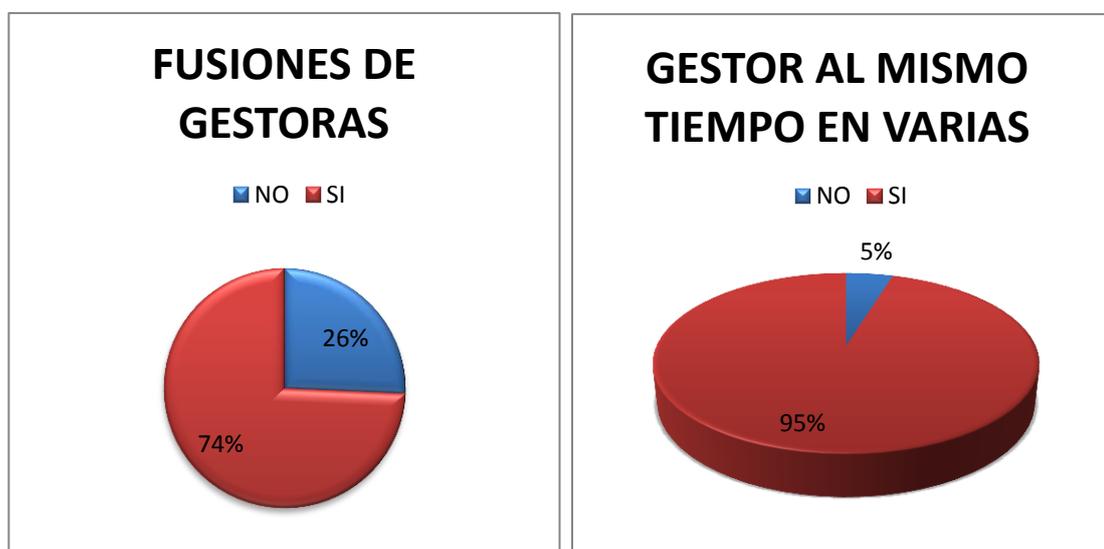
En el gráfico 5, se especifica la cantidad de gestores para los que tenemos información (un total de 467 gestores) distinguiendo entre los gestores que han trabajado únicamente para una gestora y los que han trabajado para más de una gestora; distinguiendo la causa, si se debe a fusiones entre distintas gestoras o no, y el marco temporal, si trabajaron en varias gestoras al mismo tiempo o no (gráfico 6).¹

Gráfico 5: Distribución de los gestores según cantidad de gestoras en las que han desarrollado su vida profesional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Gráfico 6: Causas de la distribución de los gestores en varias gestoras



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

¹ En el estudio hay datos sobre 467 gestores. En la tabla 4 aparecen 352 gestores en activo, debido a la duplicidad analizada en los gráficos 5 y 6, cuando realmente son 344 los gestores en activo.

Se puede observar que la mayoría de los gestores que han trabajado en más de una gestora es debido a las fusiones entre ellas. Concretamente estamos hablando del 74% de los gestores, es decir, 110 de los 148 gestores que han desarrollado su vida laboral en más de una gestora. Además casi por unanimidad, los gestores que han trabajado en varias gestoras, lo han hecho a la vez (el 95% de los gestores, o lo que es lo mismo, 141 de los 148 gestores). Hay que matizar que el gráfico, gestor al mismo tiempo en varias gestoras, se ha realizado asignando a los gestores que han trabajado en gestoras fusionadas, un SI en este gráfico.

Lo que se ha observado en los gráficos anteriores es consecuencia de que España tuvo que hacer frente a un gran proceso de reestructuración financiera debido a las pérdidas de valoración de activos financieros por mark-to-market y a la deuda contraída con las entidades por los clientes mayoristas. Por una parte mediante el RD-Ley 9/2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para facilitar los procesos de integración de entidades. Adicionalmente con la firma en junio de 2012 del Memorandum of Understanding (MOU) con la UE, se adoptó como objetivo fundamental el saneamiento de los balances y la valoración de los activos con precios ajustados a mercado. No obstante el MOU fue posible, gracias a la aprobación de dos normas clave en la reforma del sector en España: el RDL 2/2012, de 3 de febrero, sobre saneamiento del sector financiero, y el RDL 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de activos inmobiliarios del sector financiero. Cuantitativamente el sector bancario sin terminar la reestructuración ha pasado de 61 entidades en 2008 a 18 en 2015, y en gestoras de 102 en 2006 a 74 en 2014. Un ejemplo de las fusiones en entidades es Caixa Catalunya, que primero se fusionó con Caixa Manresa y Caixa Tarragona, y sus gestoras. Para posteriormente ser adquirida por BBVA previo paso por el FROB. Y de gestores, Mikel Arteche, el cual aparece en Banco Guipuzcoano y Bansabadell cuando no se ha movido de Banco Guipuzcoano, pero la fusión entre ambas ha originado esta duplicidad.

Para terminar con el análisis empírico aplicado a las gestoras, la tabla 5, plasma un resumen de la experiencia y edad media de los gestores en activo de las 50 mayores gestoras en España así como la distribución de gestores en función de su sexo. Ambas variables serán analizadas con más detalle para los gestores.

