



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

## Análisis de la Asignación de Comisiones y de la Implantación de MIFID II

Autor/es

Jorge Viñales Peleato

Director

Laura Andreu Sánchez

Facultad de Economía y Empresa  
2018

**Autor:** Jorge Viñales Peleato

**Director:** Laura Andreu Sánchez

**Título:** Análisis de la Asignación de Comisiones y de la Implantación de MIFID II

**Titulación:** Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO)

**Resumen:**

Este trabajo analiza, en primer lugar, el impacto de la Directiva 2014/65/UE, también llamada MIFID II, en el mercado español de fondos de inversión y, en segundo lugar, analiza las políticas de asignación de comisiones seguidas por los fondos de inversión comercializados en España desde el año 2012 hasta el año 2016. Para ello, se realizará el análisis por vocación inversora con la finalidad de determinar tendencias y singularidades en la evolución de las distintas comisiones. Además, será importante comparar el patrimonio de los fondos de las distintas vocaciones inversoras con la evolución de la asignación de comisiones. También, se relacionará la implantación de MIFID II con la política de asignación de comisiones.

**Palabras clave:**

Fondos de inversión, vocación inversora, comisiones, MIFID II, sociedad gestora, sociedad depositaria, partícipe

**Abstract:**

This paper analyzes, on the one hand, the impact of the 2014/UE directive, also called MIFID II, in the spanish mutual fund market and, in the other hand, analyzes the fees assignment policies of the mutual funds commercialized in Spain since 2012 to 2016. For it, an investment vocation analysis will be done with the purpose of determining the fees evolution trends and singularities. Additionally, the study analyzes the importance of comparing the equity of the mutual funds of the different investment vocation with the fees assignment evolution. Also, the MIFID II implantation will be related with those studied fees assignment policies.

**Key Words:**

Mutual funds, investment vocation, fees, MIFID II, asset management institution, depositary institution, stakeholder

# ÍNDICE

<b>MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS .....</b>	<b>- 5 -</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN A LOS FONDOS DE INVERSIÓN .....</b>	<b>- 6 -</b>
1.1 Concepto de Fondo de Inversión .....	- 6 -
1.2 Aspectos fundamentales en un Fondo de Inversión.....	- 8 -
1.3 Comisiones.....	- 9 -
1.3.1 Tipos de comisiones .....	- 9 -
1.3.2 Marco Normativo de las comisiones .....	- 11 -
<b>2. MIFID II.....</b>	<b>- 14 -</b>
2.1 Motivos de la implantación y consecución de ésta.....	- 15 -
2.2 Objetivos de MIFID II .....	- 17 -
2.3 Impacto de MIFID II.....	- 23 -
<b>3. BASE DE DATOS UTILIZADA.....</b>	<b>- 27 -</b>
<b>4. ANÁLISIS EMPÍRICO .....</b>	<b>- 30 -</b>
4.1 Evolución de la Comisión de Suscripción por Vocación Inversora. ....	- 31 -
4.2 Evolución de la Comisión de Reembolso por Vocación Inversora. ....	- 33 -
4.3 Evolución de la Comisión de Gestión por Vocación Inversora.....	- 35 -
4.4 Evolución de la Comisión de Depósito por Vocación Inversora.....	- 39 -
4.5 Evolución de la Comisión de Descuento a Favor del Fondo por Vocación Inversora .....	- 40 -
<b>5. CONCLUSIONES .....</b>	<b>- 42 -</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>- 43 -</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

**Tabla 1.** Límites generales en las comisiones de fondos de inversión de carácter financiero a lo largo de los años

**Tabla 2.** Supuestos de incentivos permitidos pagados por CaixaBank AM a terceros

**Tabla 3.** Diferencias entre Test de Conveniencia y Test de Idoneidad

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

**Gráfico 1.** Patrimonio de los FI (en miles de euros): 2012-2016

**Gráfico 2.** Número de los FI: 2012-2016

**Gráfico 3.** Patrimonio de los FI por vocación inversora: 2012-2016

**Gráfico 4.** Gráfico 4. Promedio de las comisiones de suscripción por vocación inversora: 2012-2016

**Gráfico 5.** Promedio de las comisiones de reembolso por vocación inversora: 2012-2016

**Gráfico 6.** Promedio mensual de las comisiones de gestión por vocación inversora: 2012-2016

**Gráfico 7.** Disminución de la comisión de gestión por vocación inversora: 2012-2016

**Gráfico 8.** Promedio mensual de las comisiones de depósito por vocación inversora: 2012-2016

**Gráfico 9.** Promedio de las comisiones de descuento a favor del fondo por vocación inversora: 2012-2016

## **MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS**

Los fondos de inversión (FI de ahora en adelante) son unos de los vehículos de inversión que, por crecimiento de patrimonio, cada día son más importantes en España. El inversor busca que el fondo donde invierte su dinero, maximice la rentabilidad con el transcurso del tiempo y que soporte el mínimo riesgo. Pero esto es una gran generalidad, tenemos que ser conscientes de cuál es el perfil de riesgo del inversor, ya que no todas las personas perciben de igual modo el riesgo de una inversión. Los fondos de inversión son una gran alternativa por la versatilidad para invertir en todos los activos financieros del mercado. En la vocación inversora del fondo se indica en que activos financieros se invierte y sus límites en cuanto a la ponderación, por ello y gracias a la diversidad de vocaciones inversoras dentro de los fondos, todos los perfiles de riesgo tienen cabida en los distintos tipos de FI.

Un aspecto fundamental en la elección de un FI es el coste de éste, es por ello que la asignación de comisiones por parte de la sociedad gestora y por la sociedad depositaria adquiere un papel muy trascendente. Por esta razón, he decidido realizar mi TFG enfocado al análisis de la política de asignación de comisiones en los FI para intentar concretar cómo MIFID II ha podido o podría afectar a dicha política. De esta manera, he podido evaluar por vocación inversora el conjunto de comisiones que afectan a los partícipes de los fondos comercializados en España y he podido sacar conclusiones claras sobre la evolución de las comisiones con el fin de justificar dichos cambios.

La motivación que me ha hecho elegir el tema de mi TFG ha sido doble. Por un lado, conocer de manera profunda MIFID II, ya que considero imprescindible informarse sobre la nueva Directiva que va a regular el mercado, no solo de fondos de inversión sino de todo el mercado financiero, además, pienso que de cara a mi trayectoria profesional en el futuro puede aportar un gran valor añadido. Por otro lado, me parece muy interesante conocer el nivel de comisiones que han tenido y tienen las distintas vocaciones inversoras y, sobre todo, indagar en porqué y cómo han evolucionado de la manera que lo han hecho.

# **1. INTRODUCCIÓN A LOS FONDOS DE INVERSIÓN**

## **1.1 Concepto de Fondo de Inversión**

Para empezar a definir un FI, debemos explicar qué es una Institución de Inversión Colectiva (IIC), tal y como cita el artículo 1 de la Ley 35/2003, de 4 noviembre, de IIC, “aquellas que tienen por objeto 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”. A su vez, dependiendo de la actividad a la que tengan acceso y su ejercicio, distinguiremos entre IIC financieras y no financieras. El factor que diferencia a las IIC financieras y las IIC no financieras es que, en el caso de las primeras, invierten en instrumentos y activos financieros, mientras que las IIC no financieras tienen una vocación distinta, por ejemplo, la inversión en bienes inmuebles para su arrendamiento y explotación, hablaríamos entonces de las IIC inmobiliarias.

Después de esta introducción en la clasificación de las IIC, nos centraremos ahora en las IIC financieras. Según sea su forma jurídica, encontramos los Fondos de Inversión (FI) y las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV), nuestro objeto de análisis serán los Fondos de Inversión de carácter financiero.

Para tener una primera idea clara de que es un FI, en el artículo 3 de la Ley 35/2003, de 4 noviembre, de IIC se cita, “son 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”. A partir de ésta definición, vamos a ir identificando y desarrollando los aspectos fundamentales relativos a un FI.

