



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

ANÁLISIS DE LA COMERCIALIZACIÓN DE FONDOS A TRAVÉS DE LAS GESTORAS MÁS IMPORTANTES

Autor

Carlos Avellana Gallán

Director

Laura Andreu Sánchez

Facultad de Economía y Empresa
2017

Autor: Carlos Avellana Gallán

Director: Laura Andreu Sánchez

Título: Análisis de la comercialización de fondos a través de las gestoras más importantes

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO)

Resumen:

En el presente trabajo se ha analizado la evolución de la rentabilidad, número y los tipos de fondos comercializados por las gestoras de fondos de inversión más importantes de España para identificar las posibles estrategias de diversificación en cuanto a vocaciones inversoras (fondos nacionales vs fondos internacionales) o la especialización/concentración en determinadas categorías de inversión. Este análisis es especialmente importante dado que los fondos de inversión se han convertido en un instrumento de inversión cada vez más importante y presente en los mercados financieros. Mediante este estudio se pretende conocer como está organizado el mercado de fondos y como ha variado a través del período 2008-2016, desde el estallido de la crisis hasta la actualidad.

Abstract:

The present work has analyzed the evolution of profitability, number and types of funds managed by the most important Spanish management companies of mutual funds to identify possible strategies of diversification in terms of investment vocations (national vs. international funds) or the specialization/concentration in certain categories of investment. This analysis is particularly important given that investment funds have become an investment instrument more and more important and present in the financial markets. This study is intended to learn how the mutual fund industry is organized and the way it has varied through the period 2008-2016, since the outbreak of the crisis until now.

ÍNDICE

1. MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS.....	4
2. INTRODUCCIÓN A LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	5
2.1. TIPOS DE FONDOS.....	7
2.2. VENTAJAS DE CANALIZAR EL AHORRO A TRAVÉS DE FONDOS DE INVERSIÓN.....	9
2.3. DESVENTAJAS DE CANALIZAR EL AHORRO A TRAVÉS DE FONDOS DE INVERSIÓN.....	12
3. LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (SGIIC).....	15
4. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA.....	20
4.1. Análisis de gestoras por tipos de fondos.....	21
4.2. Análisis de correlaciones.....	31
5. CONCLUSIONES.....	34
6. BIBLIOGRAFIA.....	36
LISTADO DE NORMATIVA RELACIONADA CON LOS FI.....	37
ANEXO 1.....	38

1. MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS

Los fondos de inversión se constituyen como uno de los principales canales de inversión para sujetos particulares. Sin embargo, el mercado español de fondos de inversión desde el año 2008 experimentó un gran descenso en cuanto a patrimonio gestionado como consecuencia de la crisis financiera. Este descenso no fue causado por el abandono de partícipes en los fondos de inversión, sino por el hecho de que los activos, especialmente los de renta variable, valían menos y por tanto se produjo esta disminución de patrimonio.

En 2013 las bolsas comienzan, de nuevo, a ser atractivas para los inversores y ello se ve reflejado en el patrimonio gestionado por dicha industria. Según datos de Inverco (2017), desde 2012 el patrimonio gestionado se ha incrementado en un 94%. Aunque primariamente los españoles invertían en activos conservadores en la actualidad estamos viendo como cada vez más gente está invirtiendo en fondos de inversión con niveles más altos de riesgo, ya que ven la inversión en un fondo de inversión como una forma segura y ventajosa para invertir y obtener rentabilidad de sus ahorros, especialmente en el actual contexto de tipos de interés cero o incluso negativos.

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 de Inversión, y por tanto su política comercial consiste en ofrecer este tipo de producto a sus clientes.
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.
5. La posibilidad de diversificar, con respecto a invertir directamente en acciones o bonos.

Los objetivos de este trabajo son conocer los fondos de inversión, como funcionan, sus ventajas e inconvenientes y los diferentes tipos de fondos que se comercializan, como han variado en el mercado durante el período 2008-2016, que podríamos denominar como el periodo desde la crisis económico-financiera hasta la actualidad. El estudio de cómo ha variado la oferta de fondos de las diferentes gestoras nos va a permitir analizar cómo han variado las preferencias de los inversores y como las gestoras han modificado sus carteras de productos (oferta comercial) para satisfacer estas preferencias. Esto último será el objetivo principal de este Trabajo de Fin de Grado.

2. INTRODUCCIÓN A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión, según la Ley 35/2003 del 4 de Noviembre, son un patrimonio sin personalidad jurídica, formado por las aportaciones de capital de un número variable de partícipes. La carencia de personalidad jurídica condiciona al fondo a interactuar con el entorno económico y social a través de principalmente dos entidades, las Sociedades Gestoras y las Entidades Depositarias. Las sociedades gestoras son las que disponen de un equipo de gestores especializados que administran y representan al Fondo, y también se encargan de las decisiones de inversión. Son los que invierten el capital de los inversores en activos para formar la cartera del fondo. El artículo 46 de la Ley 35/2003 resume todas las obligaciones y responsabilidades de las sociedades gestoras. Las entidades depositarias custodian y administran el patrimonio del fondo. El artículo 60 de la Ley 35/2003 determina el resto de sus funciones. Destacar con estos dos artículos mencionados anteriormente que la sociedad gestora es responsable frente a todos los partícipes del fondo de aquellos perjuicios causados por el incumplimiento de obligaciones legales, pero no significa que éste le deja de exigir responsabilidades a la entidad depositaria en el ejercicio de sus funciones. Al final, lo que se busca es el que se vele por el beneficio colectivo de todos los partícipes. Como entidades depositarias se encuentran los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito, agencias de valores y sociedades. Ambas entidades basan su negocio, principalmente, en el cobro de comisiones bien de gestión, de depósito, suscripción y reembolso de participaciones, en unos máximos permitidos por la ley 35/2003, artículo 8.

El fondo de inversión puede estar compuesto de una colección de bonos, acciones u otros activos en función del tipo de fondo de inversión que se analice. Su precio no es una cotización instantánea como en las acciones, sino que se fija al final de cada día de negociación, para evitar las turbulencias constantes del mercado. Al cierre del mercado, cuando los valores dejan de negociarse, el precio total de la cartera se calcula con la media ponderada de los precios de cierre de cada uno de los activos que componen dicha cartera. Por tanto, aquellos activos que pesen más dentro del fondo, tendrán una mayor influencia en el precio total del fondo. Después, una vez calculado el valor total de la cartera, se divide por el número de participaciones del fondo, dando lugar al valor liquidativo del fondo de inversión, también llamado “NAV” (Net Asset Value) (véase, Potts, 1972). Una vez que sabemos, cómo se calcula el valor liquidativo el siguiente paso es conocer dónde se pueden comprar estas participaciones. Existen tres opciones: acudir a un intermediario financiero, a otros inversores o acudir al mercado secundario.

Los fondos de inversión son considerados como una inversión de comprar y mantener activos en el medio y largo plazo. Los inversores de corto plazo pueden perjudicar las rentabilidades de los inversores de largo plazo al sacar sus plusvalías antes que los otros inversores de largo plazo. Cuando el gestor de un fondo de inversión invierte en valores, se encarga de establecer los diferentes porcentajes de inversión de los distintos activos y de dejar otro porcentaje en efectivo, que sirve para mitigar que el fondo pierda valor debido a la posible volatilidad del mercado financiero (a esta determinación de los porcentajes de inversión en cada clase de activo financiero es a lo que se conoce con el nombre de asset allocation). Otro uso del efectivo sería, para pagar a aquellos inversores que quieran salir del fondo, es decir, para pagar los reembolsos, el precio de venta de sus respectivas participaciones. Cuantos más inversores del fondo salen más rápidamente de él, más dinero se necesita para recomprar sus participaciones. En el caso de que se den muchas operaciones de entrada y salida del fondo de distintos inversores, el fondo pueda que tenga que cambiar su estructura (comprando o vendiendo valores) para lograr una nueva estructura adecuada a los inversores actuales. Evidentemente, estas operaciones de compra-venta de valores del fondo, tienen una comisión que el fondo debe pagar. Estos costes o bien se pagan directamente con los beneficios del fondo, o se repercuten directamente con una nueva cuota al inversor que quiere hacer la operación (Morris y Morris, 1999).

Por tanto, estas operaciones de compra/venta de valores disminuyen la rentabilidad obtenida del gestor, al utilizar las plusvalías del fondo para pagar los costes. Con ello, queda claro que al gestor no le conviene que haya muchas operaciones de compra/venta de las participaciones de su fondo de inversión (flujos de entrada y salida de patrimonio) porque su “bonus” se alinearán con la consecución de la máxima performance, al gestor se le valora no sólo por la rentabilidad que obtiene sino también en función del riesgo que asume.

2.1. TIPOS DE FONDOS

Existe una amplia gama de fondos de inversión, con objetivos y niveles de riesgo distintos. El principal criterio para distinguirlos es la vocación inversora. Esta vocación del fondo está definida en el folleto informativo¹ que las gestoras deben suministrar al supervisor del mercado (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) y con el que comercializan sus productos a sus clientes. En dicho folleto se indica el tipo de activos en los que se va a invertir su patrimonio, el nivel de riesgo que asumen los partícipes así como el horizonte temporal de inversión que resulta recomendable.

A mayor riesgo mayor rentabilidad potencial y también más posibilidades de pérdidas más importantes.

A continuación muestro los principales tipos de fondos de inversión existentes en el mercado español de acuerdo con su vocación inversora (véase Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, de la CNMV):

- Fondos monetarios: se caracterizan por la ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada. La duración de su cartera es inferior a 6 meses y sólo pueden invertir en activos con una calificación crediticia a corto plazo no inferior a A2 o equivalente.

- Fondos de renta fija: se caracterizan por la ausencia de exposición a renta variable.

¹ Nótese que no sólo los fondos de inversión sino todos los productos financieros tienen un folleto de emisión en el que se explican las características del producto u operación concreta. Por ejemplo, existe un folleto informativo o de emisión de las Operaciones Públicas de Venta (OPV), de las Operaciones Públicas de Adquisición (OPA), de las ampliaciones de capital, etc. La lectura y estudio de estos folletos de emisión o folletos informativos permitiría aumentar la cultura financiera de la sociedad y evitarían escándalos que se han producido en el pasado como la comercialización de las preferentes, COCOs, etc.

- Fondos de renta variable: tienen una exposición mínima del 75% a la renta variable.
- Fondos mixtos: en este grupo podrá encontrar fondos de renta fija mixta, con una exposición a renta variable inferior al 30%, o fondos de renta variable mixta con una exposición a renta variable inferior al 75% y superior al 30%. Ambos tipos de fondos mixtos pueden ser tanto euro como internacionales.
- Fondos total o parcialmente garantizados: en función de si aseguran o no la totalidad de la inversión inicial. A su vez, dentro de los fondos totalmente garantizados se pueden encontrar: i) fondos que aseguran rendimiento fijo, llamados fondos garantizados de rendimiento fijo y ii) fondos que permiten obtener un rendimiento vinculado a la evolución de un instrumento de renta variable, divisa o cualquier otro activo, llamados fondos garantizados de rendimiento variable.
- Fondos de gestión pasiva: persiguen un objetivo concreto de rentabilidad no garantizado o replican un índice.
- Fondos de retorno absoluto: persiguen un objetivo no garantizado de rentabilidad y riesgo de forma periódica. Los fondos de inversión libre (hedge funds) suelen pertenecer a esta categoría.
- Fondos globales: fondos cuya política no encaja en ninguna de las anteriores.
- Fondos de inversión inmobiliaria: fondos de carácter no financiero que invierten fundamentalmente en inmuebles para su explotación en alquiler. Son fondos menos líquidos que los de carácter financiero.
- Fondos de inversión extranjeros: son fondos de inversión autorizados en otro país diferente de España.