Tabla 5: Experiencia y edad media de los gestores y distribución por sexos pertenecientes a cada gestora

GESTORAS	Gestores en Activo	Experiencia	Edad	Hombres	Mujeres
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	38	5,47	43,05	27	11
INVERCAIXA GESTION	33	6,36	42,40	21	12
BBVA ASSET MANAGEMENT	22	4,45	42,22	17	5
BANSABADELL INVERSION	5	19,40	42,33	3	2
GESMADRID	16	6,25	40,80	11	5
BBK GESTION	*				
POPULAR GESTION	14	5,21	36,50	8	6
BANKINTER GESTION DE ACTIVOS	11	5,91	46,33	9	2
IBERCAJA GESTION	9	7,78	37,25	4	5
MUTUACTIVOS	4	4,25	43,00	4	0
BESTINVER GESTION	2	0,00	40,50	2	0
BANCO MADRID GESTION ACTIVOS	3	5,67	35,00	3	0
AHORRO CORPORACION GESTION	12	17,58	43,10	8	4
GESCOOPERATIVO	6	8,33	38,00	2	4
BARCLAYS WEALTH MANAGERS	6	13,67	49,50	5	1
RENTA 4 GESTORA	11	4,18	39,50	9	2
CAJA ESPAÑA FONDOS	6	9,33	33,67	3	3
MAPFRE INVERSION DOS	*				
UNIGEST	4	5,00	41,67	4	0
DWS INVESTMENTS	5	8,60	43,50	4	1
CAJA LABORAL GESTION	*				
AMUNDI IBERIA	7	3,71	37,60	5	2
FINECO	*				
MARCH GESTION DE FONDOS	5	10,20	44,50	4	1
CREDIT SUISSE GESTION	6	4,83	42,80	5	1
UBS GESTION	5	13,20	50,00	5	0
ESPIRITO SANTO GESTION	6	4,17	40,00	2	4
CAIXA CATALUNYA GESTION	3	3,00	44,00	3	0
AVIVA GESTION	6	2,33	36,50	4	2
ABANTE ASESORES GESTION	5	7,00	41,00	5	0
BNP ASSET MANAGEMENT	3	13,00	43,00	1	2
EDM GESTION	9	8,89	37,00	5	4
GVC GAESCO GESTIÓN	*				
GESNORTE	4	23,00	43,50	2	2
CARTESIO INVERSIONES	*				
CAJA INGENIEROS GESTION	4	3,50	36,00	4	0
POPULAR GESTION PRIVADA	*				
INVERSEGUROS GESTION	5	8,60	42,67	4	1
GES. FIBANC	3	7,00	46,00	2	1
ANDBANK WEALTH MANAGEMENT	3	5,00	**	2	1
GESCONSULT	3	5,00	30,50	2	1
GESPROFIT	3	15,33	**	2	1
FONDITEL GESTION	1	5,00	36,00	1	0
BANKOA GESTION	2	14,00	44,50	1	1
PRIVAT BANK PATRIMONIO	*				
SEGUROS BILBAO FONDOS	1	5,00	50,00	0	1
GESIURIS	7	2,14	40,20	7	0
GESTIFONSA	6	4,83	28,00	4	2
ATLAS CAPITAL GESTION	5	4,80	49,00	5	0
MERCHBANC	*				

* Gestoras que no ofrecen información de sus gestores

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Llama poderosamente la atención, que las 4 mayores gestoras; Santander, Invercaixa, BBVA y Bansabadell tengan una media de edad de sus gestores tan parecida, en el rango de 42-43 años. Sin embargo mientras que las tres primeras lo acompañan con promedios de años de experiencia relativamente bajos, de 4-6 años, Bansabadell apuesta por gestores experimentados rozando los 20 años de experiencia media.

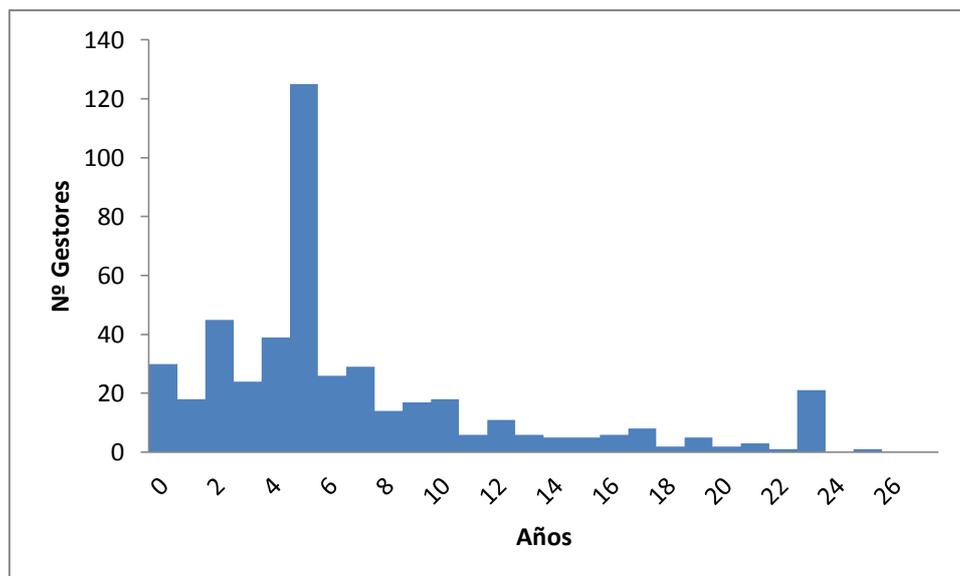
De hecho, la constante en la industria señala que la edad y experiencia media no son relativamente altas, reflejando así, la dura competencia del sector. Solo UBS y Seguros Bilbao llegan a los 50 años de edad media, y Seguros Bilbao lo hace con una sola persona por lo que no es excesivamente significativo. Por el límite inferior se encuentra Gestifonsa, cuyos 6 gestores en activo acreditan una edad media inferior a 30 años (28). Además hay dos gestoras; Andbank y Gesprofit para los que no hay datos de las edades de sus gestores, están marcados con un doble asterisco (**).

En cuanto a la experiencia, solo Gesnorte superan los 20 años (23 años, exactamente), situándose la mayoría de ellas en cifras menores de 10 años. No obstante, hay que recordar que contar con la información de los gestores es mucho más frecuente a partir del año 2009, lo que puede originar ciertos sesgos en las conclusiones alcanzadas.

A continuación, dejamos de lado a las gestoras para centrarnos en la parte importante del estudio, los gestores. Conocer al conductor del “vehículo” es una cuestión que creo que es importante de cara al inversor pero también lo es como inquietud personal puesto que es una salida profesional que me agradecería es por ello por lo que he realizado un análisis cuantitativo sobre algunas de las cualidades que se valoran de un gestor.