En primer lugar, debemos explicar que quién invierte en un FI puede ser un inversor particular, hablaríamos de una persona física, o un inversor institucional, entre otros casos, otra IIC. Cualquiera que sea la calificación del inversor, recibirá el nombre de partícipe del FI. El partícipe realiza una aportación de capital que se materializa con

una suscripción de participaciones, la cual no tiene por qué ser una cifra entera.<sup>1</sup> El partícipe será propietario del fondo en proporción a la aportación realizada, no obstante, todos los partícipes perciben la misma rentabilidad, independientemente del capital aportado ya que, la rentabilidad, vendrá dada por la revalorización de los activos que componen el fondo desde el momento de la suscripción.<sup>2</sup>

Un FI puede estar compuesto por compartimentos y por clases de participaciones. Los fondos por compartimentos son aquellos en los que existen dos o más “sub-fondos” cada uno de los cuales tendrá su propia política de inversión y régimen de comisiones, siempre y cuando subyagan de un único contrato constitutivo y reglamento de gestión.<sup>3</sup> Por otra parte, dentro de un FI o, dentro de un compartimento de fondo, podemos encontrar distintas clases de participaciones que se diferenciarán generalmente en las comisiones y el capital mínimo de suscripción, normalmente se distingue entre la clase de participaciones destinadas al inversor institucional y la clase de participaciones destinada al inversor particular. Si bien debemos precisar ahora que, si se trata de un fondo con diferentes compartimentos y/o con diferentes clases de participaciones con régimen distinto de comisiones, la rentabilidad del partícipe variará dentro del mismo FI en función del compartimento y de la clase de la participación.

El valor liquidativo es el resultado de dividir el patrimonio del fondo por el número de participaciones en circulación, del mismo modo que, las participaciones son las partes alícuotas en las que se divide el patrimonio del fondo. Por lo tanto, la rentabilidad del fondo se reflejará directamente en el valor liquidativo, puesto que en función de cómo se revaloricen los activos que componen el fondo irá cambiando la rentabilidad y, por lo tanto, el valor liquidativo.

---

<sup>1</sup> El número de participaciones suscritas puede contener cifras decimales, lo que otorga a los fondos de inversión una accesibilidad que no poseen otros activos financieros como las acciones, donde solo se adquieren cifras enteras.

<sup>2</sup> Debemos aclarar que la rentabilidad diferirá entre los partícipes si no coincide la fecha de suscripción, ya que estaríamos hablando de dos valores liquidativos distintos.

<sup>3</sup> Un ejemplo de FI por compartimentos es Renta 4 Multigestion FI, con 11 compartimentos.

## 1.2 Aspectos fundamentales en un Fondo de Inversión

Los fondos de inversión tienen la necesidad de ser administrados y gestionados, de ello se encarga las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC).<sup>4</sup>El objeto de la sociedad gestora es ejercer las facultades de dominio sin ser propietaria del capital del fondo, es decir, tiene el mandato en cuanto a las decisiones de inversión del capital del fondo y, a su vez, solo representa, no posee, dicho capital. La gestora debe informar sobre su política de inversión en el folleto informativo, fundamental y necesario para brindar al inversor el máximo de datos posibles y elaborado para que el participe sea plenamente consciente de la vocación inversora y el resto de las características del fondo.

También, debemos hablar del papel del Depositario, ésta es la entidad que se encargan tanto del depósito o custodia de los activos objeto de las inversiones del FI, como de la vigilancia y control de la sociedad gestora. El depositario debe actuar de forma independiente a la sociedad gestora, de modo que asegure el único interés del participe. Uno de los cometidos más importantes es liquidar, por cuenta de los fondos, los reembolsos de participaciones y adeudar el importe neto a la cuenta del fondo. A este fin, es imprescindible supervisar los criterios y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo.<sup>5</sup>

Desde el punto de vista del inversor, debemos tener varios aspectos en cuenta. Las variables que influyen en la toma de decisiones de toda inversión son la rentabilidad, el riesgo, y la liquidez. A mayor rentabilidad esperada, a priori, mayor debería de ser el riesgo y, en cuanto a la liquidez, es importante en tanto en cuanto debemos valorar la facilidad de conversión en efectivo del activo, sin una pérdida significativa del valor de éste. Será imprescindible también, conocernos a nosotros mismos, es decir, conocer nuestro perfil como inversores, conocer nuestro perfil de riesgo y nuestro horizonte temporal para enfocar la posible inversión.

---

<sup>4</sup> El concepto de Sociedad Gestora de IIC se recoge en el artículo 40 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC (modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre) y se desarrolla en el Real Decreto 1082/2012, de 13 de Julio.

<sup>5</sup> El concepto y las obligaciones del Depositario de IIC se recogen en el artículo 57 y artículo 60, respectivamente, de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC (modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre) y se desarrolla en el Real Decreto 1082/2012, de 13 de Julio.



Anteriormente, hemos citado las variables que influyen en toda inversión, pero desde un punto de vista genérico. Ahora bien, en un primer análisis de un FI, deberemos valorar no solo la consistencia en rentabilidades pasadas y su volatilidad, también su vocación inversora y, todavía más importante, el “Asset Allocation”. Se conoce como “Asset Allocation” a la distribución de activos en una cartera de inversión, es decir, la ponderación asignada a los principales tipos de activos como son renta variable, renta fija y liquidez. En definitiva, además de saberla naturaleza del fondo y en qué activos invierte, interesa conocer cómo es gestionado por la sociedad gestora y cuál es su filosofía de inversión. Por supuesto que otro elemento diferenciador es el coste, nos referimos al total de comisiones que soporta el partícipe.

### **1.3 Comisiones**

Una comisión, en su definición más primaria, es la cantidad de dinero que se carga por realizar algún tipo de servicio, en este caso financiero, y que corresponde a un porcentaje sobre el importe de la operación. A efectos de un FI, tanto la sociedad gestora como el depositario, tienen el derecho a cobrar comisiones que serán cargadas a los partícipes del fondo y que deberán reflejarse en el folleto informativo.

#### **1.3.1 Tipos de comisiones**

Las comisiones que se le pueden cargar a el partícipe de un fondo y que de una u otra forma suponen un gasto para éste, se pueden clasificar en:

- **Comisión de suscripción:** Consiste en la comisión que puede cobrar la gestora por la suscripción de participaciones que realiza el partícipe. Aunque menos habitual, esta comisión se puede establecer a favor del propio fondo, es decir, en este caso el beneficiario no sería la gestora sino el resto de los partícipes puesto que el importe de la comisión pasa a formar parte del total del patrimonio gestionado. Se calcula como un porcentaje del capital suscrito y reduce el capital invertido. Es una comisión explícita, ya que se carga al partícipe en el momento en el que se realiza la suscripción o, dicho de otro modo, se deduce del capital aportado.
- **Comisión de gestión:** Es la comisión que puede cobrar únicamente la sociedad gestora. El objeto de esta comisión es remunerar el servicio de gestión profesional del patrimonio del fondo y la toma de decisiones de inversión por parte de la

sociedad gestora. Existen tres modalidades de cargo de ésta comisión, la primera consiste en calcularla como un porcentaje del patrimonio perteneciente al partícipe, la segunda consiste en calcularla como un porcentaje sobre los rendimientos generados (el método de imputación de esta comisión se explicará en el apartado 2.2) y, la última modalidad, que básicamente es un sistema en el que encontramos ambas variables a la vez. Es una comisión implícita porque ya está deducida del valor liquidativo del fondo, ésta comisión se carga directamente al FI. El partícipe, en todo momento, va a visualizar el valor liquidativo neto de ésta comisión.

- **Comisión de depósito:** La comisión que puede cobrar la entidad depositaria. Se cobra por el servicio de custodia de los activos en los que invierte el fondo. Es el resultado de aplicar un porcentaje al patrimonio perteneciente al partícipe. Se trata de una comisión implícita puesto que ya está deducida del valor liquidativo, se carga directamente al FI. Al igual que la comisión de gestión, el partícipe siempre va a visualizar el valor liquidativo neto de esta comisión.
- **Comisión de reembolso:** Comisión que puede cobrar la gestora al partícipe por liquidar la inversión en el fondo o, dicho de otra forma, por ejecutar la decisión de retirada del capital aportado al fondo. Al igual que en la comisión de suscripción, esta comisión también se puede establecer a favor del propio fondo, quedando el resto de partícipes como beneficiarios de la comisión ya que incrementaría el patrimonio del fondo. Se calcula como un porcentaje del capital reembolsado. Es una comisión explícita porque se carga al partícipe en el momento en que este realiza el reembolso, dicha comisión se deduce del capital reembolsado.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos, pone de manifiesto que existen gastos que son cargados a los partícipes y que no son calificados como comisiones. Por ello, informa de la existencia de un indicador que hace referencia a los gastos corrientes como media de los gastos totales soportados por el fondo, se denomina TER (Total Expense Ratio) y lo componen gastos como las comisiones de gestión y depósito, gastos de administración, gastos de auditoría, otro gasto de servicios exteriores y otros gastos de explotación. No forman parte del TER los gastos de corretaje y divisas, los gastos de transacción y los

gastos de análisis. Este dato aparece en el folleto informativo del fondo y es muy ilustrativo porque cuanto menor sea este porcentaje, mayor será el beneficio que percibirán los partícipes en caso de rentabilidades positivas o menor será la pérdida en caso de rentabilidades negativas.