2.2. VENTAJAS DE CANALIZAR EL AHORRO A TRAVÉS DE FONDOS DE INVERSIÓN

De acuerdo con Ferruz y Vargas (2008), las principales ventajas que ofrecen los fondos de inversión son:

a) La diversificación permite reducir de forma adecuada el riesgo soportado por una cartera (concretamente no el riesgo sistemático, sino el específico), ya que al incrementar la exposición a distintos sectores o países, el fondo puede contar con una amplia gama de activos dentro de los de un mismo tipo donde las correlaciones entre ellos se anulan (hay activos que son agresivos, que tienen un comportamiento como el del mercado, por tanto si el mercado sube, ellos suben también, y luego hay activos defensivos, que tienen un comportamiento inverso al mercado) con lo que las pérdidas de algunos valores pueden ser compensadas con las ganancias de otros valores. Básicamente esta diversificación puede ser internacional, si se forma la cartera con activos de distintos países, o bien una diversificación sectorial, si se selecciona compañías de sectores diferentes.

b) Gestión profesionalizada. El inversor se desentiende de estar continuamente analizando el mercado y recopilando información relevante para acertar en las inversiones a realizar. Los gestores de dichos fondos son analistas profesionales que operan con información de primer nivel de todos los mercados financieros, se basan en encontrar empresas infravaloradas que les puedan dar una rentabilidad futura y siempre enfocan un horizonte de medio y largo plazo (de tres a cinco años) con lo que los movimientos a corto plazo de los fondos pueden servir para tomar y dejar posiciones en valores, pero no es algo que preocupe mucho al gestor.

c) Liquidez. Existen garantías de que el partícipe del fondo podrá recuperar el valor de sus participaciones cuando pida la orden de conversión a efectivo. Es importante resaltar que las regulaciones (carga fiscal, comisiones,...) pueden tener un mayor impacto si la liquidez es pequeña (no puedes deshacer posiciones deseables), y viceversa si es alta.

d) Adecuación al nivel de riesgo. La amplia gama de fondos de inversión, permite al ahorrador situarse en aquellos instrumentos financieros que mejor se identifiquen con el nivel de riesgo que se desee soportar. Para ello, el partícipe debe analizar con detenimiento las aspiraciones de cada fondo y los mercados en los que invierte, tarea que conviene que esté enfocada por un asesor financiero. Además, las gestoras de fondos permiten moverse de un fondo a otro, siempre y cuando ambos fondos pertenezcan a la misma familia de fondos (por ejemplo, dos fondos relacionados con el sector energético, uno más arriesgado y otro menos), facilitando al inversor cambiar la estructura de su cartera, y adoptar un perfil más arriesgado o más moderado en función de sus actuales niveles de riesgo. Normalmente, los asesores financieros suelen estar vinculados a las gestoras de los fondos de inversión, pero debido a los excesos ocurridos en los mercados financieros, se dio lugar a la creación de las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI), autorizadas y supervisadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

e) Obtención de ventajas al unir pequeños patrimonios de diversos inversores, ya sean personales o institucionales, generando grandes economías de escala que acaban en unas mayores rentabilidades para los partícipes que si invirtieran solos. El patrimonio total se gestiona de forma conjunta.

f) Protección del inversor. Además de contar con un grupo financiero solvente que nos de seguridad a la hora de invertir, la legislación es vital para garantizar un elevado nivel de protección para el inversor. En España tenemos varios ejemplos, como la Ley 35/2003 de IIC, que refuerza la protección de los partícipes de los fondos, como por ejemplo regulando las comisiones, o la Ley 43/2007 de 13 de diciembre, que trata sobre la protección de los consumidores al contratar bienes con oferta de restitución del precio, requiere que la contratación se haga profesionalizadamente, con carácter empresarial; por ello se entienden excluidas las relaciones entre particulares. Mediante estas leyes se pretende evitar que vuelvan a producirse situaciones como las de Fórum Filatélico o Afinsa.

g) Ofrece ventajas fiscales para los inversores. En España, la reforma parcial del IRPF (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas), que se constituyó primero en la Ley 46/2002 de 18 de diciembre, y más tarde en el Reglamento del Real Decreto 27/2003 de 10 de enero (se reformó por la Ley 19/2003 de 30 de diciembre, Real Decreto 3/2004 de 5 de marzo y Real Decreto 4/2004 de 5 de marzo), se basó en mejorar el tratamiento fiscal a los Fondos de Inversión, como por ejemplo que el traspaso del patrimonio de un fondo a otro diferente está exento de tributación, solo se tributa por el reembolso.

En primer lugar, es interesante recordar que la gran ventaja fiscal de los fondos de inversión es que no tributan los traspasos a otros fondos, únicamente tributan las ganancias que procedan de la venta de participaciones. En segundo lugar, la tributación de las participaciones hasta 2014 dependía de si habíamos mantenido las participaciones durante menos o más de un año.

Si las participaciones vendidas tenían menos de un año de antigüedad, se tributaba por el tipo marginal que puede ir del 24,75% hasta el 52% dependiendo del nivel de ingresos. Si por el contrario, tenían más de un año de antigüedad, se tributaba al tipo del ahorro que dependía del montante de la ganancia generada:

- a) Si la ganancia es inferior a 6.000 euros, el tipo impositivo es del 21%.
- b) Si la ganancia está entre 6.000 euros y 24.000 euros, el tipo impositivo es del 25%.
- c) Si la ganancia es superior de 24.000 euros, el ti es del 27%.

Sin embargo, el ministerio de Hacienda a partir de 2015 estableció dos cambios fiscales importantes (Luque, 2015). Para empezar, ya no existen diferencias entre aquellas ganancias generadas en periodos inferiores o superiores al año, de forma que todo ya tributa al tipo del ahorro que variará según el importe de la plusvalía. Segundo, se rebajan los tipos impositivos:

- a) Si la ganancia es inferior a 6.000 euros, el nuevo ti es del 20%.
- b) Si la ganancia está entre 6.000 y 50.000 euros, el nuevo ti es del 22%.
- c) Si la ganancia es superior a 50.000, el nuevo ti es del 24%.

Para el año 2016, estos tipos se modifican, reduciéndose, siendo más ventajosos para los inversores:

- a) Si la ganancia es inferior a 6.000 euros, el nuevo ti es del 19%.
- b) Si la ganancia está entre 6.000 y 50.000 euros, el nuevo ti es del 21%.
- c) Si la ganancia es superior a 50.000, el nuevo ti es del 23%.

2.3. DESVENTAJAS DE CANALIZAR EL AHORRO A TRAVÉS DE FONDOS DE INVERSIÓN

No sólo hay beneficios en la inversión a través de fondos de inversión, sino que tenemos que sustraer todos los costes asociados a la gestión-deposito, etc. de la rentabilidad bruta para poder obtener la rentabilidad neta que recibirán los partícipes. Los costes pueden ser relativamente altos como: comisión de corretaje, gastos de marketing o de distribución (en inglés son llamados como 12b-1 fees), gastos de gestión, dilución de las participaciones e impuestos pagados por las plusvalías obtenidas en el reembolso del fondo, etc. Además de lo comentado anteriormente, Malhotra y McLeod (1997) destacan cinco aspectos fundamentales:

1. Los fondos llegan con el objetivo de maximizar la rentabilidad para el inversor, comprometiéndose éste a cubrir todo tipo de gastos a cambio de un mayor valor liquidativo en el futuro. El problema es que todos estos costes que a priori, parecen sencillos, están envueltos por las gestoras en tecnicismos y términos legales dentro de un marco normativo, que son difíciles de entender. Aunque las comisiones aparezcan en el folleto informativo del fondo, el no entendimiento de la operativa de cada comisión por parte del inversor puede tener consecuencias negativas, por ejemplo, la existencia o no de una comisión de reembolso.

2. Teóricamente los gestores de fondos cuentan con la experiencia necesaria para hacer ganar dinero a los inversores. Sin embargo, en la práctica no siempre tienen éxito y el más perjudicado acaba siendo el inversor pequeño. Los inversores defienden varios argumentos: el primero es que los gestores profesionales no tienen más habilidades que los inversores individuales y de ahí el auge o crecimiento de los fondos pasivos con la replicación de un índice o benchmark llamados ETF (Exchanged Traded Funds).

Los ETFs son fondos que replican un índice y, por ello, cobran unas comisiones menores que las de los fondos gestionados de forma activa. El segundo, es que aunque los gestores tengan dichas habilidades, el pago por parte del partícipe de diferentes comisiones provoca que aunque el fondo supere el comportamiento del mercado, las comisiones van a reducir bastante la rentabilidad neta finalmente obtenida por el inversor. Tercero, creo que es de enorme interés, observar la naturaleza de la ética de estos gestores, y ver si toman las decisiones más apropiadas respecto a sus propios inversores y no velan por su propio interés. Algunos ejemplos de situaciones de conflicto de intereses para los gestores son, según la política del BBVA²:

1. Puede obtener una ventaja financiera, o evitar una pérdida financiera, a expensas del cliente o de la IIC o de sus inversores;
2. Confiere al resultado de una actividad o de un servicio prestado a la IIC o sus inversores o a otro cliente, o de una operación efectuada por cuenta de la IIC o de otro cliente, un interés diferente del que tienen estos en ese resultado;
3. Tiene un incentivo financiero o de otro tipo para favorecer:
 1. Los intereses de una IIC , de un cliente o grupo de clientes sobre los intereses de otra IIC o cliente,
 2. Los intereses de un inversor sobre los de otro inversor o grupo de inversores de la misma IIC;
4. Realiza las mismas actividades para dos IIC o para otro cliente,
5. Recibe o va a recibir de una persona que no sea la IIC ni sus inversores o del cliente, según corresponda, un incentivo, en forma de dinero, bienes o servicios, distinto de la comisión o tarifa normal establecida para dicho servicio.

3. A pesar que la diversificación sea una ventaja como consecuencia de invertir en diferentes activos, muchos inversores piensan que el fondo puede estar excesivamente diversificado. Según Ivkovik, Sialm y Weisbenner (2004) aquellos fondos que están centrados en un pequeño número de sectores obtienen mejores resultados que aquellos que están excesivamente diversificados. En este caso, retornos grandes de un número pequeño de

² <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/ch/es/particular/meta/conflictos-interes/index.jsp>

inversiones puede ser que no necesariamente tengan un impacto en el retorno final del fondo (se anulan los retornos con pérdidas de otras inversiones).

Además la dilución puede ocurrir cuando la gestión del fondo es un éxito, ya que el fondo atrae a un mayor número de inversores internacionales si se mantiene la capitalización de éste. No es igual gestionar un patrimonio grande que un patrimonio pequeño, rebalancear la cartera para aprovechar oportunidades de mercado es mucho más fácil con carteras pequeñas de manera que la captación o entrada de mucho patrimonio puede generar pérdida de performance.

4. Problema de que a los gestores puedan tener dificultades para dirigir el cash flow positivo hacia las inversiones más rentables del fondo. Es decir, hay que analizar cómo se emplean los beneficios obtenidos en la gestión del fondo y comparar las rentabilidades de cada título, que parte se dedica a la reinversión, etc... El gestor tiene que adecuar el excedente de tesorería a esas futuras oportunidades rentables.

5. No olvidar que como otras inversiones que se venden en el largo plazo, las ganancias de capital están sujetas a impuestos. También están sujetas las distribuciones de dividendos que podemos recibir si invertimos en un fondo con valores de alta capitalización (siempre que las empresas cumplan con sus dividendos) aunque están gravadas con un tipo impositivo distinto a las ganancias de capital. Estos dos factores, siguen siendo bastante significativos para los inversores cuando consideran el punto de entrada para tomar posiciones en nuevos fondos, ya que el gobierno puede cambiar los tipos impositivos de unos años a otros favoreciendo o no el uso de estos instrumentos.

3. LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (SGIIC)

Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) son sociedades anónimas, cuyo objeto social se resume en la administración, representación, gestión de las inversiones y de las suscripciones y reembolsos de los Fondos de Inversión.