El gráfico 7 muestra los años de experiencia acreditados por los gestores a 31 de diciembre de 2014. Este gráfico se ha construido restando a 2014 (gestores en activo) o utilizando la última fecha en la que aparece el gestor (no activo), el primer año en el que cada gestor aparece gestionando un fondo de inversión.

Gráfico 7: Años de experiencia de los gestores de fondos de inversión en España a 31/12/2014



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Como puede observarse en el gráfico 7, los gestores se encuentran mayoritariamente en la zona izquierda del gráfico (0-10 años de experiencia), sobresaliendo los 125 gestores que se encuentran en la franja de los 5 años. La mayor parte de ellos están en activo desde 2009. 2009 es la fecha más repetida, es un año de cambios en las gestoras provocado por la crisis mundial y por la reestructuración explicada anteriormente, que provoca una sangría en el patrimonio gestionado en 2008 con respecto a 2007. Las gestoras optaron por renovar parte de su plantilla, un ejemplo es BBVA, creyendo que ese cambio iba a recuperar el sector sin embargo no ocurrió y el patrimonio siguió descendiendo hasta 2013 en el que se invirtió la tendencia. A todo ello hay que añadir el probable sesgo en la información ya comentado en el apartado de descripción de la base de datos utilizada.

Otra idea que se observa, es la diferencia entre la cantidad de gestores con menos de 10 años de experiencia y los que la superan. Como este listado está conformado por todos los gestores, ya estén actualmente en activo o no, podemos intuir que la competencia en este sector es muy alta y que sus puestos de trabajo dependen de los resultados cada año sin tener en consideración los resultados de años anteriores, demostrando así el dicho, rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Por otra parte el hecho de que aparezcan 30 gestores nuevos o con 0 años de experiencia, en 0 años se incluyen los gestores que empezaron en 2014 y 2015 (la base de datos esta referenciada a 2014), es un indicador de oportunidad. Debido al aumento de patrimonio gestionado y la competencia del sector, se puede decir que las barreras a la entrada para los nuevos gestores se han limitado en los últimos años. Esto es algo positivo, y más en clave personal puesto que es una de las salidas profesionales naturales para un Graduado de Finanzas y Contabilidad.

En la tabla 6 situamos el rango de edad de los diferentes gestores, diferenciando entre hombres y mujeres, y obteniendo el número promedio de fondos gestionados para cada edad. Este listado va desde los 22 hasta los 65 años porque entiendo que antes de trabajar como gestor se ha realizado algún tipo de estudios universitarios, de hecho este listado ha sido muy complicado de realizar por la ausencia de información sobre las edades de los distintos gestores, así que para realizar el estudio he tomado, cuando no conocía la edad del gestor, el año en el que acabó su carrera universitaria, dato más accesible encontrado en los portales Citywire y LinkedIn, y le he restado 22 años para saber su edad de nacimiento y estimar la que tiene a 2014.²

Hay muchos gestores, 221 (47,32% del total), para los que no tenemos información ni de su fecha de nacimiento ni de la fecha de su licenciatura y por tanto no se puede conocer su edad, están reflejados en el listado como datos “Missing”. Aunque el listado empieza en 22 años, el gestor (para el que tenemos datos) más joven llega a los 25 años y para ver una cifra relevante hay que situarse en los 34-35 años, a partir de ahí hasta los 50 años, dobles dígitos para todas las edades lo que significa que la industria se concentra en ese rango de edad.

² La forma de obtener la edad sigue un criterio utilizado en otros estudios similares.

Tabla 6: Distribución de los gestores españoles de fondos de inversión en función de su edad, sexo y nº de fondos gestionados

EDAD	FONDOS			
	GESTIONADOS	Nº GESTORES	HOMBRES	MUJERES
22	-	0	0	0
23	-	0	0	0
24	-	0	0	0
25	1	1	0	1
26	6	1	1	0
27	3,5	2	2	0
28	7,25	4	3	1
29	2,25	4	4	0
30	5,75	4	4	0
31	3,4	5	4	1
32	-	0	0	0
33	9,17	6	5	1
34	4,75	8	6	2
35	4,82	11	5	6
36	8,8	5	4	1
37	9,1	10	9	1
38	6,8	10	7	3
39	4,7	10	7	3
40	8,63	16	12	4
41	5,32	19	18	1
42	7,6	10	8	2
43	14,86	14	8	6
44	4	18	13	5
45	17,83	12	9	3
46	6,1	20	13	7
47	7,73	11	8	3
48	12,33	6	3	3
49	4,75	8	5	3
50	6	7	4	3
51	4,38	8	6	2
52	9,5	2	2	0
53	2	2	2	0
54	17	2	2	0
55	13	3	2	1
56	2	3	3	0
57	-	0	0	0
58	1	1	1	0
59	24	1	1	0
60	10	1	1	0
61	-	0	0	0
62	13	1	1	0
63	-	0	0	0
64	-	0	0	0
65	-	0	0	0
TOTAL		246	183	63
MISSING		221	161	60
% MISSING		47,32%	46,80%	48,78%
TOTAL		467	344	123

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Relacionando las conclusiones del gráfico y la tabla anterior, lo sorprendente es que pese a que han entrado 30 nuevos gestores en 2014 y 2015, hay apenas 10 gestores menores de 30 años. Posiblemente se debe a un aumento de preparación; en forma de Máster, trabajo en el extranjero, etc... que retrasa la entrada a trabajar en una gestora.