### **1.3.2 Marco Normativo de las comisiones**

Una vez que hemos clasificado las clases de comisiones, para mostrar el marco normativo que regula la asignación de comisiones en los FI, es necesario recurrir al artículo 5 del 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 (modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre). A continuación, procedemos a analizar dicho artículo para poder identificar, a lo largo de todo el apartado, los aspectos más relevantes del marco normativo.

Una vez más, nos referimos al folleto como fuente de información del FI en el que se deberá recoger la forma de cálculo de las comisiones, el límite máximo de las comisiones referidas, las comisiones que efectivamente vayan a aplicarse, y la entidad beneficiaria de su cobro. También, el folleto deberá recoger si la sociedad gestora se reserva el derecho de devolución de comisiones cobradas a los partícipes y el criterio con el que se realizaran.

En cuanto a las comisiones de gestión y depósito de las diferentes clases de un fondo, se podrán aplicar distintas comisiones a las distintas clases de participaciones emitidas, siempre y cuando, dichas comisiones sean las mismas en todas las participaciones de la misma clase. En relación a las comisiones de suscripción y reembolso de las participaciones de una misma clase, solo podrán distinguirse por condiciones objetivas y no discriminatorias. En cualquier caso, las diferentes comisiones, para distintas clases de participaciones, deberán recogerse en el folleto.

Existe un imperativo legal por la ya citada Ley 35/2003, de 4 de noviembre, desarrollada por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, donde se fija, con carácter general, un límite máximo en las comisiones de los FI de carácter financiero.

En cuanto a la comisión de gestión, si se calcula sobre el patrimonio, no podrá exceder del 2,25% de éste. Por otra parte, si se calcula sobre el resultado, no podrá exceder

del 18% de éste. Si se decide por combinar ambas comisiones, la comisión sobre el patrimonio no podrá exceder del 1,35% y la de resultados del 9%. Por otra parte, ni las comisiones de suscripción y reembolso, ni los descuentos a favor del fondo que se practiquen en las suscripciones y reembolsos, ni la suma de ambos, podrán superar al 5% del valor liquidativo de las participaciones. Por último, la comisión del depositario no podrá exceder del dos por 1.000 anual del patrimonio. El límite en éstas comisiones se calcula en términos anuales. Todos los límites de las diferentes comisiones quedan recogidos en la Tabla 1.

Si existiese comisión por resultados, se deberá articular un sistema que evite la doble imposición de esta comisión cuando el valor liquidativo de sus participaciones sea inferior a un valor previamente alcanzado por el fondo y por el que ya haya soportado comisiones. No solo eso, la sociedad gestora deberá elegir entre dos sistemas de imputación:

- El primero se basa en imputar la comisión de resultados de forma genérica y hacerlo solo en aquellos ejercicios en los que el valor liquidativo supere a otro previamente alcanzado en ejercicios donde ya se imputará esta comisión, el valor liquidativo máximo alcanzado, también llamado “marca de agua”, se mantendrá durante al menos 3 años. Para ilustrar este primer sistema de imputación, vamos a simular un supuesto de variación en el valor liquidativo de un fondo que aplica comisión por resultados, dicha comisión suponemos sea del 10% y el valor liquidativo en año 0 es de 50€, pasado un año el valor liquidativo es de 55€ por lo que se cargara una comisión por resultados de 0,5€, ello conlleva que nuestra “marca de agua” sea 55€. Pasado un año, en año 2, el valor liquidativo pasa a ser de 53€ y al no superar la “marca de agua” no pagaremos comisión por resultados, pero, en pocos meses el valor liquidativo asciende a 65€ en año 2,5, entonces se nos cargara una comisión de 1€ (10€ de beneficio desde la “marca de agua” x 10% de comisión). Para acabar, al finalizar el año 3 habrán transcurrido los 3 años mínimos que indica la ley para mantener la “marca de agua”, establecida en nuestro ejemplo en 65€, si suponemos que el valor liquidativo al finalizar el año 3 es de 60€, la gestora podrá cargarnos la comisión por resultados cuando el valor liquidativo supere los 60€ y no los 65€ porque la “marca de agua” se habrá “reseteado” y, por ello, podrán cargarnos dos veces la comisión de resultados para valores liquidativos entre 60€ y 65€.

- El segundo sistema se basa en imputar la comisión de resultados a cada partícipe de manera individual en función de los rendimientos de su inversión. Además, en el folleto y en los informes se deberá advertir que el valor liquidativo del fondo, no recoge el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados. En este caso, si cogemos el mismo supuesto utilizado para explicar el sistema anterior, no habría lugar a dudas, el partícipe pagaría 1,5€ porque se le cargaría, de manera individual, únicamente la comisión por resultados a sus rendimientos obtenidos y ningún caso se le podría cargar dos veces dicha comisión.

Existe una singularidad en cuanto a la comisión del depositario, previa autorización de la CNMV, dicha comisión podrá ser superior a los límites establecidos cuando se trate de depositarios que hayan de cumplir principalmente sus funciones en el extranjero. Además, los depositarios podrán percibir de los fondos comisiones por la liquidación de operaciones, siempre que respeten las normas generales que regulan las tarifas<sup>6</sup>, en otras palabras, la depositaria puede cargar comisiones en función del volumen de operaciones liquidadas siempre y cuando no supere el límite establecido.

Resulta interesante mostrar como han evolucionado los límites de las diferentes comisiones a lo largo del tiempo y, de este modo, analizar la tendencia que ha tenido el marco normativo en la asignación de dichos límites.

En la Tabla 1. podemos observar como se establecieron los límites para los distintos tipos de comisiones en el Real Decreto 1346/1985 y que permanecen invariables en el Real Decreto 1393/1990, los cuales aprobaron el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Sin duda, la tendencia indica que la asignación de límites legales es más restrictiva en estos momentos. Especificando, vemos como los límites de todas las tipologías de la comisión de gestión han descendido en un 10%, por el contrario, el total del límite a las comisiones de suscripción y reembolso ha permanecido invariable. El límite de la comisión del depósito es el que mayor descenso ha tenido, de un 0,4% a un 0,2%, lo que supone un 50% menos.

---

<sup>6</sup> Apartado 5. del artículo 5 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

*Tabla 1. Límites generales en las comisiones de fondos de inversión de carácter financiero a lo largo de los años*

COMISIÓN		LIMITE MÁXIMO	
		Periodo: 1984-2003	Periodo: 2003-Actualidad
Comisión de gestión	Sobre patrimonio	2,5% del patrimonio	2,25% del patrimonio
	Sobre resultados	20% de los resultados	18% de los resultados
	Sobre patrimonio y resultados	1,5% del patrimonio y 10% de los resultados	1,35% del patrimonio y 9% de los resultados
Comisión de suscripción y reembolso. Descuentos a favor del fondo. Total de estas comisiones y descuentos		5% del valor liquidativo de las participaciones	5% del valor liquidativo de las participaciones
Comisión del depósito		0,4% del patrimonio	0,2% del patrimonio

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los Reales Decretos 1346/1985, 1393/1990 y 1082/2012*

Po último, debemos aclarar que los límites a las comisiones de la Tabla 1. tienen vigencia en el tiempo de aplicación de la ya citada Ley 46/1984, con una excepción, el limite de la comisión del depósito se modifica al actual 0,2% en el Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero. Por ello, podemos decir que, con la excepción del limite a la comisión del depósito, los limites a las comisiones de la Tabla 1. tienen vigencia desde 1984 hasta 2003, momento en el que comienza la aplicación de la Ley 35/2003.

## 2. MIFID II

MIFID II, de las siglas “Markets In Financial Instruments Directive”, es la Directiva que junto al Reglamento MIFIR, de las siglas “Markets In Financial Instruments Regulations”, conforman el nuevo marco normativo europeo sobre mercados e instrumentos financieros aplicado desde el 3 de enero de 2018.

## **2.1 Motivos de la implantación y consecución de ésta.**

Con el fin de poner en contexto la situación del mercado previa a MIFID II, en este apartado se exponen los motivos de la implantación de la Directiva, así como la materialización normativa de ésta.