De acuerdo con las condiciones establecidas en el Real Decreto 1082/2012 del 13 de julio, además, las SGIIC podrán ser autorizadas para realizar:

- Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas las de los Fondos de Pensiones, en virtud de un mandato otorgado por los inversores o persona legalmente autorizada.
- Administración, representación, gestión y comercialización de Fondos de Capital Riesgo. Como explica la web de la Asociación española de capital, crecimiento e inversión, estos fondos se encargan de la aportación de capital en una empresa que se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprana. Normalmente, la inversión de Capital Riesgo se dirige a empresas tecnológicas o con un fuerte componente innovador. Este tipo de inversión requiere menores cantidades de capital pero también el riesgo es elevado debido a la falta de información derivada de no tener resultados históricos, así como por la incertidumbre inherente al desconocer cuál será la aceptación del producto o servicio por parte del mercado.
- Asesoramiento sobre inversiones.
- Custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión.

Adicionalmente, las SGIIC podrán comercializar participaciones de fondos de inversión. Han de obtener la correspondiente autorización expresa o tácita por parte de la CNMV e inscribirse en el Registro Mercantil y en el de la CNMV y asumen determinadas obligaciones de información a la CNMV, a los partícipes y accionistas de los fondos gestionados y a los depositarios, de actuación en interés de los partícipes y de realizar funciones relacionadas con los fondos gestionados.

Las SGIIC están obligadas a atender y resolver las quejas y reclamaciones presentadas por los partícipes de los Fondos de Inversión en relación con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. Para ello, las SGIIC deben contar con un departamento o servicio de atención al cliente, llevando un registro interno de reclamaciones y sus contestaciones, y pueden designar, entre entidades o expertos independientes de reconocido prestigio, a un defensor del cliente, quedando la SGIIC vinculada a la decisión del defensor favorable a la reclamación sin que sea obstáculo a la plenitud de tutela judicial, al recurso a otros mecanismos de solución de conflictos ni a la protección administrativa.

Las principales gestoras en España que aparecen durante el período, 2008-2016, que se va a analizar en este trabajo son las que se pueden observar en la tabla 1. Durante este período ha habido un gran número de fusiones entre las distintas gestoras, por lo que algunas gestoras desaparecen del top 10 al integrarse en otras y aquellas en las que se integran crecen en patrimonio gestionado. Algunos ejemplos de ello son:

- BBVA ha absorbido Catalunya Caixa y Unnim Banc.
- Caixabank absorbió Caixa Girona, Banca Cívica, Bankpyme, Banco de Valencia y Barclays.
- Bankia surgió como la fusión de Caja Madrid, Bancaja, Caja de Ávila, Caixa Layetana, Caja Rioja, Caja Segovia y Caja Insular de Canarias.
- Banco Sabadell integró al Banco Guipuzcoano, la CAM, Banco Gallego y Caixa Penedés.
- Banco Popular absorbió al Banco Pastor y Citibank.
- Ibercaja se fusionó con el Grupo Caja 3.
- Kutxabank surgió de la fusión de Bilbao Bizkaia Kutxa, Caja Sur, Kutxa y Caja Vital

Tabla 1. Total de patrimonio gestionado por gestora en euros. Período 2008-2016.

TOTAL FONDOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	40.279.499	29.434.397	25.846.300	22.586.639	19.764.893	21.446.466	30.410.977	34.219.832	34.058.046
BBVA GESTION	36.905.214	32.501.904	26.476.484	20.702.759	19.031.191	20.068.783	25.816.791	30.490.371	29.865.183
AHORRO CORPORACION GESTION	11.104.735	7.835.439	6.547.965	5.355.731	4.280.344	-	-	-	-
CAIXABANK	11.810.329	12.388.139	14.624.820	16.092.907	14.898.726	18.812.143	25.806.113	37.322.882	39.344.662
GESMADRID/BANKIA	9.385.489	7.656.315	6.560.073	6.033.473	5.764.098	6.445.603	8.728.525	11.374.367	12.402.845
POPULAR GESTION/ALLIANZ POPULAR	8.758.778	6.783.280	6.355.417	5.679.051	5.872.556	6.910.475	8.318.868	10.728.754	9.745.432
BANSABADELL INVERSION	7.198.068	5.361.774	4.957.305	4.365.645	4.216.085	5.175.660	8.476.862	12.234.441	13.335.835
BANKINTER GESTION ACTIVOS	6.652.603	5.329.588	4.525.805	3.533.729	3.563.955	5.060.924	6.848.006	7.463.501	7.336.375
BARCLAYS WEALTH MANAGEMENT	5.665.840	4.716.176	3.574.177	3.015.866	-	-	-	-	-
IBERCAJA GESTION	4.769.528	4.116.861	4.450.648	4.530.139	4.420.564	4.962.462	6.093.357	7.466.809	9.173.356
CAIXA CATALUNYA GESTION	-	-	-	3.758.388	-	-	-	-	-
BESTINVER	-	-	-	3.197.608	3.224.724	4.295.306	5.370.747	-	-
KUTXABANK GESTION	-	-	-	-	4.768.424	5.937.684	8.102.663	9.893.082	10.402.749
MUTUACTIVOS	-	-	-	-	-	-	4.192.826	4.531.015	-
RENTA 4	-	-	-	-	-	-	-	5.222.703	-
UNIGEST	-	-	-	-	-	-	-	5.005.965	5.229.773

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones)

En el gráfico 1 podemos observar que las 10 gestoras más importantes en el período 2008-2016 son Santander Asset Management., BBVA Asset Management., Ahorro Corporación Gestión, Caixabank, Popular Gestión/Allianz Popular, Gesmadrid/Bankia Fondos, Bansabadell Inversión, Bankinter Gestión Activos, Ibercaja Gestión y Kutxabank Gestión. Estas gestoras se han citado de acuerdo al criterio de mayor patrimonio gestionado en el 2008.

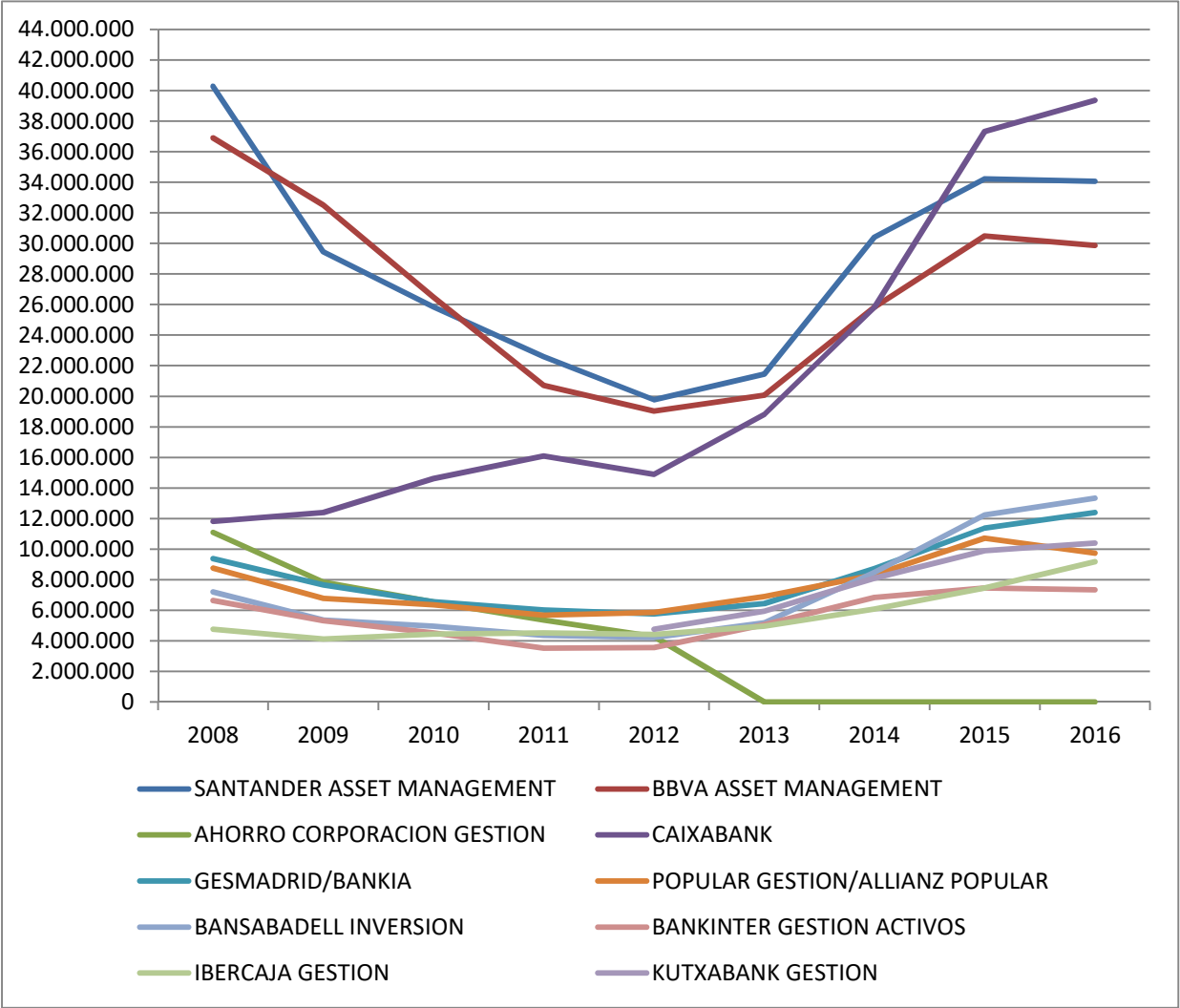
Podemos observar que a todas las gestoras menos a Caixabank les afectó la crisis económico-financiera de manera grave, todas disminuyeron su patrimonio total gestionado durante el período 2008-2016. A destacar los casos de BBVA Asset Management y Santander Asset Management, que en el período 2008-2012 disminuyeron su patrimonio gestionado en 17 y 21 millones respectivamente, lo cual provoca que incluso a finales de 2016, el patrimonio gestionado todavía no haya vuelto a los niveles de 2008.

Durante el período estudiado aparecen y desaparecen gestoras entre las 10 más importantes, siendo apreciables los casos de Ahorro Corporación Gestión que desaparece del top 10 en 2013 y de Kutxabank Gestión que aparece en 2012 y permanece hasta la actualidad. Algunos ejemplos de gestoras que aparecen en el top 10 en cuanto a patrimonio gestionado no han sido considerados en el gráfico dado que solo permanecían en el top 10 durante unos pocos meses. Algunos de estos casos son Bestinver, Unigest, Renta 4 y Caixa Catalunya Gestión.

El gráfico 1 es muy ilustrativo ya que permite observar que existe una gran distancia entre las tres mayores gestoras en España (Santander Asset Management, BBVA Asset Management y Caixabank) y las siete restantes. Esto puede deberse al tamaño de los grupos financieros a los que están vinculadas estas gestoras y la posibilidad de acercarse a un mayor número de clientes. Menos la entidad financiera asociada a la gestora Santander Asset Management, el resto han pasado por un proceso de diferentes fusiones y adquisiciones. Muy significativa es la evolución de Caixabank. Otra posibilidad es que la oferta de fondos sea mejor que la de sus competidores o por un hecho meramente particular del mercado español, en el que los clientes son fieles, podría decirse cautivos, a sus entidades financieras habituales. Según Cambón y Losada (2012), en el 2010 el top 4 de las gestoras concentraba el

49,2% del patrimonio total gestionado en fondos de inversión, este top 4 es Santander Asset Management, BBVA Asset Management, Caixabank y Bansabadell Inversión que son las gestoras de los cuatro grupos financieros con más oficinas en España.

Gráfico 1: Evolución del patrimonio gestionado por las 10 gestoras más importantes de España en euros. Período 2008-2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

4. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

Para el estudio que se ha realizado en este Trabajo de Fin de Grado, cuyo objetivo es el estudio de cómo ha variado la oferta de fondos de las diferentes gestoras, la base de datos utilizada ha sido la web de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones), necesaria para obtener los datos de patrimonio gestionado por cada gestora en cada año, datos de número de fondos que gestionan, su distribución en cada una de las categorías, etc.