En cuanto a la cantidad de fondos gestionados, como puede ser lógico y normal, el promedio por lo general va aumentando a mayor edad y experiencia del gestor. No olvidemos que la economía es un fenómeno cíclico y por consiguiente a mayor edad y experiencia, el gestor ha vivido más ciclos del mercado, aprendiendo formas de actuar que sirven para “capear” el temporal en los malos momentos, probablemente principal cualidad a buscar en un gestor. O lo que es lo mismo, reconocer las emociones involucradas en la toma de decisiones de inversión bajo condiciones de euforia o pánico, para poderse beneficiar de este comportamiento, entrando en la materia de estudio denominada como Behavioral Finance. El Behavioral Finance ha sido un campo tan estudiado en las últimas décadas, que proporcione a uno de sus padres fundadores, el Dr. Daniel Kahneman el Premio Nobel de Economía en 2002 (compartido con el economista Vernon Smith), el único psicólogo que lo ha conseguido. Todo esto lo corrobora un asesor patrimonial como Andre Padia (2014), manifestando que las emociones afectan a todos los seres humanos, y los gestores tienen que hacer un esfuerzo para basar sus decisiones en una cuestión objetiva. Muchos inversores particulares llevándose por los sentimientos compran en la cresta de la tendencia alcista y venden cuando se agota la tendencia bajista cayendo en ese error una y otra vez.

Finalmente, voy a dedicar las últimas páginas de mi TFG en analizar la educación de los gestores de fondos de inversión en España. La tabla 7, muestra los estudios universitarios de los gestores. Para la realización de la tabla, se han agrupado las diversas carreras eliminando las distintas especializaciones para poder obtener un resultado más compacto.

Tabla 7: Cuadro resumen de los estudios de los gestores de fondos de inversión españoles

ESTUDIOS	Nº GESTORES	HOMBRES	MUJERES
ADE	24	17	7
Business Administration	98	70	28
Diplomado en Empresariales	13	12	1
Ciencias Económicas y Empresariales	119	93	26
Derecho	23	16	7
Doble Carrera	14	9	5
Economía	14	12	2
Finanzas	6	6	0
Ingeniería	14	13	1
Licenciatura en Ciencias	9	5	4
MISSING	133	91	42
TOTAL	467	344	123

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

En la educación recibida por los gestores, la rama económica es la mayoritaria con más de la mitad de los gestores, contando los 133 que no se ha podido obtener el dato. Desgranando la rama económica, hay dos carreras más estudiadas; la Licenciatura de Ciencias Económicas y Empresariales, y Business Administration con 119 y 98 personas respectivamente. Una buena noticia es la inclusión de la carrera de Finanzas dentro del espectro de carreras estudiadas, solo 6 personas todas ellas hombres pero un buen síntoma de cara a incrementar esta cantidad en el futuro.

Otras ramas también están representadas como el Derecho, Ingeniería o una Carrera doble, aunque en todos los casos una de ellas es económica. Pero lo más sorprendente es la aparición de Licenciaturas de la rama más científica, como Química, Física o Matemáticas. No por su gradual diferencia con estudios económicos, sino porque en los gestores una de las cualidades que se valora, es la capacidad estadística para obtener modelos económicos/econométricos que permitan detectar ineficiencias, sin embargo ese campo que estaba cubierto por los Licenciados en Economía o en Ingeniería parece que se resiente en favor de la Licenciatura de Ciencias.

Para completar la tabla anterior, la tabla 8 refleja las universidades o instituciones en las que han cursado sus estudios los gestores españoles de fondos de inversión.

Tabla 8: Centros de estudio de los gestores

ESTUDIOS	Nº GESTORES	HOMBRES	MUJERES
Universidad Complutense de Madrid	61	41	20
Universidad Autónoma de Madrid	42	31	11
ICADE	28	21	7
CUNEF	19	14	5
Universidad de Barcelona	14	13	1
Universidad San Pablo CEU	14	11	3
Universidad Carlos III	13	10	3
Universidad de Deusto	11	6	5
Universidad de Zaragoza	10	7	3
Universidad Autónoma Barcelona	8	7	1
Universidad Pompeu Fabra	7	5	2
Universidad de Valencia	6	5	1
Universidad de Oviedo	5	4	1
Universidad del País Vasco	5	3	2
OTRAS	99	80	19
MISSING	125	86	39
TOTAL	467	344	123

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Para depurar el resultado del análisis, la tabla 8 presenta una categoría llamada “OTRAS”, en la que se encuadran todas aquellas universidades o centros con un número de gestores inferior a 5. Encuadradas en esta categoría han quedado instituciones de prestigio como ESADE, IEB o IESE. Es curioso cómo las 3 que junto a CUNEF representan los centros económicos más prestigiosos no obtengan un buen resultado en cuanto a grados o licenciaturas cursadas, siendo más bien utilizadas para cursos especializados o másteres.

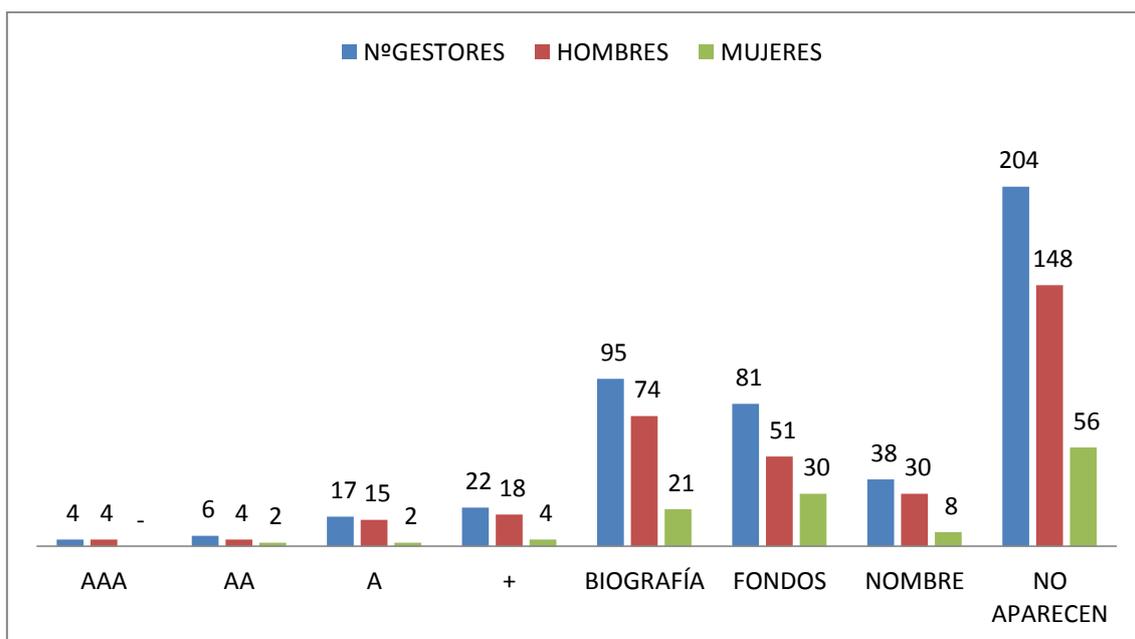
Como se puede ver, las cuatro instituciones, y seis de las siete, con mayor presencia de gestores se sitúan en Madrid (en total 189 de los gestores que tenemos datos), siendo el centro con mayor número de gestores la Universidad Complutense de Madrid. Este es un dato que refleja la situación del mercado del trabajo del sector, puesto que la mayor parte de las gestoras tienen localizada su base en Madrid, y el realizar los estudios directamente en la ciudad facilita una posible futura incorporación en cualquiera de estas entidades.