En primer lugar, el mercado minorista ha crecido en los últimos años al aumentar el número de inversores que participan en los mercados financieros,<sup>7</sup> además, los inversores minoristas encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos financieros. Esto significa que el mercado utilizado por el inversor particular se ha expandido hacia la oferta de instrumentos financieros que podrían no ser aconsejables para ellos, dicho de otro modo, el inversor particular podría ser más vulnerable a la mala praxis por la complejidad a la hora de entender los activos. Esta evolución de los productos financieros debe ir acompañada de la ampliación del marco jurídico de la Unión Europea, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, es necesario alcanzar el grado de armonización necesario, dentro de la Unión Europea, para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de servicios de inversión<sup>8</sup> presten servicios en toda la Unión Europea, ya que se trata de un mercado interior, tomando como base la supervisión del país de origen.

Otro motivo que justifica la implantación de un nuevo marco regulatorio vendría en relación a la crisis financiera sufrida en la última década. El periodo de crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha hecho visible la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles. La

---

<sup>7</sup>El peso de las IIC de entre el total de los activos financieros en los hogares españoles en 2012 fue del 6,6%, mientras que en 2017 ha sido del 14,8%. Es decir, existe un aumento del 124,4% de la ponderación de las IIC dentro de los activos financieros elegidos por los hogares españoles desde 2012 hasta 2017. Dato sacado del “ANEXO 1.3. AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS”, perteneciente al informe 2017 y perspectivas 2018 de “Las Instituciones de Inversión Colectiva y Los Fondos de Pensiones”, publicado el 13 de febrero por INVERCO.

<sup>8</sup>La CNMV distingue entre Sociedades y Agencias de Valores, éstas se diferencian en que las primeras pueden operar tanto por cuenta propia como por cuenta ajena y las segundas únicamente por cuenta ajena, Sociedades Gestoras de Carteras, las cuales pueden prestar servicio de gestión discrecional e individualizado de carteras y asesoramiento en materia de inversión, Empresas de Asesoramiento Financiero, las cuales únicamente pueden asesorar en materia de inversión, y Entidades de Crédito que prestan servicios de inversión, las cuales pueden realizar todos los servicios de inversión.

nueva reforma regulatoria tiene el objetivo de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos y, con todo ello, poder remediar los fallos desvelados por la crisis financiera.

En relación con las entidades financieras, los organismos reguladores a nivel internacional concuerdan al pensar que los puntos débiles que presenta el gobierno corporativo de una serie de entidades financieras, entre ellos la ausencia en los mismos de unos controles internos y contrapesos efectivos, han sido uno de los factores que han propiciado la crisis financiera. Otro hecho relevante fue la excesiva e imprudente asunción de riesgos que pudo desembocar en la quiebra de dichas entidades financieras y en la aparición de problemas sistémicos tanto en los Estados miembros como a nivel mundial.

Otro factor a valorar es la conducta incorrecta por parte de los proveedores de servicios financieros a los clientes, ya que puede dar lugar a perjuicios para el inversor y a su pérdida de confianza. Para luchar contra los posibles efectos perjudiciales de estos puntos débiles relativos al gobierno corporativo, el ya mencionado caso de las entidades financieras y el de los proveedores de servicios de inversión, deben regularse principios y normas que se apliquen en función de la naturaleza, escala y complejidad de las empresas de servicios de inversión.

Tanto el Consejo Europeo de 18 y 19 de junio de 2009 como el Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera de la UE<sup>9</sup>, pusieron de manifiesto que la Unión Europea debía elaborar un conjunto de disposiciones financieras más armonizado y que, dicho conjunto, estableciese un código normativo único aplicable a todas las entidades financieras del mercado interior.

Finalmente, todos los motivos desarrollados que justifican la implantación de un nuevo marco jurídico regulatorio de los mercados de instrumentos financieros, culmina

---

<sup>9</sup>Grupo de profesionales presidido por Jacques de Larosière que bajo mandato de la Comisión Europea prestó asesoramiento, de manera extraordinaria y puntual, sobre el futuro de la legislación y la supervisión comunitarias en materia financiera, publicando el trabajo el 25 de febrero de 2009



con la Directiva 2014/65/UE<sup>10</sup> y con el Reglamento UE 600/2014<sup>11</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo. Ambos instrumentos jurídicos, la Directiva y el Reglamento, formarán el marco legislativo que regulará los requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, los mercados regulados, los proveedores de servicios de suministro de datos y las empresas de terceros países que prestan servicios o realizan actividades de inversión en la Unión.

Los Estados miembros debían aplicar las medidas de transposición de la Directiva 2014/65/UE a partir del 3 de enero de 2017. No obstante, tanto las autoridades nacionales competentes como las empresas de servicios de inversión, no estaban en condiciones de garantizar que las necesarias infraestructuras de recopilación de datos se hubiesen creado y hubiesen podido entrar en funcionamiento para esa fecha. Por ello, se aplicó el 23 de junio de 2016 la Directiva (UE) 2016/1034<sup>12</sup> para que, debido a las circunstancias excepcionales, se pudiera completar la implantación operativa, quedando aplazada doce meses, hasta el 3 de enero de 2018, la fecha límite para la aplicación, por parte de los Estados miembros, de las medidas de transposición de la Directiva 2014/65/UE. Aunque hasta ahora no se ha traspuesto la Directiva a la legislación española, la CNMV considera que la nueva norma está plenamente vigente.

La Directiva persigue armonizar las disposiciones, de los distintos Estados miembros, que rigen la autorización de la actividad, la adquisición de participaciones cualificadas, el ejercicio de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios, las condiciones operativas según las cuales las empresas de servicios de inversión han de garantizar la protección del inversor, las competencias de las autoridades de supervisión de los Estados miembro de origen y acogida, y el régimen sancionador.

## **2.2 Objetivos de MIFID II**

El nuevo marco normativo, formado por MIFID II y por MIFIR, va a perseguir, en última instancia, mejorar la protección del inversor e introducir mayor transparencia en el mercado. Al fin y al cabo, el inversor es el integrante del mercado financiero que,

---

<sup>10</sup>Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

<sup>11</sup>Reglamento (UE) no 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012.

<sup>12</sup>Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

en última instancia, sufre las consecuencias más severas de una mala praxis de la industria. A continuación, se muestran las distintas vías que toma MIFID II para alcanzar los objetivos finales de incremento de la protección del inversor y aumento de transparencia:

- Regulación del asesoramiento en la comercialización y sus incentivos:** La nueva regulación implica una reforma en materia de asesoramiento y comercialización, la prohibición de las retrocesiones en asesores independientes y gestores de carteras. La retrocesión es el porcentaje de una comisión que se destina a un tercero por realizar un servicio de distribución o comercialización, por tanto, centrándonos en los fondos de inversión, dicha comisión es compartida por la sociedad gestora y la entidad que comercializa el fondo o la plataforma de distribución.

*Tabla 2. Supuestos de incentivos permitidos pagados por CaixaBank AM a terceros*

DESCRIPCIÓN	DESTINATARIO	PRODUCTO	IMPORTE
Comercialización del servicio de gestión discrecional de carteras	CaixaBank	Carteras de Fondos	Hasta el 0,65% del valor efectivo promedio de la cartera
		Carteras Globales (“Multiproducto”)	50% de la comisión gestión 50% de la comisión sobre resultados y/o éxito

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CAIXABANK AM*

En la Tabla 2. se muestra la política de incentivos llevada a cabo por la sociedad gestora CaixaBank AM, vemos que la sociedad que recibe la retrocesión es CaixaBank, es decir, la sociedad gestora utiliza su banco matriz para comercializar sus fondos y, por ejemplo, se observa como con la suscripción de Carteras Globales (“Multiproducto”), comparten al 50% tanto la comisión de gestión como la comisión por resultados del fondo, dicho de otro modo, CaixaBank AM cede el 50% de los ingresos por dichas comisiones al banco del mismo grupo por ejercer la comercialización del producto.

La prohibición de incentivos busca que, éstos participes del mercado, ofrezcan sus servicios obedeciendo únicamente a cuestiones puramente técnicas y que satisfagan las necesidades del cliente, que no obedezcan a cuestiones de generación de resultados por parte de la sociedad porque ésta tenga un contrato de incentivos por la venta de activos financieros de otra sociedad.