De la página web de Inverco he podido obtener la información referida a las gestoras de fondos de inversión registradas en España, como su nombre, el patrimonio que gestionan, el tipo de fondo que gestionan y su posición en el ranking de gestoras durante el período estudiado.

El horizonte temporal analizado ha sido el período comprendido entre Enero de 2008 y Noviembre de 2016, fecha en la que se comenzó a crear la base de datos.

En la Tabla A1.1 del Anexo 1, se resume la distribución del patrimonio total gestionado por cada una de las cinco gestoras más importantes en España en función de la categoría de los fondos. Para obtener el dato anual de patrimonio gestionado se ha realizado el promedio entre el patrimonio mensual de cada gestora y el número de meses, obteniendo de este modo datos anuales para facilitar su elaboración en gráficos.

$$\text{Patrimonio anual por gestora} = \frac{P. \text{ Enero} + P. \text{ Febrero} + \dots + P. \text{ Diciembre}}{\text{número de meses}} \\ \text{año } x$$

Se ha empleado el mismo método para calcular el número de fondos gestionados y la rentabilidad obtenida por cada una de las cinco gestoras más importantes. Los resultados se pueden encontrar en las tablas A1.2 y A1.3 del Anexo 1.

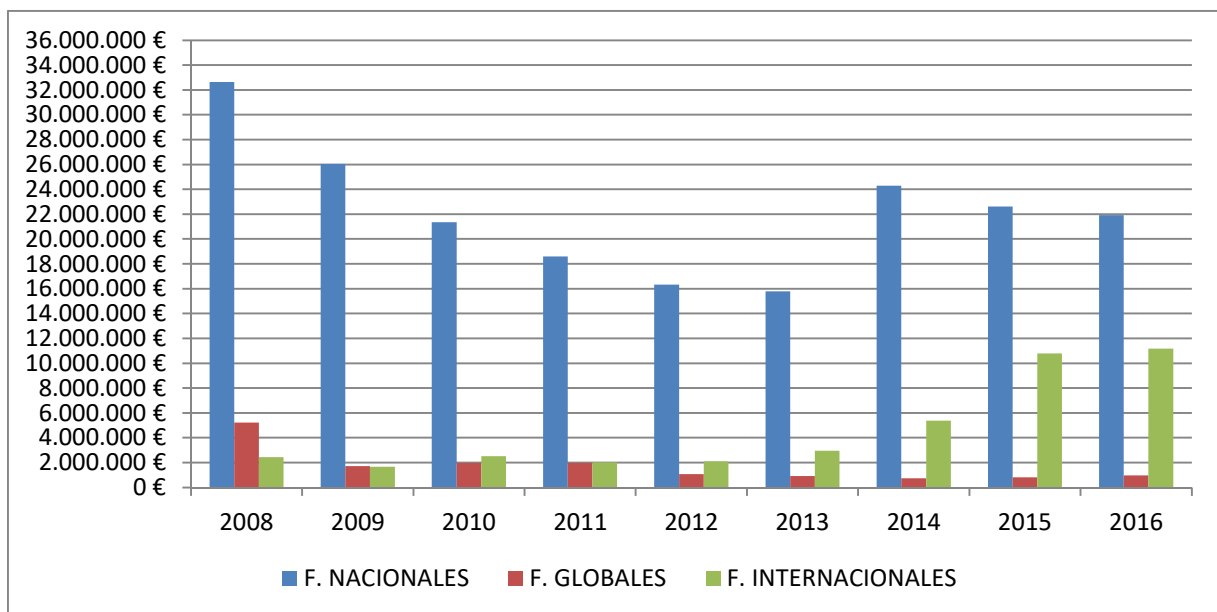
Para que esta información sea más gráfica y fácil de analizar en el siguiente apartado se realiza un análisis detallado de cada una de las gestoras.

4.1. Análisis de gestoras por tipos de fondos

En este apartado he decidido analizar las cinco gestoras más importantes para poder analizar como la tipología de fondos gestionados ha podido afectar a las diferentes gestoras a la hora de aumentar o disminuir su patrimonio.

- Santander Asset Management

Gráfico 2. Distribución del patrimonio de Santander Asset Management



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

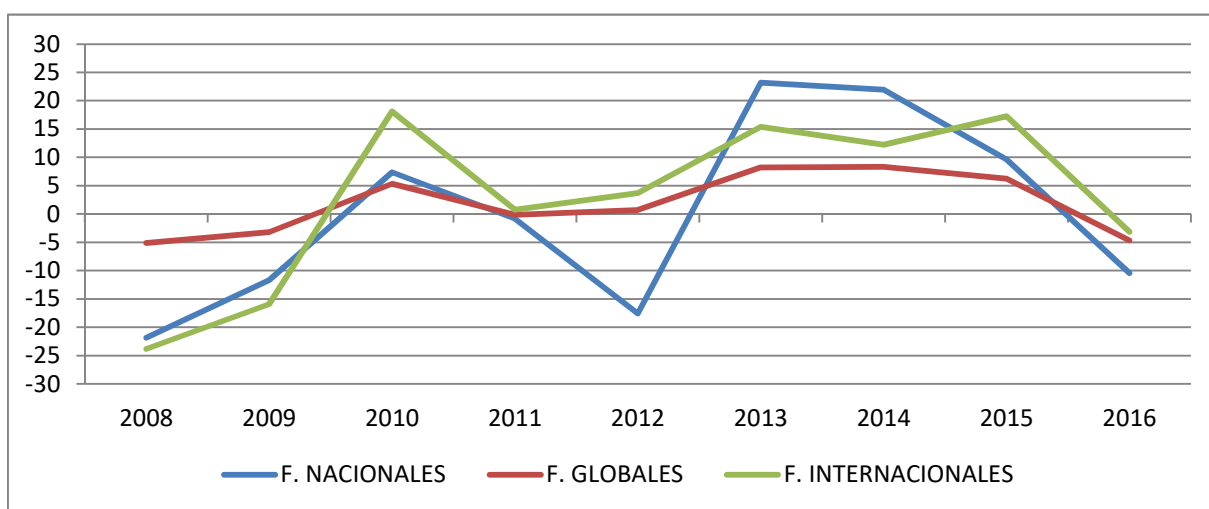
Santander Asset Management es la gestora por excelencia, durante 5 años de los 8 analizados es la gestora con mayor patrimonio gestionado. Sin embargo, durante los dos últimos años, Caixabank le ha arrebatado el liderato. A pesar de ello, Santander Asset Management es la gestora con mayor patrimonio gestionado en fondos nacionales.

Como se puede ver en el gráfico 2 a partir de la crisis de 2008 se inició una caída en su patrimonio gestionado que empezó a recuperarse en 2014. Durante este período se observa que los fondos globales pasan a tener una importancia reducida, pasando de gestionar 5.200.000 € en el 2008 a aproximadamente 1 millón de euros en el 2016.

En sentido inverso podemos comprobar que los fondos internacionales han ido ganando importancia en detrimento de los anteriores, pasando de 2.400.000 € en 2008 a 11.100.000 € en 2016, esta subida fue especialmente importante en los años 2014, 2015 y 2016.

En cuanto a la rentabilidad se observa en el gráfico 3 que baja en los períodos en los que se inició la crisis, 2008, y dos bajadas más en 2012 y 2016, provocados por la inestabilidad nacional y mundial, tanto política como económicamente. Se puede observar además, que aunque la rentabilidad de los fondos nacionales en los períodos 2015-2016 es la peor de los tres tipos de fondos analizados, Santander prefiere centrarse en estos fondos. Esta tendencia puede deberse a que los inversores españoles son más propensos a invertir en fondos nacionales y muestran aversión al riesgo internacional.

Gráfico 3. Evolución de la rentabilidad de tipos de fondos de Santander Asset Management (en porcentaje)

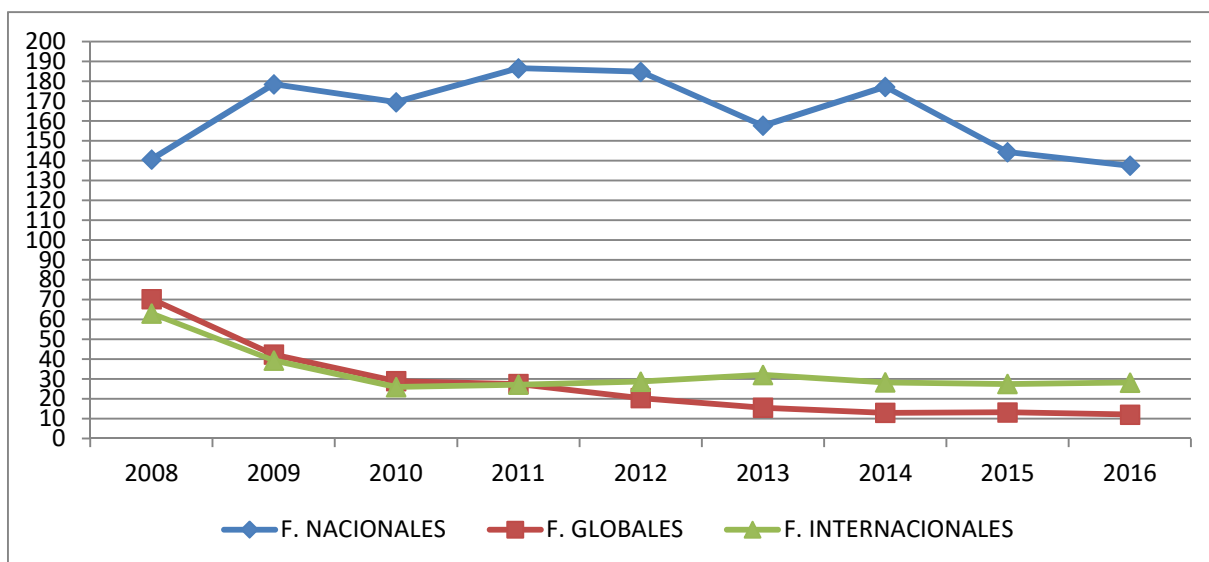


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

En el gráfico 4 se muestra la evolución del número de fondos que comercializa esta gestora a lo largo del tiempo en función de las diferentes vocaciones inversoras (fondos nacionales, globales e internacionales). Apreciamos que la estrategia que ha seguido esta gestora en su cartera de fondos es centrarse en los fondos nacionales. Según el informe de 2015 de la Asociación Española de Banca (AEB) es la entidad financiera que más sucursales

tiene y por lo tanto más acceso a los clientes nacionales. Los fondos nacionales tienen el doble de patrimonio gestionado que los demás tipos, y los internacionales han crecido en los últimos años, aunque sin abandonar los globales.

Gráfico 4. Evolución del número de fondos de Santander Asset Management

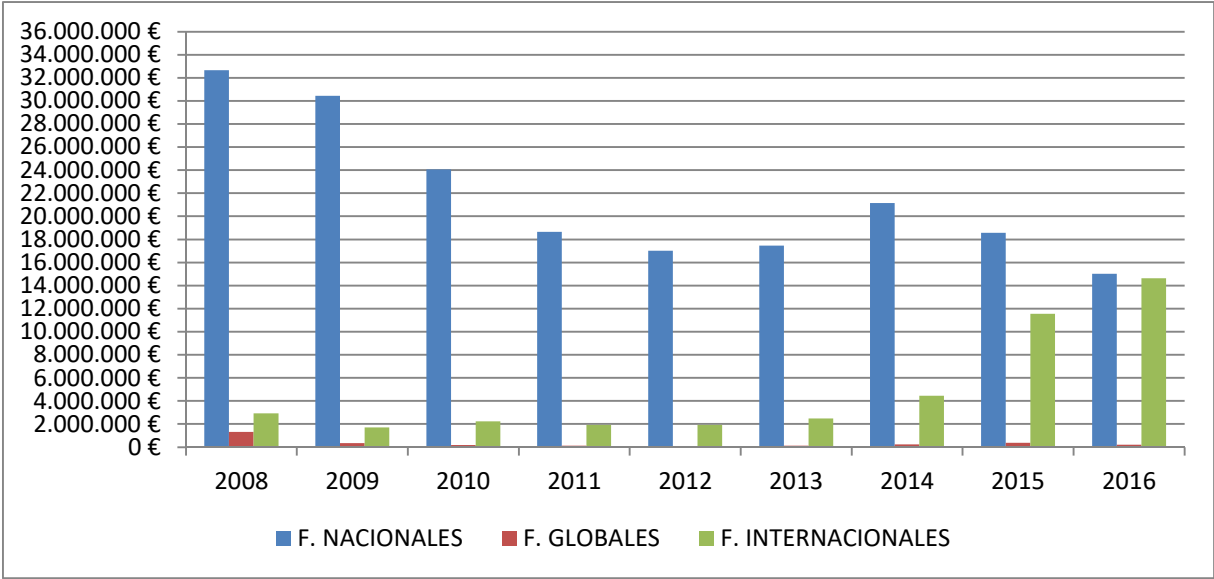


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

- BBVA Asset Management.