Le sigue como es normal Barcelona (39 gestores) con tres universidades; Barcelona, Autónoma de Barcelona y Pompeu Fabra. El otro centro neurálgico en España, con dos gestoras importantes como Invercaixa y Bansabadell como opciones más probables para poder trabajar si estudias allí.

Mención aparte merece Zaragoza y la Universidad de Zaragoza, contando con 10 gestores. En Zaragoza solo se encuentra un centro de gestión, el de Ibercaja y no es excesivamente extenso. Este dato habla muy bien de la Universidad de Zaragoza y de la formación que ofrece de cara a poder trabajar en el sector, y claro que personalmente es positivo el conocer que estudiar en Zaragoza es valorado por las gestoras de cara a un futuro profesional.

El gráfico 8, muestra el número de gestores que aparecen en el portal web Citywire, y las categorías en las que lo hacen. Citywire es una prestigiosa web independiente que analiza el rendimiento de los gestores en lugar de analizar el rendimiento de los fondos. Actualmente trabaja con más de 15.000 gestores de 41 países y 240 sectores diferentes.

Gráfico 8: Categorías de gestores según Citywire



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Citywire.

A la hora de elaborar el rating, el cual es mensual y revisable cada mes, la única premisa para poder obtenerlo es batir su benchmark durante tres años seguidos. Solo el 25% suele conseguir hacerlo, a partir de aquí, la calificación “AAA” es otorgada para el 10% de los gestores que han batido al índice por una mayor diferencia, “AA” para el 20% siguiente, “A” para el 30% siguiente al AA, y “+” lo obtiene el 40% último. El solo hecho de obtener una de estas cuatro calificaciones es un logro diferencial de cara a los inversores, siendo ese el objetivo final de Citywire; que el nombre del gestor sea la primera decisión a tomar por el inversor antes de invertir su capital.

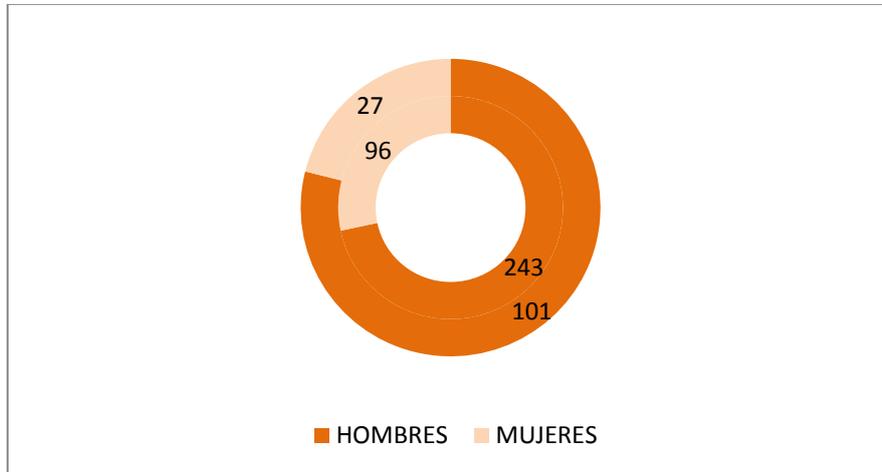
El gráfico suma alguna característica adicional, situándose de izquierda a derecha en cuanto a importancia de la información en Citywire sobre cada gestor. Tras los gestores con algún tipo de calificación, se sitúa la categoría “biografía” donde se incluyen datos del gestor y en la mayor parte de los casos también los fondos que gestiona esa persona. A la derecha se sitúa la categoría “fondos”, gestores en los que solo aparecen los fondos gestionados. En “nombre” se engloban todos los gestores que aparece su nombre sin ningún tipo de información, y por último los gestores que Citywire no muestra y sí que aparecen en la base de datos de Morningstar aparecen recogidos en la categoría “no aparecen”.

Decir que el gráfico está elaborado con los datos de rating para Abril de 2016, en él se observa como hasta 49 gestores obtienen alguna de las 4 calificaciones o rating posibles, consiguiendo batir así al benchmark durante tres años consecutivos. Por otra parte son 214 los gestores que no consiguen esa premisa, representando la evidencia de lo complicado que es batir al índice tres años seguidos, especialmente en los últimos años debido a la alta volatilidad de los mercados bursátiles.