Además, la nueva directiva obliga a perfilar al cliente, esto significa que se deberá evaluar la conveniencia e idoneidad<sup>13</sup> de los productos y que solo se podrán ofrecer aquellos que, en función del resultado del test de conveniencia e idoneidad, sean adecuados para el cliente, absteniéndose de ofrecer los no idóneos. El cliente debe ser plenamente conocedor de los riesgos inherentes del producto o la inversión, por ello el asesor deberá advertir de los riesgos de una forma clara y sencilla para que el cliente lo entienda. Obsérvese las características y diferencias de los test de conveniencia e idoneidad en la Tabla 3.

*Tabla 3. Diferencias entre Test de Conveniencia y Test de Idoneidad*

	<b>PRODUCTOS Y SERVICIOS SUJETOS</b>	<b>CONTENIDO DEL TEST</b>	<b>RESULTADO DEL TEST</b>
<b>TEST DE CONVENIENCIA</b>	<p>Productos complejos como derivados, productos estructurados, deuda subordinada, preferentes, etc...</p> <p>Productos no complejos contratados bajo iniciativa de la entidad.</p>	<p>Conocimientos financieros del cliente.</p> <p>Experiencia inversora del cliente.</p>	<p>-Productos convenientes para el cliente.</p> <p>-Productos no convenientes para el cliente.</p>
<b>TEST DE IDONEIDAD</b>	<p>Asesoramiento en materia de inversión.</p> <p>Gestión de carteras.</p>	<p>Objetivos de inversión del cliente.</p> <p>Situación financiera del cliente.</p> <p>Conocimiento y experiencia financiera del cliente.</p>	<p>Perfil de riesgo del cliente:</p> <p>-Conservador.</p> <p>-Moderado.</p> <p>-Arriesgado.</p>

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Real Decreto Legislativo 4/2015.*

<sup>13</sup>Artículo 213 y 214 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

- **Información al cliente:** Por un lado y, ligado con el punto anterior, MIFID II reniega del paradigma del mercado eficiente según el cual el inversor que recibe suficiente información es capaz de superar la asimetría informativa que le fuese ofrecida por una sociedad de servicios financieros, ya que jamás un inversor minorista podrá analizar los riesgos de los productos más complejos y decidir con conocimiento de causa, por mucha información que reciba.

Por el otro lado, se deberá entregar información al cliente con un alto grado de transparencia, incluyendo las comisiones que soporta por la sociedad de servicios financieros. De esta forma el cliente conocerá en todo momento, de forma desglosada y detallada, los servicios prestados y la retribución que le aplican por ello.

- **Formación de profesionales:** las personas físicas que ofrezcan información o presten asesoramiento financiero deben contar con la formación adecuada.<sup>14</sup>Llegados a este punto, es necesario que diferenciamos el servicio de asesoramiento del servicio de comercialización, en el artículo 140 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, se cita, “El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en esta letra, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial.” Podemos hablar, entonces, de que el elemento diferenciador entre servicio de asesoramiento y servicio de comercialización es que, en el primer caso existen recomendaciones personalizadas al cliente y, en el caso de la comercialización, solo existe una recomendación genérica o no personalizada.

Los profesionales de las empresas de servicios de inversión deben comprender las características de los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan a los

---

<sup>14</sup>La CNMV recoge los criterios en la “Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora”, publicado el 27 de junio de 4/2017.

clientes, por ello, los Estados miembros han de exigir a dichas empresas que demuestren a las autoridades competentes que las personas que dan información o asesoran a clientes disponen de los conocimientos y competencias necesarios para cumplir sus obligaciones. A partir de ahí, ESMA (“European Security and Markets Authority”), la autoridad encargada de salvaguardar el sistema financiero de la Unión Europea, publicó el 22 de marzo de 2016 unas “Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora”. España, como Estado miembro, traslada las competencias a la CNMV para que ésta desarrolle una selección de títulos asociados a distintas organizaciones y universidades que han acreditado el cumplimiento de los requisitos acordes a lo que establece MIFID II<sup>15</sup>. En definitiva, MIFID II consigue que el personal que preste servicios de asesoramiento o servicios de comercialización, disponga de los conocimientos y competencias necesarios.

- **Regulación de mercado:** MIFID II limita la negociación en mercados no regulados o mercados OTC (“Over The Counter”), para que determinados instrumentos financieros pasen a negociarse en mercados más regulados. Se busca, de este modo, la canalización de la negociación realizada al margen de entornos regulados hacia mercados regulados.

Otro de los objetivos es mejorar la transparencia pre y post negociación. En la pre-negociación se deberán hacer públicas las cotizaciones de oferta y demanda, así como la profundidad de las posiciones. Mientras que en la post-negociación se deberán hacer públicos el precio, volumen y la hora de ejecución de las operaciones realizadas, según se vayan ejecutando tan pronto como técnicamente sea posible.

Podríamos decir que MIFID II también nace en respuesta al avance tecnológico en el mercado que ha venido de la mano de la negociación algorítmica y la negociación algorítmica de alta frecuencia, como es necesario que esta actividad se regule, para ello, establece determinados controles a centros de negociación y empresas de servicios de inversión para proteger la integridad, transparencia y calidad del mercado.

---

<sup>15</sup> La CNMV recoge el “Listado de títulos y certificados que cumplen con las exigencias del apartado 8º de la Guía Técnica 4/2017”, en su versión electrónica.

- **Regulación del producto:** En línea con los objetivos globales de protección al inversor minorista y de aumento de transparencia, la directiva mejora la regulación de algunos productos financieros complejos como los derivados, MIFID II regula especialmente los derivados sobre materias primas para evitar la excesiva volatilidad en sus respectivos precios, ya que esto afectaría a la economía real. Por ello, el volumen de la posición neta que puede mantener una persona en derivados sobre materias primas negociados en un centro de negociación o en mercados OTC, se someterá a un límite establecido y aplicado por la autoridad competente, en nuestro caso la CNMV, de conformidad con la metodología de cálculo aprobada por ESMA.<sup>16</sup> Las empresas de servicios de inversión o los organismos rectores de los centros de negociación en los que se negocien derivados sobre materias primas, deberán informar diariamente a la autoridad competente de las posiciones mantenidas por miembros, participantes o por sus clientes.

En materia de clasificación de producto, MIFID II pretende identificar e informar del tipo de producto de inversión que se va a contratar, por ello, se clasifican los productos en no complejos y complejos. Los productos no complejos son aquellos que se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público y que, en general, siempre es fácil conocer su valor en cualquier momento y hacerlos efectivos, aquellos en los que el inversor no puede perder un importe superior a lo que invirtió inicialmente, también aquellos en los que existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista, sobre las características del producto y aquellos que no son productos derivados. Ejemplos de productos no complejos son las acciones cotizadas en mercados regulados, las Letras del Tesoro, los bonos y obligaciones del Estado, los pagarés, los bonos y obligaciones simples emitidas por administraciones públicas o fondos de titulación, los fondos de inversión tradicionales, etc. Todos los productos de inversión que no cumplan alguna de las características anteriores, recibirán la denominación de complejos y son los derivados, futuros, opciones, swaps, warrants, contratos por diferencias (CFD), fondos de inversión libre (“Hedge Funds”), fondos de fondos de inversión libre, bonos, notas, depósitos o cualquier producto estructurado que incluya derivados o apalancamiento, etc. En las

---

<sup>16</sup>Véase el método que deben aplicar las autoridades competentes en el Capítulo III del Reglamento Delegado (UE) 2017/591 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2016.

situaciones en las que se vaya a contratar un producto complejo, se advertirá de ello y de la posibilidad de ser un producto no adecuado para el inversor.

Otro aspecto importante, en materia de producto, es la obligación de establecer, desde la fase de diseño y creación de un producto, el mercado al que se dirige y la estrategia de distribución, es decir, se busca definir el producto desde el nacimiento de este.

### **2.3 Impacto de MIFID II**

Antes de empezar con los impactos o consecuencias de MIFID II, debemos poner en contexto la situación del sector financiero europeo hasta ahora, más en concreto el sector financiero español. Desde el punto de vista de la inversión en fondos de inversión, según el artículo del Confidencial “Cuidado con lo que compras: solo el 5% del dinero invertido en fondos va a los mejores”, publicado el 20 de enero de 2018, se cita, “Según la patronal, Inverco, la banca concentra el 90% de las ventas de fondos.”, dato de 2017, podemos decir que en España existe un modelo de inversión profundamente bancarizado, donde el inversor particular suele optar por un instrumento financiero creado y/o comercializado por la banca.