En el gráfico 5 podemos observar la evolución del patrimonio gestionado por BBVA Asset Management durante el período 2008-2016. A simple vista comprobamos que, al igual que la anterior gestora, se centra en los fondos nacionales. A pesar de predominar estos fondos se observa una evolución positiva de los fondos internacionales, creciendo rápidamente en los períodos 2015 y 2016, posiblemente como causa de la buena rentabilidad de los mercados internacionales durante ese período. Es el mismo patrón que en Santander, aunque BVVA gestiona más patrimonio. La gestora pasa de gestionar 32.000.000 € en fondos nacionales y 2.900.000 € en fondos internacionales durante el 2008 a 15.000.000 € y 14.600.000 € respectivamente en el 2016. Esta gestora prácticamente margina a los fondos globales, teniendo en el 2012 un mínimo de sólo 94.000 € gestionados y un máximo de 1.300.000 € en 2008, reduciéndose drásticamente en el siguiente período a 300.000 €.

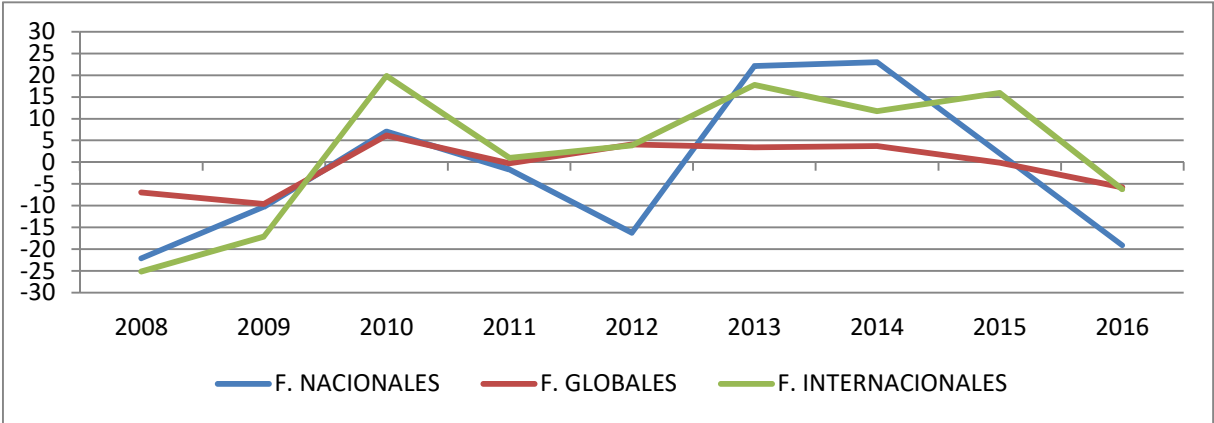
Gráfico 5. Distribución del patrimonio de BBVA Asset Management



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

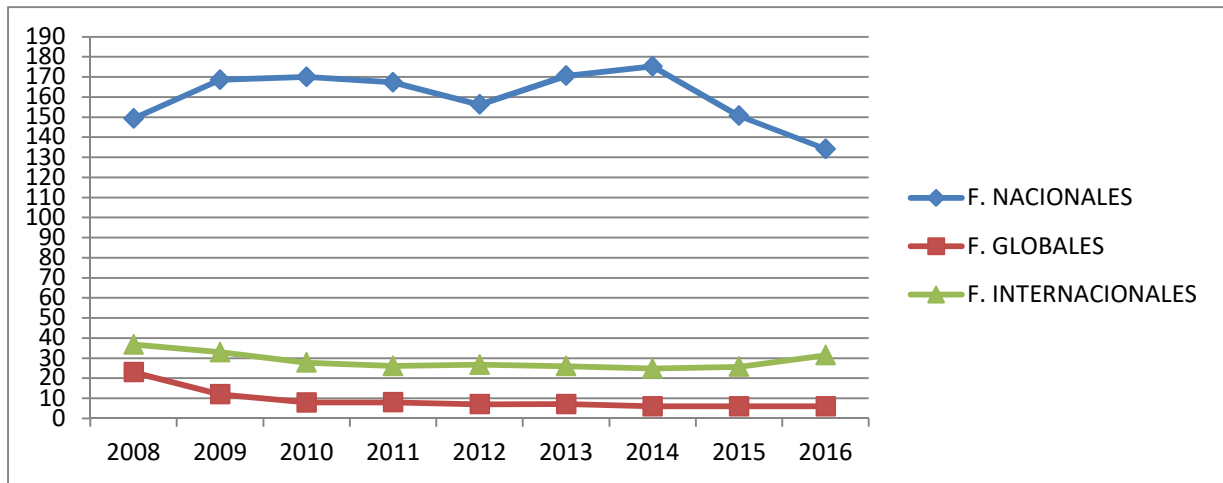
Analizando el gráfico 6 y 7, se observa que el número de fondos nacionales comercializados es mucho mayor que el de las otras dos categorías. Sin embargo, la rentabilidad obtenida entre los fondos nacionales y los fondos internacionales se comporta de manera similar. Este nivel de comercialización inferior de fondos internacionales se puede deber al recelo que tienen los clientes a invertir en fondos que podrían desconocer, prefiriendo los fondos nacionales.

Gráfico 6. Evolución de la rentabilidad de tipos de fondos de BBVA Asset Management



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

Gráfico 7. Evolución del número de fondos de BBVA Asset Management

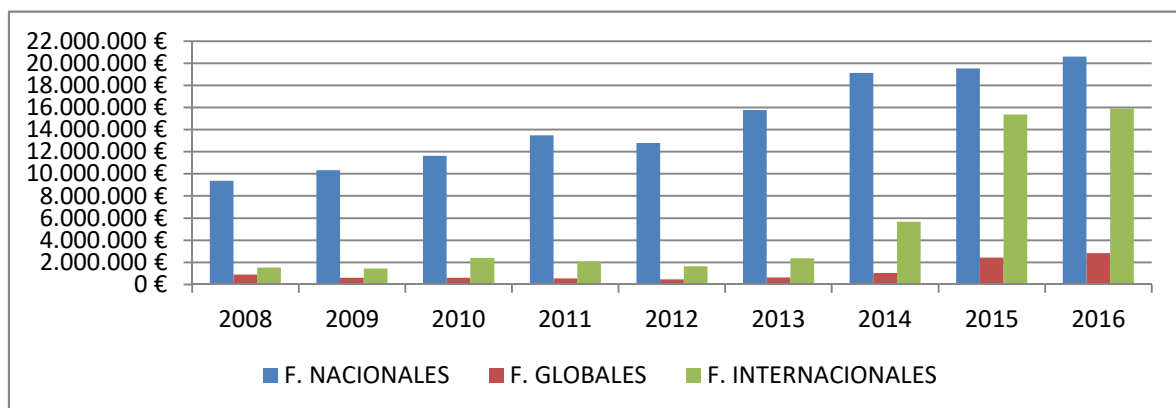


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

- Caixabank

Objetivamente, Caixabank es la gestora que mejor ha manejado su patrimonio entre el 2008 y 2016, ya que pasó de ocupar la tercera posición del ranking de gestoras a ser la clara dominadora en la actualidad. En el gráfico 8 se observa cómo ha ido incrementando su patrimonio año a año. Se puede observar que para conseguir este objetivo ha seguido un proceso en el que durante los primeros años predominaron los fondos nacionales pero que a partir del 2014 se incrementaron los fondos internacionales gestionados. Es la que más patrimonio gestiona en fondos internacionales con casi 16.000.000 €, aunque mantiene una cartera equilibrada entre fondos nacionales e internacionales, teniendo a los fondos globales en un segundo plano con 2.800.000 € gestionados.

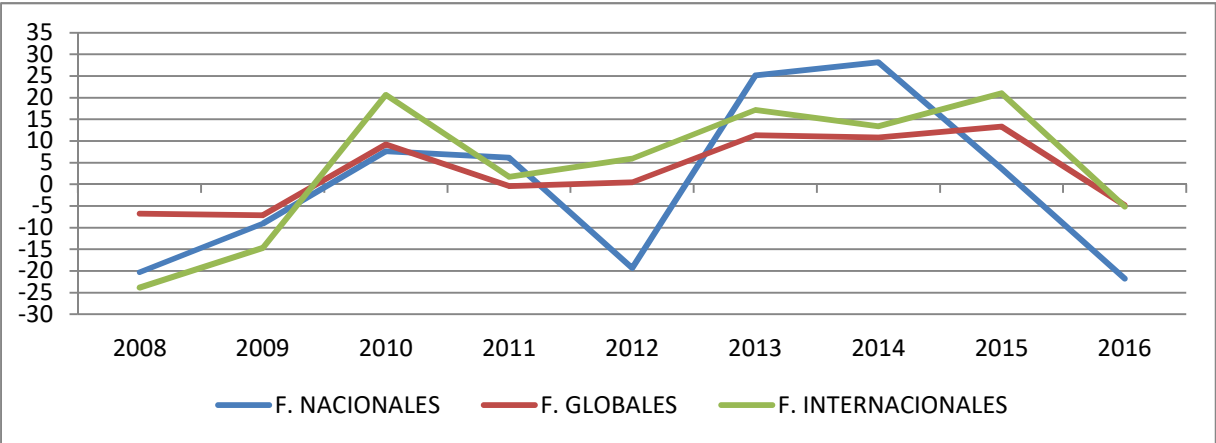
Gráfico 8. Distribución del patrimonio de Caixabank



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

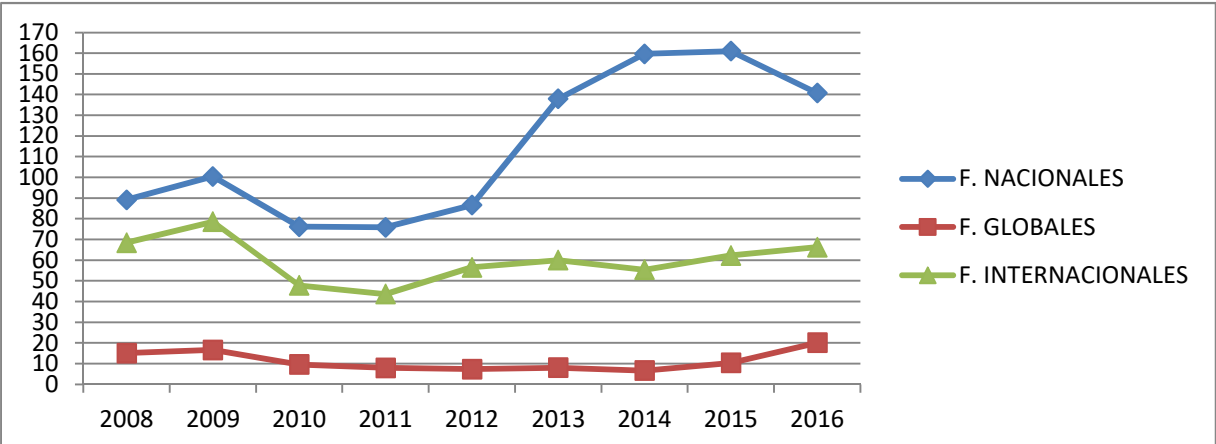
Tanto en el gráfico 8 como en los gráficos anteriores se puede observar que la tendencia actual es que las gestoras incrementen el patrimonio gestionado en fondos internacionales, dejando a los fondos globales sin apenas presencia. Esta tendencia ha sido la que ha llevado a Caixabank a ser líder. Durante los peores años de la crisis se mantuvo firme, a pesar de las bajas rentabilidades (Gráfico 9) y a partir del 2012 empezó a incrementar el patrimonio gestionado en fondos internacionales. Este incremento de patrimonio vino acompañado de un aumento en el número de fondos comercializados y de un incremento sustancioso en las rentabilidades de todas las categorías de fondos.