Dentro de los gestores que si obtienen calificación, la proporción hombres-mujeres se agranda con respecto al total de gestores, siendo solo 8 mujeres por 41 hombres. Este dato sumado a los datos de patrimonio gestionado y su pertinente explicación (gráfico 12), se puede llegar a formar la idea de que las mujeres tienen mayor aversión al riesgo y por tanto en años malos de la bolsa sus resultados son mejores pero en años buenos pierden rentabilidad sobre los hombres.

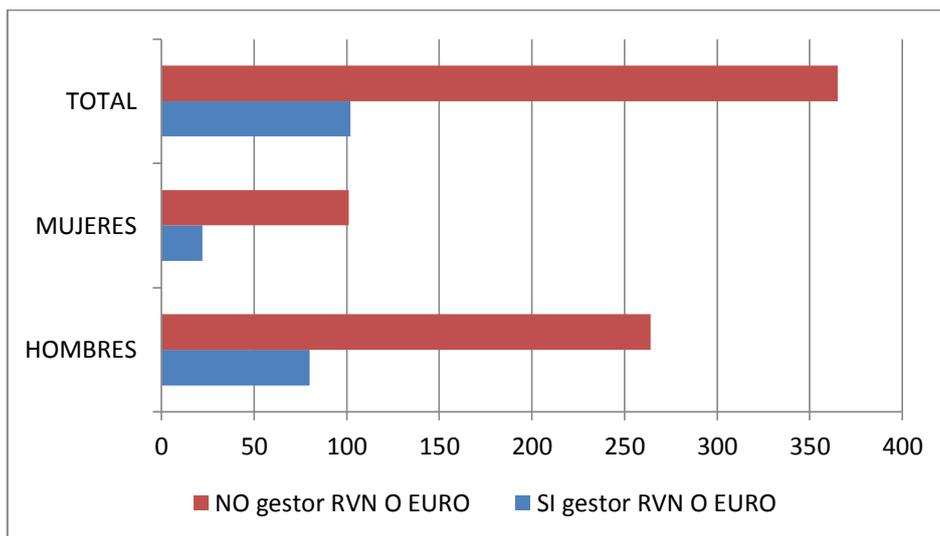
Y para terminar, en estos últimos 4 gráficos se establece una comparativa general básica entre sexos que completa a los anteriores.

Gráfico 9: Resumen de los gestores según sexo y situación: en activo o no



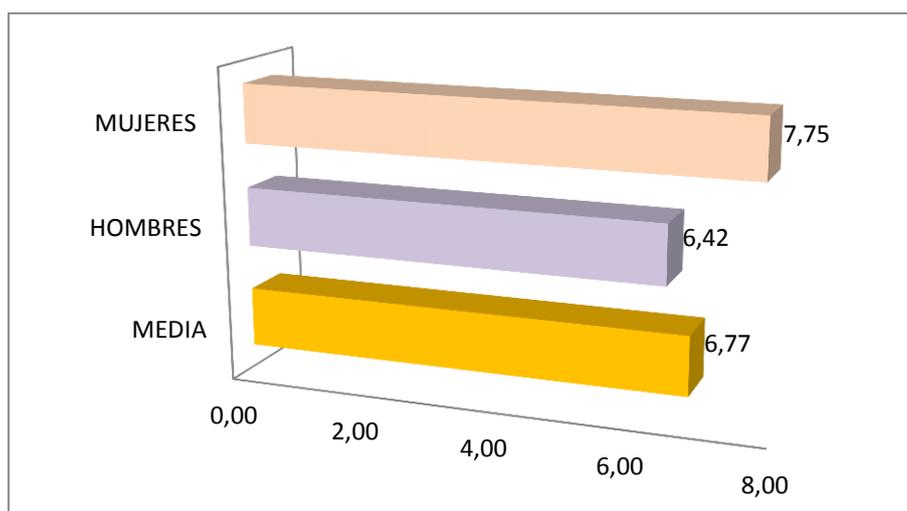
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Gráfico 10: Distribución de los gestores en función de su participación en fondos de inversión RVN o EURO



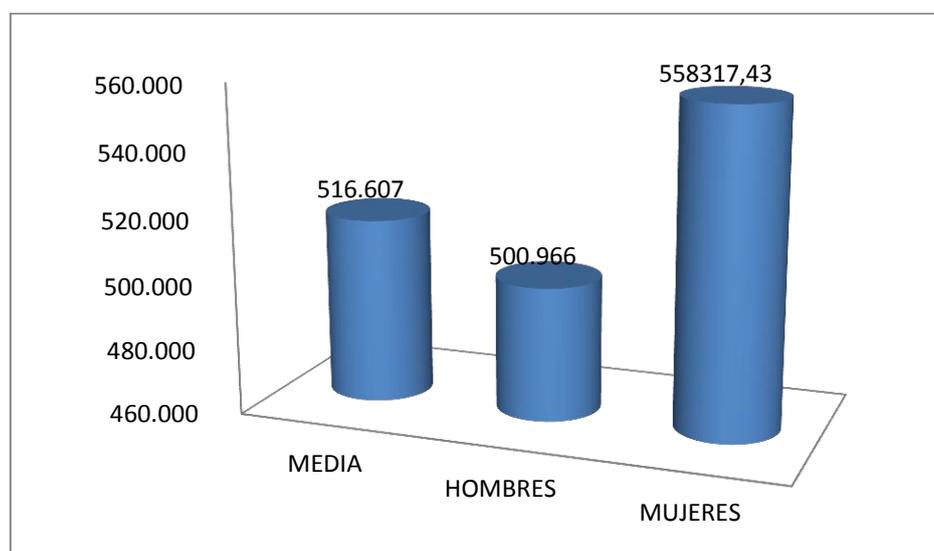
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Gráfico 11: Número promedio de fondos gestionados por sexo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Gráfico 12: Patrimonio medio gestionado según sexo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Morningstar.

Los hombres predominan sobre las mujeres tanto en número como en actividad con una cierta correlación entre estos dos parámetros, como se puede observar en el gráfico 9, en la que el anillo inferior se encuadran a los gestores en activo y el anillo superior los gestores que no están en activo.