Ahora bien, no solo tenemos que hablar de la ya mencionada preferencia del inversor particular por productos bancarios, también tenemos que remarcar el modelo de incentivos o retrocesiones en el que han basado su negocio muchas empresas de servicios de inversión y personas físicas dedicadas al asesoramiento a la gestión. Centrándonos ahora en el mercado de fondos de inversión, este modelo consiste en que, sin conocimiento del cliente, la empresa o la persona física que prestaba servicios de inversión cobraba parte de las comisiones que establece la sociedad gestora por realizar el trabajo comercial o de distribución del fondo. Cuanto menos, con este sistema cabe la duda de si realmente la empresa o persona física de servicios de inversión prestaba un servicio correcto y profesional, o en caso contrario, distribuía fondos de inversión por el mero hecho de beneficiarse de la retrocesión.

También, debemos hacer referencia a la amplísima red comercial que poseen sobre todo los bancos y según qué sociedad gestora a la hora de distribuir los fondos, esto amplifica el efecto en el modelo de incentivos explicado. Éste modelo de incentivos se materializa, fundamentalmente, en una red comercial basada en agentes financieros y sucursales bancarias, pero también EAFIs (Empresas de Asesoramiento Financiero),

plataformas de contratación y demás empresas de servicios de inversión. Debemos aclarar que un agente financiero es la persona física o jurídica que realiza la promoción y comercialización de los servicios de inversión y servicios auxiliares, así como el asesoramiento sobre los instrumentos financieros y los servicios de inversión que la empresa de servicio de inversión ofrece. A diferencia de una EAFI, los agentes financieros están supeditados a otra entidad, por lo que no prestan un servicio independiente, sino que asesoran y/o comercializan los productos y servicios de dicha entidad para la que trabajan. Además, una EAFI solo puede prestar el servicio de asesoramiento, en ningún caso puede comercializar productos, es por eso por lo que la EAFI cobra por el asesoramiento y no por la comercialización o venta de productos, como en el caso de los agentes financieros. Dicho esto, nos podemos cuestionar si la EAFI, que no puede comercializar como ya hemos explicado, pero si recibe retrocesiones de una sociedad gestora por la suscripción de sus fondos, es realmente independiente.

Para ilustrar el grado en el que los incentivos estaban implantados, alrededor del 64% de los ingresos por comisiones de la sociedad gestora, dato del 2016, se destinaban a pagar a la red comercial, es decir, se destinaban a retrocesiones.<sup>17</sup>

Una vez explicado el contexto del modelo seguido hasta ahora, vamos a exponer el impacto que ha sufrido la industria por la implantación de MIFID II. A continuación, presentamos las áreas y aspectos afectados:

- **Asesoramiento:**

Recordamos que la nueva regulación prohíbe el cobro de retrocesiones en caso de gestión de carteras y asesoramiento independiente, por ello la empresa de servicios de inversión que asesore deberá calificarse como independiente o no independiente. Esto afecta

Las empresas que asesoren deberán acreditar que ofrecen una gama amplia de productos, deberán realizar una calificación del cliente para asegurar que se le ofrece un asesoramiento preciso, deberán desglosar de forma explícita todos los gastos que carga al cliente derivados de sus servicios y deberán reportar la información correspondiente tanto

---

<sup>17</sup> Artículo “La gran banca se prepara para vender fondos de terceros en sus oficinas de forma masiva” de CINCODÍAS, publicado el 8 de agosto de 2017.



con el cliente como con el regulador encargado de la supervisión, en el caso de España la CNMV.

Todas estas nuevas incorporaciones en las empresas de asesoramiento tienen dos claras consecuencias, la primera es el gasto que van a tener que realizar en tecnología, para introducir el nuevo proceso de asesoramiento en su operativa, en formación y para reportar información, la segunda tiene que ver con la relación que mantienen con el cliente, ya que éste va a ser plenamente conocedor de los gastos que se le cargan y esto puede significar una pérdida de clientes porque hasta ahora podría parecer que se realizaban servicios gratuitos en según qué entidades.

Lo realmente interesante es el cambio de modelo que supone la nueva normativa, ya que se ha de justificar el asesoramiento y se ha de informar con transparencia de los costes. El impacto va suponerla apertura de una brecha entre las empresas de servicios de inversión que ya se dedicaban al asesoramiento y las entidades financieras cuya actividad consistía en disfrazar la comercialización en asesoramiento, éstas entidades deben cambiar su relación con el cliente para transformar las campañas de colocación de productos en asesoramiento personalizado.

- **Formación:**

Otro de los impactos importantes es la formación que han debido adquirir el personal de las entidades financieras. El personal debe certificar que posee los conocimientos financieros suficientes para desempeñar su labor dentro de la entidad. La nueva directiva califica como personal relevante a la persona que da información o asesora a clientes o potenciales clientes, considerándose también como personal que asesora el que atiende a clientes con contratos de gestión discrecional de cartera, también incluye a los agentes financieros. La normativa marca unos conocimientos y competencias mínimos y necesarios para cada servicio prestado por el personal, de tal forma que al personal que únicamente ofrezca información se le exigirán menos horas de formación, en este caso 80 horas, que al personal que ofrece un servicio de asesoramiento, serían 150 horas, aunque la Directiva deja libertad a la entidad financiera para asignar el mínimo de horas bajo la responsabilidad del órgano de administración.

Podríamos decir que, en términos generales, las entidades financieras de tamaño muy relevante exigirán a su personal que demuestren su cualificación con un control

interno, una prueba que certifica los conocimientos necesarios y que es realizada por la misma entidad financiera pero que no es válida fuera de dicha entidad, mientras que las entidades financieras más pequeñas en tamaño, exigirán que su personal obtenga la certificación a través de un título externo aprobado por la institución supervisora. Dicho esto, la consecuencia de esta regulación en materia de formación es la reconversión del mercado laboral, ahora al exigirse el certificado que acredite la cualificación del profesional, muchas de las personas que formaban parte del personal de las entidades financieras pueden perder su puesto de trabajo o ser relegados a otro si no se certifican, y por consiguiente, se dificulta la entrada al sector de nuevos profesionales si tampoco adquieren la certificación.

- **Cambio transversal del modelo:**

La obligación de informar de todos los gastos al inversor y, nos referimos ahora a las gestoras de fondos, es un hecho que indudablemente hace que el sector sea más competitivo puesto que el inversor puede seleccionar, de entre los fondos que se ajusten a su perfil, aquel que tenga menores gastos. Además, tenemos que hablar de la banca en relación a la venta de fondos de inversión, porque el cambio de modelo de incentivos en la comercialización de fondos tiene dos salidas, la primera es el asesoramiento diligente y profesional, la segunda es ofrecer la posibilidad al inversor de suscribir fondos ajenos a la gestora del banco.

En definitiva, este cambio de modelo, propiciado por el cambio normativo, obliga a la banca a escoger entre el modelo de asesoramiento personal o escoger el modelo de “supermercado de fondos” para poder seguir cobrando incentivos, ya que lo que busca el nuevo marco legal es que la banca aporte un valor añadido al inversor y deje así el modelo anterior. Este es un hecho sin precedentes en la industria, que la banca ofrezca fondos de inversión ajenos a su propia gestora en una plataforma de selección de fondos junto al aumento de la competitividad que surge por el aumento de transparencia, suponen una revolución en la oferta de fondos para el inversor. Tenemos que aclarar que el modelo de “supermercado de fondos”, sería una plataforma de asesoramiento, donde el cliente accede por cuenta propia al FI ajeno al banco y en ningún caso nadie le guía en su elección, de esta forma, en esta actividad cabría el modelo de incentivos al no tratarse de asesoramiento independiente o gestión de carteras.

El ejemplo claro del cambio en el modelo es el BBVA. En el artículo de CincoDias sobre el lanzamiento por parte de BBVA de su propio supermercado de fondos de inversión publicado el 12 de abril de 2018, se cita, “Único en su especie. BBVA es una rara avis. Entre los grandes bancos españoles es el único que se ha lanzado de lleno a la denominada arquitectura abierta. Es decir, que ofrece productos de terceras gestoras. Tiene a disposición de los clientes más de 10.000 carteras de unas 50 gestoras. Entre ellas, gigantes como BlackRock, Fidelity, Pioneer, JP Morgan o Pimco”. También podemos resaltar a Bolsas y Mercados Españoles (BME) que, en su versión electrónica, ofrece la posibilidad de invertir en fondos de 13 sociedades gestoras.