Gráfico 9. Evolución de la rentabilidad de tipos de fondos de Caixabank



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

Gráfico 10. Evolución del número de fondos de Caixabank



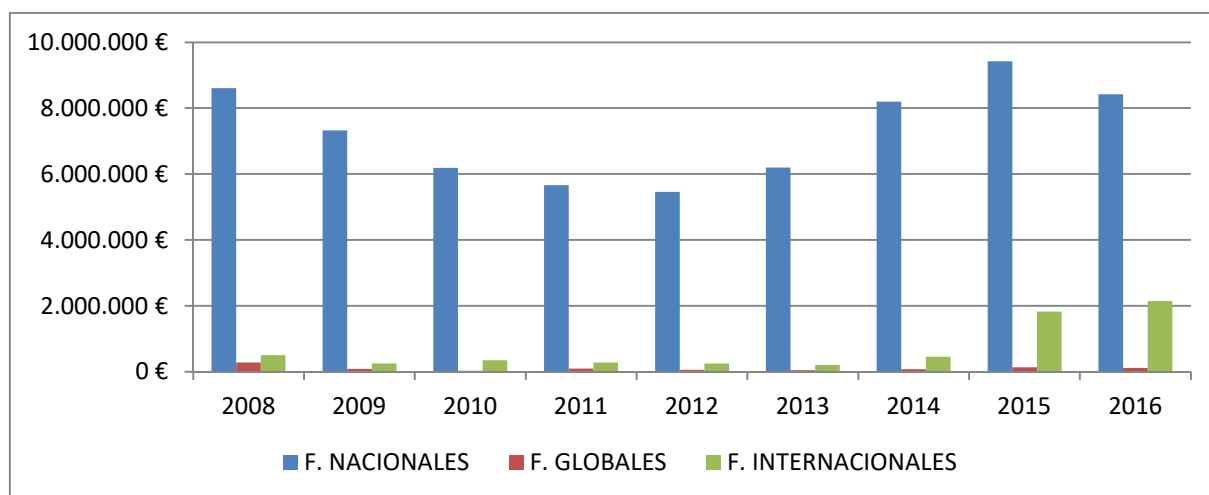
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

- Gesmadrid / Bankia Fondos

Esta gestora hasta Mayo del 2011 se denominaba Gesmadrid (pertenecía a Caja Madrid) pero a partir de la fusión entre Caja Madrid y un conglomerado de cajas pasó a denominarse Bankia Fondos.

Como podemos observar en el gráfico 11 y 13 predominan los fondos nacionales, al igual que en todas las gestoras anteriores. A raíz de la crisis de 2008 el patrimonio gestionado fue disminuyendo, pero a partir de 2012 comienza a crecer. Este crecimiento puede venir explicado por la fusión. Como también hemos visto en los casos anteriores los fondos internacionales adquieren más relevancia a partir del 2015, teniendo 1.800.000 € cuando en el 2014 gestionaban sólo 450.000 €. Por su parte, los fondos globales apenas tienen importancia para esta gestora, siendo el año que más patrimonio gestionan el 2008 con 276.000 € y el resto de años apenas rozan los 100.000 €.

Gráfico 11. Distribución del patrimonio de Gesmadrid / Bankia Fondos

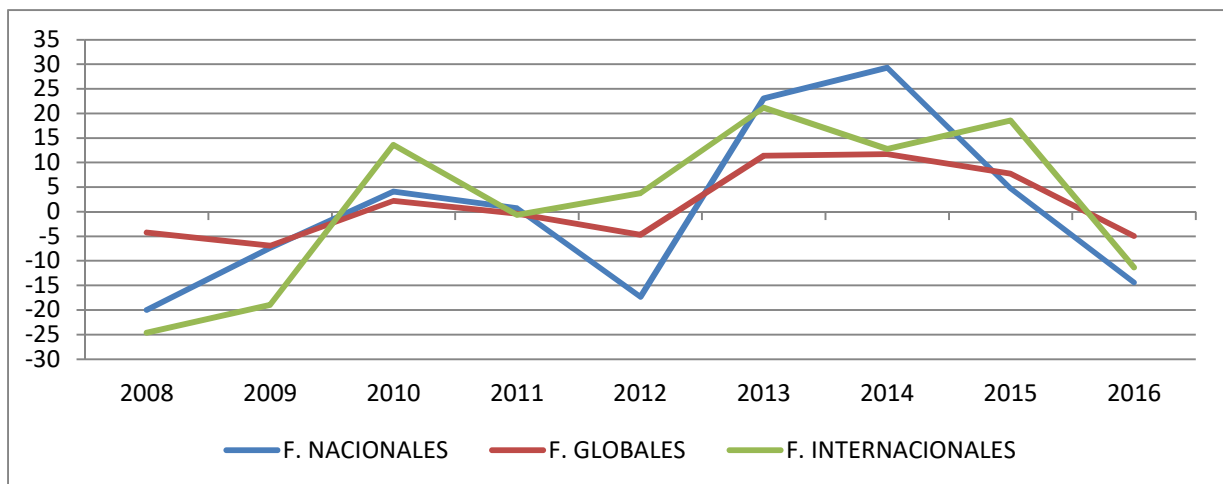


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

Los datos obtenidos en el gráfico 11 de la evolución del patrimonio gestionado que aumenta a partir del año 2012 después de empezar a recuperarse de la crisis contrastan con el descenso del número de fondos comercializados a partir de ese año y siguientes. Respecto a la

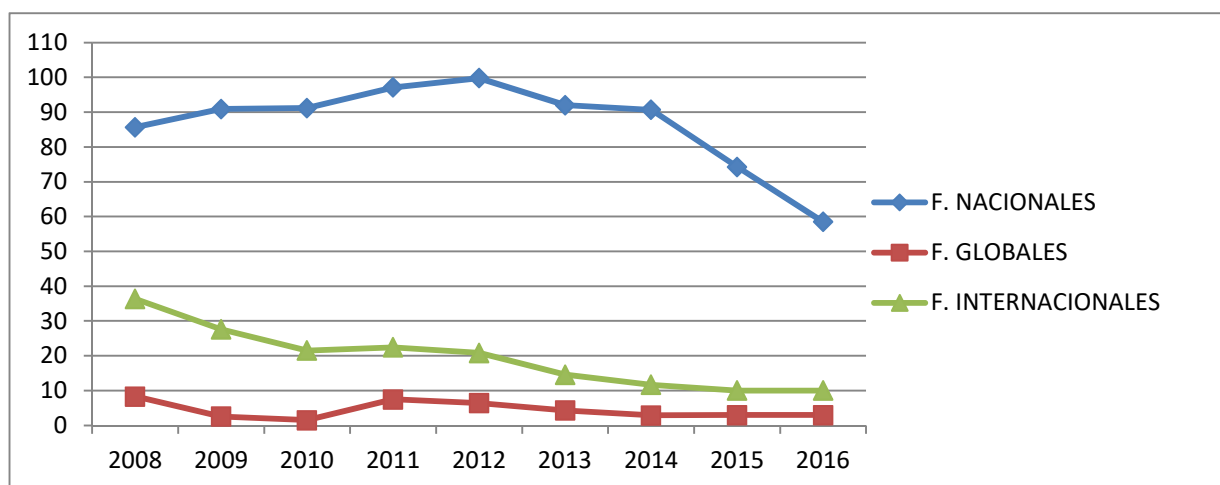
rentabilidad, se observa que sigue el mismo patrón marcado por las demás gestoras, iniciando una pequeña recuperación y posterior caída entre el 2008 y 2012. Posteriormente, se inicia una recuperación hasta el año 2014 y vuelve a sufrir un descenso continuado hasta la actualidad.

Gráfico 12. Evolución de la rentabilidad de tipos de fondos de Gesmadrid / Bankia Fondos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

Gráfico 13. Evolución del número de fondos de Gesmadrid / Bankia

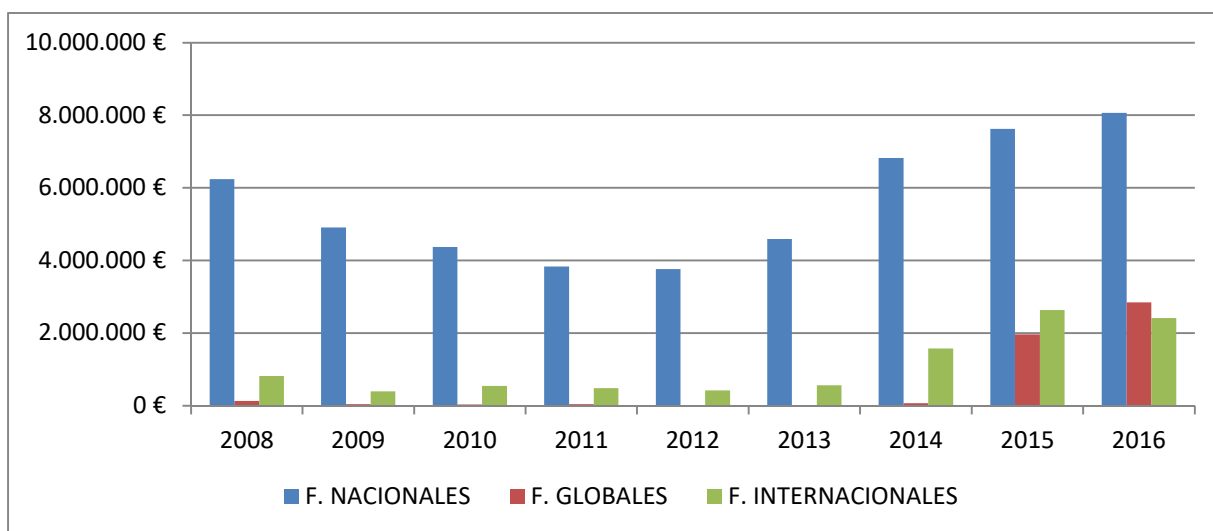


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco

- Bansabadell Inversión

En la última gestora analizada, podemos comprobar que la constante que aparece en todas las gestoras anteriores permanece, los fondos nacionales predominan sobre los otros dos tipos de fondos. Aunque esta gestora ha seguido una estrategia diferente al resto para permanecer entre las cinco mejores en los últimos años, se ha convertido en la gestora que más patrimonio gestiona en fondos globales. El liderato de esta gestora puede ser una consecuencia de los diferentes procesos de fusión que ha habido a lo largo de los últimos años.