Sobre los fondos de Renta Variable Nacional (RVN), los cuales ya explique en la introducción, un 21,84% (102 de los 467 gestores analizados) han trabajado alguna

vez en esa categoría siendo en casi un 80% los gestores masculinos. La Renta Variable Nacional es una categoría importante pues estamos analizando las gestoras de fondos de inversión registradas en España, y es una categoría con un volumen de fondos y patrimonio importante. Además de cara al futuro profesional, parte de esos fondos suelen corresponder a gestores noveles, los cuales se ocupan del mercado español, teóricamente más conocido y por tanto más sencillo para demostrar su valía, y poder aspirar a cotas mayores.

Lo más sorprendente es el mayor promedio de fondos y patrimonio gestionado (expresado en miles) por parte de las mujeres (gráfico 11 y 12), teniendo en cuenta lo dicho ahora mismo, el volumen de gestores y gestoras. Las mujeres según un estudio realizado por los consultoría Rothstein Kass (2013) han obtenido mejores resultados que los hombres durante 6 años seguidos debido a la mayor aversión al riesgo de éstas, lo que indirectamente produjo una mayor diversificación de la cartera. En los últimos años donde los mercados se han vuelto muy volátiles, ha conllevado un mejor resultado. Sin embargo, cuando unimos estos resultados con la edad de los gestores, gestoras en este caso, no obtenemos la continuidad lógica del estudio puesto que no hay casi ninguna mujer menor de 30 años (2), lo que implica que no hay una mayor entrada de mujeres al sector.

3. CONCLUSIONES

Este TFG ha querido profundizar en la naturaleza de los gestores de fondos de inversión registrados en España, para conocer en primer lugar las cualidades de las personas en las que se deposita la gran cantidad de patrimonio gestionado, y en segundo y más importante explorar una futura vía profesional en el sector, y pese a las limitaciones en la consecución de los datos (ya expuestas anteriormente), se ha podido extraer conclusiones acerca de las distintas características de los gestores que desarrollan su trabajo en las gestoras de fondos de inversión españolas.

La radiografía que ofrece el sector, es de gestores jóvenes y muy preparados que obtienen buenos resultados a la vista del gráfico de Citywire. Un sector en el predominan los hombres en cuanto a número pero en el que no existe una correlación en fondos y por ende en patrimonio gestionado, donde las mujeres obtienen mejores datos.

En el tema profesional, hay datos que invitan al optimismo, tanto en años de experiencia de los gestores, la cual deja claro que constantemente surgen oportunidades laborales, como el hecho diferencial de haber cursado el grado en la Universidad de Zaragoza, una de las Universidades por la que más gestores han pasado y por tanto con buena formación y prestigio de cara al exterior. Lo que también queda meridianamente claro es la necesidad de emigrar a Madrid o Barcelona para poder obtener mayores oportunidades puesto que una abrumadora mayoría de centros de gestión se encuentran en estas ciudades.

Por todo ello, y por la evolución de la inversión colectiva en España caracterizada por un fuerte crecimiento y dinamismo, creó que es buena alternativa profesional para mí, y para todos los Graduados en Finanzas y Contabilidad que les interese el camino financiero.

Espero que haya servido de gran utilidad para poder conocer mejor a las personas que gestionan este producto financiero y ayudar en la toma de decisiones de los inversores.

4. BIBLIOGRAFÍA

Abante Asesores. (2014): *Smart-ISH Fondo de gestores*.

BRINSON, G. P; HOOD, L RANDOLPH; BEEBOWER, GILBERT L. (1995). “Determinants of portfolio performance”. *Financial Analysts Journal*, pg. 133-138.

CAMBÓN MURCIA, M.I. (2004) “Instituciones de Inversión Alternativa”. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Monografía nº6. Julio 2004.

Inverco. (2016): *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones*.

ISPIERTO MATÉ, A. y OLIVER YÉBENES, I. (2011) “La educación financiera y su relevancia en las decisiones económicas: evidencia e iniciativas”. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Boletín Trimestral IV/2011.

LOSADA LÓPEZ, R. (2014) “El poder de mercado de las gestoras de fondos de inversión en el mercado minorista español”. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Boletín Trimestral IV/2014.

MARCO CRESPO, R. y ORTIZ SERRANO, S. (2006): *Los fondos de inversión a examen: un análisis empírico con datos de panel*. Vision net, Madrid.

MARKOWITZ, H. (1952): “Portfolio Selection”. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

PADIA, A. (2014): “Breaking the cycle of ‘Emotional Investing’ in the equity market”. *Guardian Group*. Julio 2014.

SHARPE, W. F. (1963): “A simplified model for portfolio analysis”. *Management Science*, Vol. 9, pp. 277-293.

SHARPE, W. F. (1964): “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”. *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442.

ZURITA, J. (2014): “La reforma del sector bancario español hasta la recuperación de los flujos de crédito”. *BBVA Research*. Documento de Trabajo, No. 14/12.

Normativa

Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora (BOE núm. 42, de 18 de febrero de 2009).

Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio (BOE núm. 107, de 4 de mayo de 1964).

Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010.

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE núm. 275 de 13 de Noviembre de 2014).

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE núm. 265, de 5 de noviembre de 2003).

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 (BOE núm. 173, de 20 de julio de 2012).

Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva (BOE núm. 267, de 8 de noviembre de 2005).

Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (BOE núm. 114, de 12 de mayo de 2012).

Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero (BOE núm. 30, de 4 de febrero de 2012).

Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (BOE núm. 155, de 27 de junio de 2009).