### **3. BASE DE DATOS UTILIZADA**

Una vez realizada la contextualización relativa a los fondos de inversión y el desarrollo de la implantación de MIFID II, el estudio práctico que se va a realizar en este TFG se va a centrar en el análisis de las distintas comisiones cobradas al inversor por parte de la sociedad gestora y la sociedad depositaria. Para ello, analizaremos cómo se distribuyen éstas comisiones en cada tipo de vocación inversora, así como otras variables que nos permitan extraer conclusiones.

En este apartado del trabajo, será necesario plantearnos algunas cuestiones a responder como: Con el paso del tiempo, ¿cómo es la evolución y la tendencia de las comisiones por vocación inversora? En relación a un mismo grupo financiero, ¿determinadas comisiones son complementarias? O también, ¿existe una política de asignación de comisiones en función del patrimonio? Además, con la detección de determinadas singularidades en el análisis, deberemos detenernos para buscar una explicación razonada.

Para la consecución del análisis empírico, se me facilitaron ficheros disponibles en la web de CNMV desde el 23 de abril de 2013 y, gracias a que el grupo de investigación de la tutora tiene la base de datos comprada desde 1999, he podido extraer la información necesaria para el desarrollo del TFG. En concreto se me facilitaron dos ficheros que la CNMV denomina FONDTRIM y FONDREGISTRO.

El fichero denominado FONDTRIM suministra información, con una periodicidad trimestral, de los fondos de inversión registrados en la CNMV para el periodo comprendido entre 2012 y 2016. Los campos que se han utilizado son: Fecha de referencia de los demás campos (FechaDatos), el tipo de IIC (Tipo), número de registro del fondo en la CNMV (NumeroRegistro), número de registro del compartimento en la CNMV (NumeroCompartimento), diversas posibilidades en relación a la clase del fondo como si replica un índice, si es un fondo subordinado, si es un fondo que invierte en otro fondo...etc. (ClaseFondo), diversas posibilidades en relación a la vocación inversora como si es un fondo monetario, si es de renta fija, si es de renta variable internacional...etc. (VocacionInversora), número de registro de la clase en la CNMV (NumeroClase), ISIN<sup>18</sup> del fondo, del compartimento o de la clase (ISIN), patrimonio a fin de periodo en miles de euros (Patrimonio), comisión de gestión efectivamente devengada durante el periodo, es la suma de la comisión de gestión sobre patrimonio y la comisión de gestión sobre resultados, calculadas ambas sobre el patrimonio medio diario durante el período de referencia de la clase o en su caso del compartimento o del fondo (ComisionGestion), comisión de depósito efectivamente devengada durante el periodo, se calcula sobre patrimonio medio diario de la clase, o en su defecto del compartimento o del fondo, durante el período de referencia (ComisionDepositario), comisión de suscripción media a favor de la gestora que han soportado los partícipes (ComisionSuscripcionMedia), comisión de reembolso media a favor de la gestora que han soportado los partícipes (ComisionReembolsoMedia) y comisión de descuento a favor del fondo media que han soportado los partícipes (ComisionDescuentoFavorFondoMedia).

El fichero denominado FONDREGISTRO suministra información, con una periodicidad mensual, de los fondos de inversión registrados en la CNMV para el periodo comprendido entre 2012 y 2016. Los campos que se han utilizado, dejando al margen algunos ya mencionados en el fichero FONDTRIM, son: Fecha a la que se refiere la información, último día del mes de referencia (FechaDatos), denominación del FI en el registro de la CNMV (Denominacion), dependiendo de si es un FICotizado o no (ETF), denominación del compartimento en el Registro de la CNMV, podría hacer alusión a la

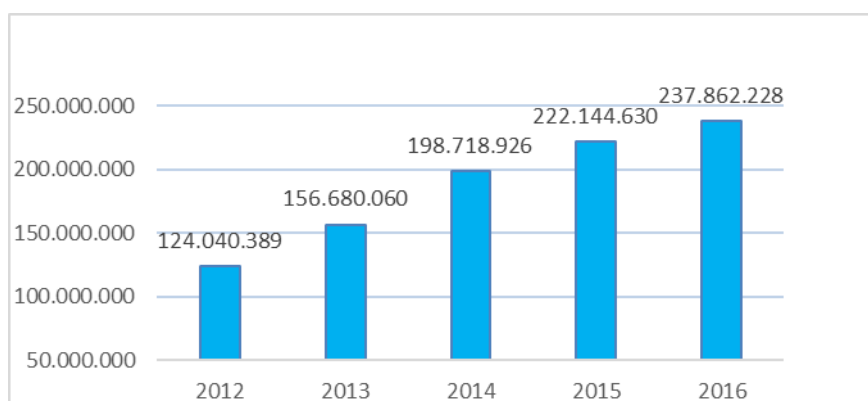
---

<sup>18</sup>(“International Securities Identification Number”), número identificativo asignado por la Agencia Nacional de Codificación de Valores que otorga a todos los valores a nivel internacional para evitar confusiones en las transacciones bursátiles.

vocación (DenominacionCompartimento), denominación de la clase en el Registro de la CNMV (DenominacionClase), número de registro de la entidad gestora que representa a la IIC (NumeroRegistroGestora), denominación de la entidad gestora que representa a la IIC (DenominacionGestora), número de registro del grupo financiero al que está vinculada la entidad gestora en la CNMV (NumeroGrupoGestora), denominación del grupo financiero al que está vinculada la entidad gestora en el Registro de la CNMV (DenominacionGrupoGestora), número de registro de la entidad depositaria en el Registro de la CNMV (NumeroRegistroDepositario), denominación de la entidad depositaria en el Registro de la CNMV (DenominacionDepositario), número del grupo financiero al que está vinculada la entidad depositaria en el registro de la CNMV (NumeroGrupoDepositario) y denominación del grupo financiero al que está vinculada la entidad depositaria en el registro de la CNMV (DenominacionGrupoDepositario).

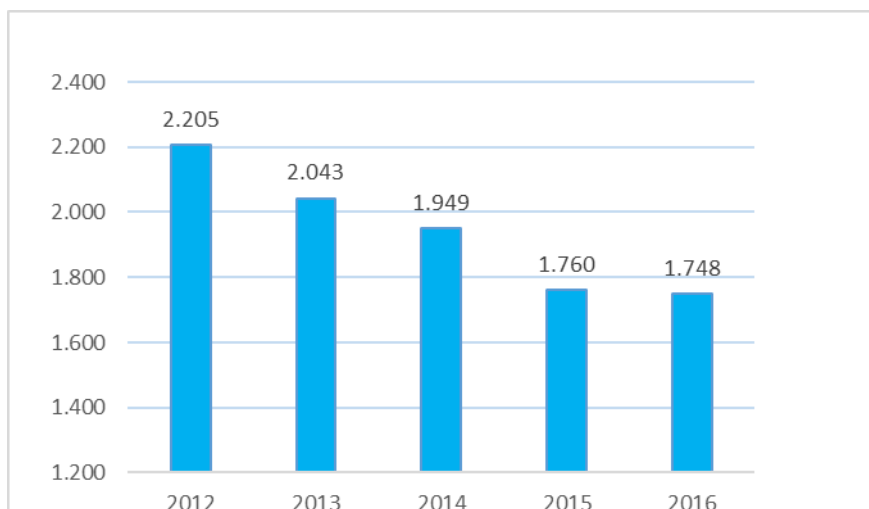
Mediante los campos de (ISIN) y (NumeroRegistro) ha sido posible cruzar toda la información del fichero FONDTRIM y el fichero FONDREGISTRO. Unas de las primeras estadísticas descriptivas de la información suministrada son el total de patrimonio de los fondos de inversión durante el periodo comprendido entre 2012 y 2016 del Gráfico 1. y el total de fondos de inversión durante el periodo comprendido entre 2012 y 2016 del Gráfico 2.