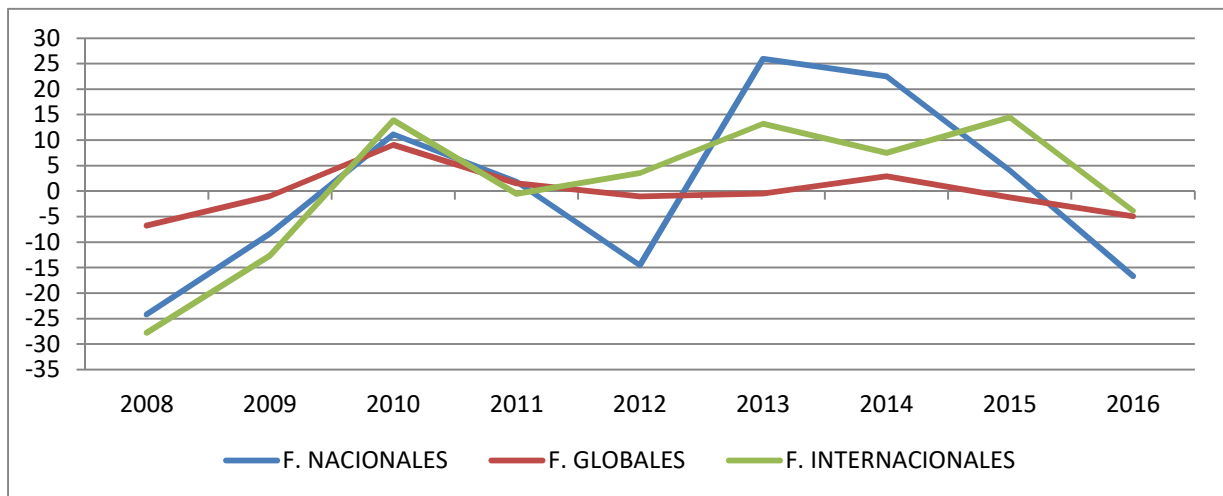
Gráfico 14. Distribución del patrimonio de Bansabadell Inversión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

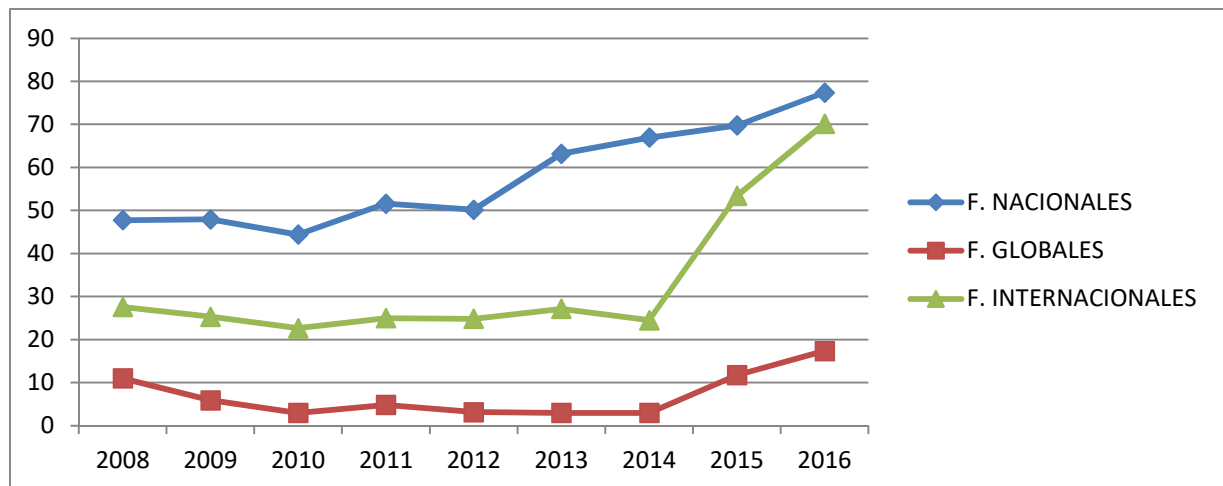
Al igual que a las demás gestoras, la crisis afectó a Bansabadell Inversión, reduciendo su patrimonio gestionado desde el 2008 hasta el 2012, manteniendo prácticamente el mismo número de fondos comercializados. A partir de este año, comienza a atraer más patrimonio basándose principalmente en fondos nacionales y aumentando su número de fondos en las tres categorías. Sin embargo, en el 2014 se produce un gran incremento en el número de fondos internacionales, y como consecuencia el patrimonio gestionado pasando de 560.000 € a 1.570.000 €. Este ascenso continúa en el 2015 y 2016.

Gráfico 15. Evolución de la rentabilidad de tipos de fondos de Bansabadell Inversión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

Gráfico 16. Evolución del número de fondos de Bansabadell Inversión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

A pesar de lo anterior, donde de verdad destaca esta gestora es en cómo ha incrementado sus fondos globales. Hasta el año 2014, el período que más patrimonio había gestionado era 2008 con 136.000 €, pero a partir de ese año se incrementó hasta 1.970.000 € en 2015 y 2.850.000 € en 2016. Estos hechos le han permitido ser la gestora líder en fondos globales en la actualidad, siendo la que más número de fondos globales tiene comercializados.

Sin embargo, esto no se ha visto reflejado en una mejora en la gestión de los fondos, siendo la rentabilidad similar a períodos anteriores e inferior a la de la competencia.

4.2. Análisis de correlaciones

Esta sección va a consistir en analizar la correlación existente entre el patrimonio gestionado, la rentabilidad obtenida y el número de fondos comercializados. Los resultados obtenidos nos van a mostrar el “timing” de las gestoras a la hora de ofertar más fondos cuando un fondo es bueno, obtiene más rentabilidad, o a la inversa. En las siguientes tablas se muestran el resumen de las correlaciones obtenidas.

Tabla 2. Correlaciones entre patrimonio gestionado y rentabilidad obtenida

CORRELACIONES	PATRIMONIO/RENTABILIDAD		
	F. NACIONALES	F. GLOBALES	F. INTERNACIONALES
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-0,388	-0,557	0,266
BBVA GESTION	-0,263	-0,539	0,057
INVERCAIXA GESTION	0,305	0,055	0,220
GESMADRID/BANKIA	-0,025	-0,319	-0,021
BANSABADELL INVERSION	-0,137	-0,405	0,206

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

La correlación entre patrimonio gestionado y rentabilidad obtenida es en la mayoría de los casos inversa, excepto en Invercaixa Gestión. Ello quiere decir, que cuanto mayor es el patrimonio gestionado menor es la rentabilidad en dichos fondos de inversión, lo cual podría corroborar la idea de que es más fácil gestionar carteras pequeñas que grandes patrimonios.

Si analizamos los resultados por el tipo de fondo, los únicos que obtienen una correlación positiva son los fondos internacionales, excepto para Gesmadrid/Bankia. Estos resultados concuerdan con lo visto anteriormente, donde se explicaba que los fondos internacionales eran aquellos que más habían evolucionado en el período analizado, quizá por el buen comportamiento de dichos mercados en determinados años en relación con el mercado español.

Dentro del apartado de fondos internacionales se incluyen a aquellos fondos que hacen referencia a Europa, EEUU, Japón y resto del mundo. Dentro de resto del mundo se incluyen los países emergentes. Según el informe del BBVA (2015) estos países han mantenido un crecimiento sostenido aumentando su participación mundial en el PIB situándose en el 50% en el 2008 y en el 64% en 2015, tal y como se observa en el gráfico 17. Este crecimiento sostenido puede ser el resultado de que los fondos internacionales hayan obtenido mejores resultados que los demás tipos de fondos.

Gráfico 17. Evolución del porcentaje del PIB de países emergentes y desarrollados

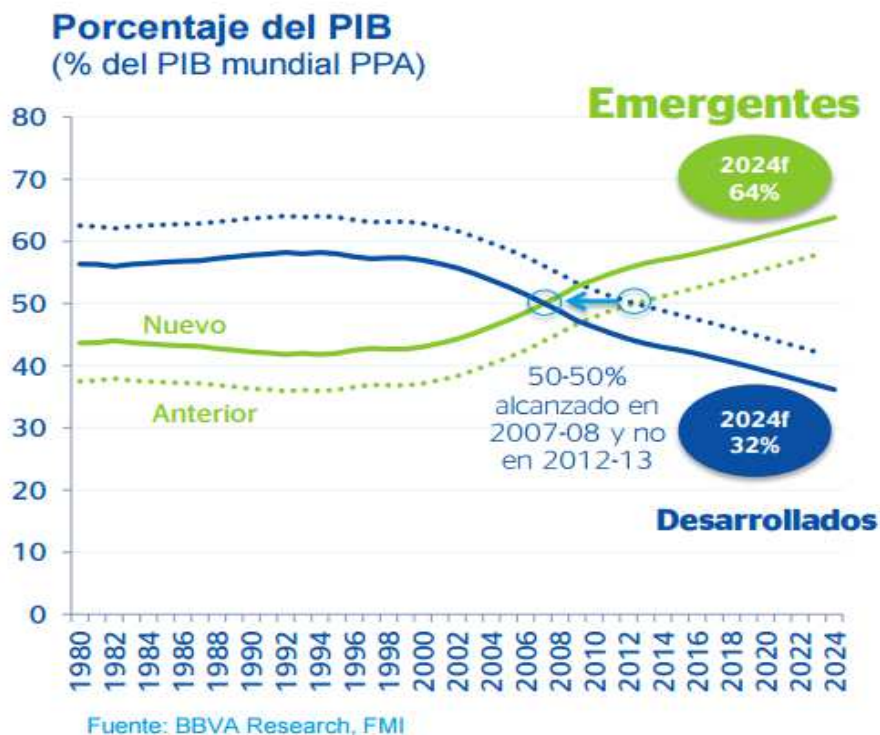


Tabla 3. Correlaciones entre patrimonio gestionado y número de fondos comercializados

CORRELACIONES	PATRIMONIO/Nº FONDOS		
	F. NACIONALES	F. GLOBALES	F. INTERNACIONALES
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-0,404	0,950	-0,308
BBVA GESTION	0,189	0,933	0,011
INVERCAIXA GESTION	0,858	0,521	0,169
GESMADRID/BANKIA	-0,725	0,568	-0,560
BANSABADELL INVERSION	0,775	0,878	0,863

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

En la tabla 3 se muestra la correlación entre patrimonio gestionado y número de fondos comercializados. Dicha tabla no muestra una tendencia clara. Si analizamos la tabla 3 por tipo de fondo comercializado los fondos globales tienen una correlación muy alta, que indica que a mayor patrimonio gestionado mayor número de fondos comercializados. Si lo analizamos por gestora, Bansabadell Inversión es la que tiene una correlación más alta para cualquier tipo de fondo comercializado.

Por último, la correlación entre el número de fondos comercializados y la rentabilidad obtenida difiere según la gestora y el tipo de fondo. Por lo que respecta al tipo de fondo solo los fondos nacionales tienen una correlación positiva. Esto puede deberse a que después del 2008 en general el número de fondos globales e internacionales comercializados disminuyó, aunque se empezaran a obtener rentabilidades positivas, y solo en los últimos años se ha vuelto a incrementar el número de fondos. Analizando los fondos globales todas las gestoras tienen correlaciones negativas y para los fondos internacionales solo Bansabadell Inversion obtiene una correlación positiva, el resto de gestoras tienen correlaciones negativas altas.

Tabla 4. Correlaciones entre número de fondos comercializados y rentabilidad obtenida

CORRELACIONES	Nº FONDOS/RENTABILIDAD		
	F. NACIONALES	F. GLOBALES	F. INTERNACIONALES
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	0,088	-0,596	-0,795
BBVA GESTION	0,733	-0,565	-0,889
INVERCAIXA GESTION	0,393	-0,700	-0,598
GESMADRID/BANKIA	0,211	-0,306	-0,684
BANSABADELL INVERSION	0,207	-0,679	0,047

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Inverco.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos podido observar que tanto el patrimonio gestionado como las rentabilidades y el número de fondos comercializados varían mucho según el período analizado. En los primeros años de la crisis económico-financiera, que empezó en 2008, se ha podido observar como la rentabilidad cayó bruscamente y con ella el número de fondos comercializados. El patrimonio gestionado también disminuyó, ya que todos los fondos gestionados por las gestoras disminuyeron su valor. El mal comportamiento de las bolsas mermó en gran medida el patrimonio de los fondos de dicha vocación inversora. Además, la mayoría de los grupos financieros que integran a las gestoras se han visto afectadas en algún momento por un proceso de fusión u absorción con otras cajas o bancos.