Webgrafía

<http://citywire.es/news/ratings-faq/a703353>

<http://eleconomista.com.mx/fondos/2015/02/16/las-mujeres-administran-mejor-fondos-inversion>

<http://vozpopuli.com/fondos/50880-ivan-martin-fichara-a-dos-gestores-y-creara-dos-fondos-para-lanzar-su-firma-magallanes-en-un-mes>

http://www.elconfidencial.com/mercados/fondos-de-inversion/2014-11-04/kutxabank-se-une-a-la-fiesta-de-las-grandes-gestoras-al-duplicar-su-numero-de-participes_434683/

<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7446004/03/16/Luis-Bononato-Los-bonos-a-largo-plazo-avanzan-la-llegada-de-una-recesion.html>

<http://www.expansion.com/2009/05/14/empresas/banca/1242334564.html>

<http://www.fundspeople.com/noticias/el-ministerio-de-economia-obligara-a-los-fondos-cuya-gestion-sea-de-autor-a-advertirlo-en-sus-documentos-de-registro-183892>

<http://www.fundspeople.com/noticias/origen-de-los-fondos-de-autor-en-la-cnmv-el-caso-bestinver-parames-226858>

<http://www.fundspeople.com/noticias/que-aporta-la-gestion-alternativa-a-la-rentabilidad-y-el-riesgo-de-mi-cartera-197890>

<http://www.fundssociety.com/es/noticias/normativa/espana-transpone-la-normativa-de-gestion-alternativa-europea>

<http://www.morningstar.es/es/>

<https://www.r4.com/tx/news/Renta-4-Banco-y-Firmino-Morgado-presentan-W4I-Investment-Funds?idp=374344>

https://www.unience.com/cotizacion/fondos-inversion/ES0152505006-Smartish_fondo_de_gestores_fi/rentabilidad

5. ANEXO 1

Vocación	Definición
Monetario a corto plazo.	<p>Ausencia de exposición total a renta variable, riesgo divisa y materias primas. Tener como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario.</p> <p>Inversión en instrumentos del mercado monetario y depósitos que cumplan lo establecido en el artículo 36.1 a), e) y h) del RIIC y en el artículo 16 de la Orden EHA/888/2008 de derivados así como en otras IIC que cumplan con la definición de monetario a corto plazo.</p> <p>Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente.</p> <p>Duración media de la cartera igual o inferior a 60 días¹.</p> <p>Vencimiento medio de la cartera igual o inferior a 120 días².</p> <p>Vencimiento legal residual de los activos igual o inferior a 397 días.</p> <p>Elevada calidad a juicio de la gestora teniendo en cuenta, al menos: calidad crediticia del activo (si la tuviera), tipo de activo, riesgo de contraparte y operacional en los instrumentos financieros estructurados y perfil de liquidez de los activos. A efectos de la calidad crediticia del activo: ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2³ o si no tiene calificación crediticia específica por ninguna agencia reconocida, calidad equivalente a juicio de la gestora.</p>
Monetario	<p>Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada</p> <p>Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente.</p> <p>Duración media de la cartera inferior a 6 meses¹.</p> <p>Mínimo del 90% del patrimonio en instrumentos con vencimiento residual inferior a 2 años.</p> <p>Ausencia de instrumentos con vencimiento residual superior a 5 años.</p> <p>Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2² o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.</p>
Renta Fija Euro	<p>Ausencia de exposición a renta variable, no habiendo sido clasificada la IIC dentro de la vocación monetario.</p> <p>Máximo del 10% de exposición a riesgo divisa.</p>
Renta Fija Internacional	<p>Ausencia de exposición a renta variable.</p> <p>Posibilidad de tener más del 10% de exposición a riesgo divisa.</p>
Renta Fija Mixta Euro	<p>Menos del 30% de exposición a renta variable.</p> <p>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%.</p>
Renta Fija Mixta Internacional	<p>Menos del 30% de exposición a renta variable.</p> <p>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%.</p>
Renta Variable Mixta Euro	<p>Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable.</p> <p>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%.</p>
Renta Variable Mixta Internacional	<p>Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable.</p> <p>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%.</p>

	Más del 75% de exposición a renta variable.
Renta Variable Euro	Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro. Máximo del 30% de exposición a riesgo divisa.
Renta Variable Internacional	Más del 75% de exposición a renta variable no habiendo sido clasificado como renta variable euro.
IIC de Gestión Pasiva	IIC que replican o reproducen un índice, incluidos los fondos cotizados del artículo 49 del RIIC, así como IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
Garantizado de Rendimiento Fijo	IIC para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
Garantizado de Rendimiento Variable	IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
De Garantía Parcial	IIC con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Retorno Absoluto	IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor absoluto, «relative value», dinámicas...
Global	IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.

¹ La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando sólo el periodo hasta la próxima revisión.

² Se tendrá en cuenta para su cálculo el vencimiento legal del activo. No obstante, en aquellos instrumentos financieros que incorporen una opción put se puede utilizar la fecha de ejercicio en lugar del vencimiento legal del activo si se cumple: la opción es ejercitable por la gestora, el precio de ejercicio es similar al valor del instrumento en la fecha de ejercicio y la estrategia de inversión de la IIC implica una alta probabilidad de que la opción se ejercite en ese momento.

³ A2 por S&P o equivalente por todas las agencias que hayan calificado el activo.

⁴ La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando sólo el periodo hasta la próxima revisión.

⁵ Se tendrá en cuenta para su cálculo el vencimiento legal del activo. No obstante, en aquellos instrumentos financieros que incorporen una opción put se puede utilizar la fecha de ejercicio en lugar del vencimiento legal del activo si se cumple: la opción es ejercitable por la gestora, el precio de ejercicio es similar al valor del instrumento en la fecha de ejercicio y la estrategia de inversión de la IIC implica una alta probabilidad de que la opción se ejercite en ese momento.

⁶ Los bonos con cupón variable tendrán como referencia un tipo de interés o índice del mercado monetario.

⁷ A2 por S&P o equivalente por todas las agencias que hayan calificado el activo.

⁸ BBB- por S&P o equivalente por una o más agencias reconocidas. Se entiende por deuda soberana instrumentos del mercado monetario emitidos o avalados por una autoridad local, regional o central, banco central de algún estado miembro, el Banco Central Europeo, la UE o el Banco Europeo de Inversiones.