Las gestoras analizadas en este trabajo han sido las cinco más importantes de este país y se concluye que:

- Santander Asset Management es la gestora más importante en fondos nacionales, debido principalmente a que es la más arraigada en el territorio nacional. Además, es la gestora que se mantiene más constante en el nivel de patrimonio gestionado en el período analizado.
- BBVA Asset Management ha ido perdiendo terreno en favor de Invercaixa Gestión. Al principio del período analizado competía con Santander por ser la gestora más importante del país, sin embargo, la crisis le ha afectado pasando a un segundo plano.
- Invercaixa Gestión ha sido la gestora que más favorablemente ha evolucionado. Este crecimiento se ha debido a la importancia que han ido cobrando los fondos internacionales y la expansión en fondos globales y nacionales, doblando su patrimonio gestionado.
- Gesmadrid/Bankia sufrió el proceso de fusión de cajas más importante de España. Sin embargo, esto no le llevó a ser la gestora dominante en España. A partir de la fusión mejoró sus resultados y los fondos internacionales han adquirido una gran importancia.

- Bansabadell Inversión sufrió durante los años de la crisis un importante descenso en su patrimonio gestionado. En los últimos años ha sido la gestora que más se ha especializado en los fondos globales, siendo la líder de este tipo de fondos, lo que le ha permitido mantenerse entre las gestoras más importantes.

Podemos concluir que las gestoras analizadas se centran sobre todo en los fondos nacionales, esto puede ser debido a la confianza que tienen los inversores en los productos nacionales y la desconfianza que les genera lo externo. Sin embargo, los fondos internacionales han ido ganando presencia hasta convertirse en los últimos años en una rama fundamental de los fondos administrados por las gestoras. Como un caso excepcional se sitúa Bansabadell Inversión, donde los fondos globales son una parte importante de su cartera, mientras que en el resto de las gestoras apenas tiene importancia.

6. BIBLIOGRAFIA

Instituciones financieras:

Asociación Española de Banca (AEB). (2015): Anuario estadístico de la banca en España.

Inverco. (2017): Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones.

Estudios académicos:

Cambón, M^a I. y Losada, R. (2012). “*Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito*” Documento de trabajo n^o 54, CNMV.

Informe Anual BBVA (2015). “EAGLEs, Economías emergentes y líderes del crecimiento”

Ivkvik, Z., Sialm, C. y Weisbenner, S. (2004). “Portfolio concentration and the performance of individual investors” *National Bureau of Economic Research*, 43, 613-656.

Ferruz, L. y Vargas, M. (2008). “Fondos de inversión españoles: crecimiento y análisis de eficiencia”. Zaragoza: Colección Estudios & Investigación.

Luque, F. (2015). “¿Cómo tributan las ganancias de fondos en el IRPF?” Morningstar.

Malhotra, D.K. y McLeod, R. (1997). “An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses” *Journal of Financial Research*, 20, 175-190.

Morris, K., y Morris, V. (1999). “The Wall Street Journal Guide to understanding money & investing”. New York: Lightbulb Press.

Potts, G. (1972). “Understanding investments and mutual funds” New York: Arco.

Páginas web consultadas:

- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
<www.inverco.es>
- Asociación española de capital, crecimiento e inversión
<http://www.ascr.org>
- Expansión. La revolución en la banca
<<http://www.expansion.com/empresas/banca/2015/07/20/55a62aeb268e3eaa2a8b456e.html>>

LISTADO DE NORMATIVA RELACIONADA CON LOS FI

1. Legislación española

1.1 Disposiciones generales

Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Ley 43/2007 de 13 de diciembre, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con ofertas de restitución de precio.

Ley 46/2002 de 18 de diciembre, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas físicas y por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes.

Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales.

Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social.

Real Decreto 27/2003 de 10 de enero por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 214/1999, del 5 de febrero.

Real Decreto 3/2004, de 5 de Marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Real Decreto 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades.

Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.

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.

ANEXO 1

Tabla A1.1 Distribución del patrimonio total en euros gestionado por las 5 mayores gestoras

Panel A: Fondos Nacionales	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MGT.	32.626.392	26.052.285	21.356.611	18.595.361	16.319.441	15.794.197	24.295.822	22.612.593	21.913.474
BBVA GESTION	32.656.586	30.437.008	24.061.974	18.658.317	17.014.752	17.469.469	21.150.477	18.573.792	15.016.261
INVERCAIXA GESTION	9.375.231	10.339.250	11.623.077	13.491.953	12.779.638	15.778.337	19.110.519	19.521.435	20.598.873
GESMADRID/BANKIA	8.605.080	7.324.802	6.184.546	5.659.431	5.456.088	6.199.759	8.200.905	9.420.829	8.423.491
BANSABADELL INVERSION	6.241.036	4.913.158	4.368.779	3.832.638	3.767.394	4.590.453	6.827.362	7.625.453	8.067.891
Panel B: Fondos Globales									
SANTANDER ASSET MGT.	5.218.478	1.724.257	1.968.328	1.970.208	1.084.567	922.455	738.266	822.839	975.793
BBVA GESTION	1.323.487	345.690	185.160	114.072	94.008	116.939	225.363	363.767	207.290
INVERCAIXA GESTION	904.257	597.731	595.975	557.285	463.902	650.815	1.032.946	2.431.154	2.830.063
GESMADRID/BANKIA	276.892	82.635	31.301	96.427	58.452	45.838	74.941	130.722	117.067
BANSABADELL INVERSION	136.210	47.643	41.048	49.493	20.922	20.729	72.978	1.970.601	2.849.772
Panel C: Fondos Internacionales									
SANTANDER ASSET MGT.	2.434.629	1.657.856	2.521.361	2.021.071	2.099.642	2.946.978	5.376.890	10.784.401	11.168.779
BBVA GESTION	2.925.141	1.719.207	2.229.349	1.930.371	1.922.431	2.482.375	4.440.952	11.552.812	14.641.631
INVERCAIXA GESTION	1.530.841	1.451.158	2.405.769	2.043.669	1.655.186	2.382.991	5.662.648	15.370.293	15.915.726
GESMADRID/BANKIA	503.518	248.878	344.225	277.616	249.558	200.006	452.680	1.822.816	2.148.086
BANSABADELL INVERSION	820.822	400.973	547.479	483.514	427.769	564.478	1.576.522	2.638.388	2.418.171

Tabla A1.2 Distribución del número de fondos gestionados por las 5 mayores gestoras

Panel A: Fondos Nacionales	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	141	178	169	187	185	158	177	144	137
BBVA GESTION	149	169	170	167	156	171	175	151	134
INVERCAIXA GESTION	89	100	76	76	87	138	160	161	141
GESMADRID/BANKIA	86	91	91	97	100	92	91	74	59
BANSABADELL INVERSION	48	48	44	52	50	63	67	70	77
Panel B: Fondos Globales	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	70	42	29	28	20	16	13	13	12
BBVA GESTION	23	12	8	8	7	7	6	6	6
INVERCAIXA GESTION	15	17	10	8	7	8	7	10	20
GESMADRID/BANKIA	8	3	2	8	6	4	3	3	3
BANSABADELL INVERSION	11	6	3	5	3	3	3	12	17
Panel C: Fondos Internacionales	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	63	39	26	27	29	32	28	28	28
BBVA GESTION	37	33	28	26	27	26	25	26	31
INVERCAIXA GESTION	68	79	48	44	57	60	55	62	66
GESMADRID/BANKIA	36	28	22	22	21	15	12	10	10
BANSABADELL INVERSION	28	25	23	25	25	27	25	53	70

Tabla A1.3 Distribución de la rentabilidad de los fondos gestionados por las 5 mayores gestoras

Panel A: Fondos Nacionales	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-21,82	-11,66	7,35	-0,83	-17,56	23,18	21,96	9,62	-10,45
BBVA GESTION	-22,08	-10,23	7,02	-1,66	-16,21	22,10	22,97	2,00	-19,10
INVERCAIXA GESTION	-20,31	-9,07	7,62	6,12	-19,36	25,16	28,16	3,62	-21,79
GESMADRID/BANKIA	-20,02	-7,34	4,12	0,70	-17,35	23,04	29,28	4,78	-14,39
BANSABADELL INVERSION	-24,21	-8,41	11,16	1,88	-14,55	25,95	22,52	4,03	-16,69
Panel B: Fondos Globales	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-5,14	-3,19	5,33	-0,12	0,71	8,21	8,34	6,25	-4,68
BBVA GESTION	-6,96	-9,58	6,15	-0,23	4,10	3,44	3,74	-0,13	-5,79
INVERCAIXA GESTION	-6,78	-7,19	9,16	-0,41	0,49	11,33	10,81	13,29	-4,85
GESMADRID/BANKIA	-4,27	-6,89	2,18	-0,43	-4,67	11,38	11,71	7,77	-4,95
BANSABADELL INVERSION	-6,75	-1,00	9,08	1,53	-1,01	-0,49	2,91	-1,24	-4,92
Panel C: Fondos Internacionales (Media)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-23,84	-15,90	18,09	0,76	3,71	15,37	12,24	17,28	-3,15
BBVA GESTION	-25,10	-17,10	19,80	1,00	3,83	17,72	11,71	15,95	-6,18
INVERCAIXA GESTION	-23,82	-14,69	20,65	1,74	5,94	17,19	13,42	21,02	-5,17
GESMADRID/BANKIA	-24,64	-18,96	13,59	-0,64	3,80	21,19	12,77	18,55	-11,31
BANSABADELL INVERSION	-27,77	-12,64	13,91	-0,55	3,52	13,19	7,52	14,47	-3,84

(continua)

Panel D: Renta Variable Europa	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-24,45	-14,96	17,54	1,30	-1,29	19,28	13,75	18,30	-7,44
BBVA GESTION	-28,01	-19,05	25,05	-0,98	-4,13	14,02	11,55	10,25	-11,05
INVERCAIXA GESTION	-26,99	-18,33	20,05	2,90	1,92	21,63	14,24	15,70	-11,80
GESMADRID/BANKIA	-24,40	-16,78	17,75	0,22	-1,29	15,63	15,14	13,04	-17,71
BANSABADELL INVERSION	-28,74	-17,04	18,24	0,58	-1,48	18,48	12,37	9,32	-10,34
Panel E: Renta Variable EEUU	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-23,16	-14,56	24,86	4,37	13,51	14,58	17,73	24,42	-0,51
BBVA GESTION	-18,72	-18,67	22,57	9,19	11,99	16,78	18,02	14,85	-2,61
INVERCAIXA GESTION	-23,20	-16,12	26,21	6,20	15,28	14,53	18,34	21,68	-0,67
GESMADRID/BANKIA	-23,08	-18,32	23,50	4,75	16,00	12,02	14,94	24,47	-2,04
BANSABADELL INVERSION	-25,31	-14,96	22,34	4,95	13,75	14,15	18,36	24,45	-1,54
Panel F: Renta Variable Japón	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-26,26	-13,38	14,94	-2,40	1,16	13,53	2,98	26,42	-4,67
BBVA GESTION	-29,26	-17,47	10,02	-3,96	0,72	25,25	5,08	27,70	-3,61
INVERCAIXA GESTION	-25,20	-10,67	14,19	-4,32	1,62	16,31	5,43	27,68	-2,24
GESMADRID/BANKIA	-29,15	-23,24	0,49	-5,60	-3,40	42,32	10,79	19,95	-12,99
BANSABADELL INVERSION	-33,48	-18,57	15,06	-7,69	-4,07	14,51	-0,64	24,09	-3,47
Panel G: Renta Variable Resto	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	-21,48	-20,71	15,04	-0,22	1,46	14,09	14,52		
BBVA GESTION	-24,42	-13,20	21,56	-0,23	6,74	14,84	12,19	11,00	-7,46
INVERCAIXA GESTION	-19,89	-13,63	22,15	2,18	4,96	16,27	15,69	19,00	-5,99
GESMADRID/BANKIA	-21,91	-17,49	12,62	-1,93	3,90	14,79	10,22	16,75	-12,50
BANSABADELL INVERSION	-23,55			-0,06	5,89	5,63			