**Gráfico 1. Patrimonio de los FI (en miles de euros): 2012-2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

**Gráfico 2. Número de los FI: 2012-2016**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV*

Como breve comentario, visualizamos el importante aumento del total del patrimonio de los fondos, del 91,76% desde 2012 hasta 2016, a la par de la tendencia bajista del número total de fondos, descenso de 457 fondos de inversión desde 2012 hasta 2016, ello indica una clara concentración en el mercado de fondos en España

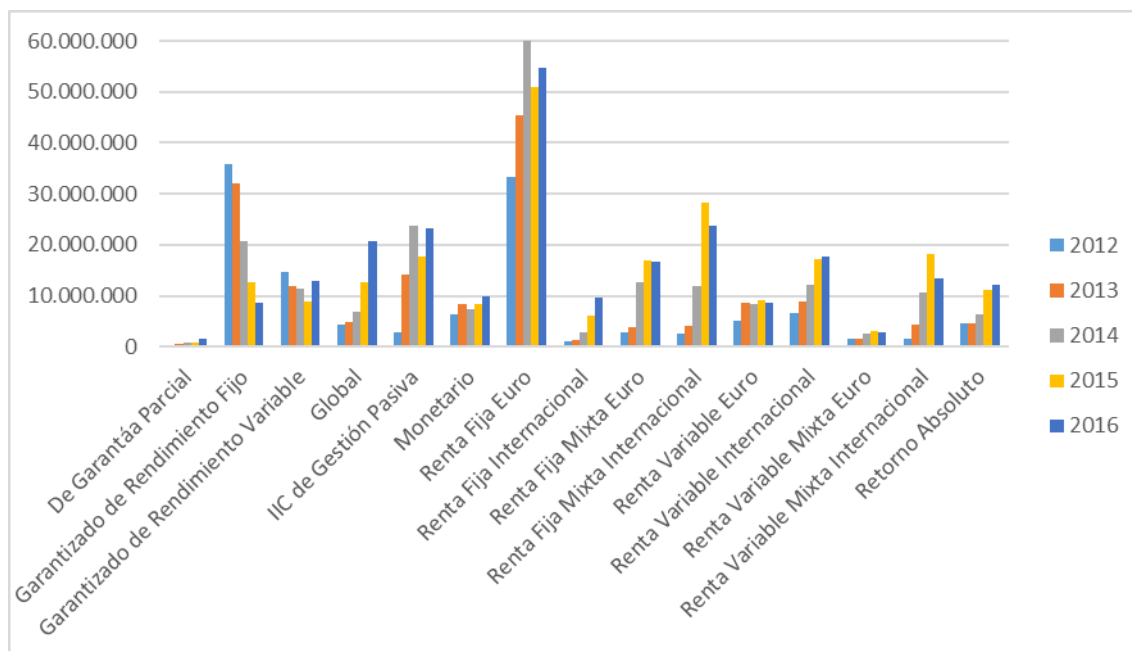
#### **4. ANÁLISIS EMPÍRICO**

A continuación, se desarrolla el análisis empírico con la presentación de una serie de gráficos, donde el propósito es obtener conclusiones analíticas claras. En este apartado se va a analizar cómo, los fondos de inversión de las distintas vocaciones inversoras, asignan las comisiones de suscripción, la comisión de gestión, la comisión de depósito, la comisión de reembolso y la comisión de descuento a favor del fondo.

Además, es importante llevar a cabo el análisis teniendo en cuenta el patrimonio gestionado por cada vocación inversora y su evolución, de este modo, podremos aportar un valor añadido a las estadísticas obtenidas. Por ello, en el Gráfico 3. aparece la distribución del patrimonio por vocación inversora durante el periodo comprendido entre 2012 y 2016, en dicho gráfico podemos observar la tendencia positiva en el patrimonio de todas las vocaciones inversoras, salvo en los Garantizados de Rendimiento Fijo, y la

importante cuota de mercado de los fondos de Renta Fija Euro que sobresalen del resto de vocaciones inversoras en lo que a patrimonio se refiere. A lo largo de los apartados siguientes, se va hacer referencia al Gráfico 3. de forma recurrente.

**Gráfico 3. Patrimonio de los FI por vocación inversora: 2012-2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

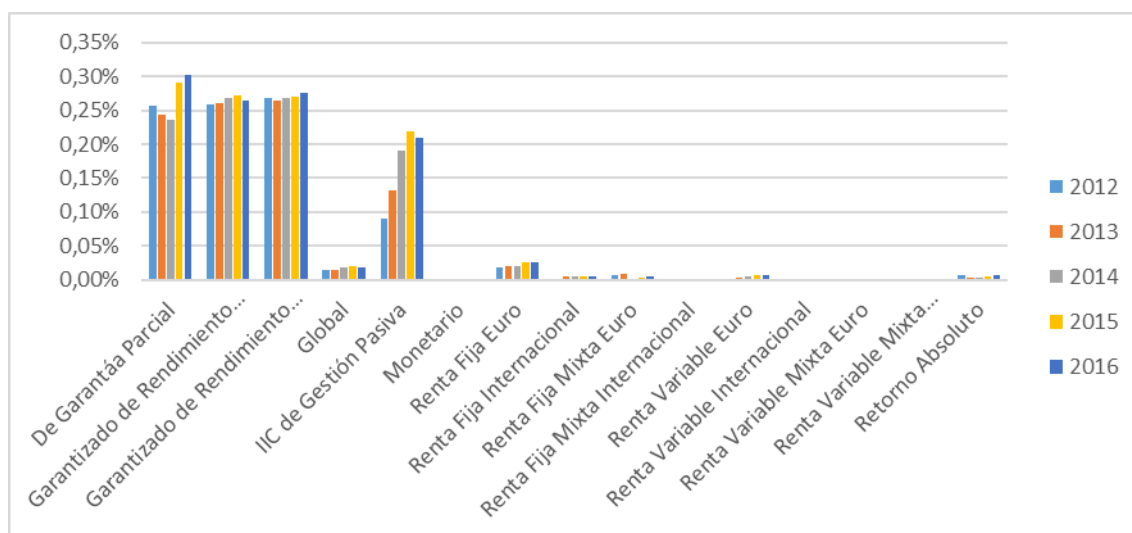
#### 4.1 Evolución de la Comisión de Suscripción por Vocación Inversora.

En primer lugar, ponemos la atención en la comisión de suscripción. En el Gráfico 4. podemos observar como los fondos de inversión con vocación inversora de Garantía Parcial, Garantizado de Rendimiento Fijo y Garantizado de Rendimiento Variable, tienen un comportamiento muy similar en la asignación de la comisión de suscripción. Vemos como, durante los cinco años de nuestro análisis, la comisión permanece constante, siempre cercana a 0,25% mensual.

Este dato es trascendente desde el punto de vista comparativo con el resto de vocaciones inversoras, ya que tiene que ver con la naturaleza de éstos fondos de inversión, por ello, debemos detenernos para explicar que este tipo de fondos tienen un aspecto diferenciador del resto, garantizan parte o el total de la inversión inicial siempre que se cumpla el horizonte temporal recomendado, es decir, el periodo de la garantía coincide con el plazo durante el que se recomienda mantener la inversión. Dicho esto, el participe que suscriba o reembolse en un momento del tiempo que no obedezca a la “ventana de

liquidez”, (concepto que hace referencia al momento del tiempo destinado a suscribir o reembolsar participaciones sin ser penalizado con el cargo de comisiones), podrá ser objeto del cargo de dichas comisiones y, tal y como muestra el Gráfico 4., son comisiones elevadas.

**Gráfico 4. Promedio de las comisiones de suscripción por vocación inversora: 2012-2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

También, podemos apreciar en el Gráfico 4. que, en las IIC de Gestión Pasiva, la comisión de suscripción es elevada, aunque menor que en los fondos garantizados, pero lo realmente llamativo es el incremento sufrido desde 2012 hasta 2016, concretamente un aumento del 131% llegando al 0,20% mensual.

En las IIC de Gestión Pasiva es natural la existencia de este tipo de comisiones, ya que se caracterizan por no tener actividad en la gestión, por ello, es coherente que centren sus comisiones en otro concepto distinto a la gestión, en este caso la suscripción. Si miramos la evolución del patrimonio de las IIC de Gestión Pasiva (véase Gráfico 3.), vemos como ha ascendido un 754% desde 2012 hasta 2016, es decir, tanto su patrimonio como la comisión de suscripción han aumentado de manera muy considerable. El aumento de la comisión de suscripción no ha significado una caída del patrimonio, todo lo contrario, a decir verdad, este tipo de fondos han aumentado su cuota de mercado, sobre todo los ETF, tal y como muestra el artículo “Las gestoras españolas aumentan en un año un 34% su inversión en ETFs” de El Economista, publicado el 19 de diciembre de 2017, donde se cita, “España no se ha quedado al margen del boom que ha tenido en los últimos



años la gestión pasiva a pesar del desfavorable trato fiscal que tienen los ETFs con respecto a los fondos tradicionales y de su poco uso por parte del inversor particular -el 90% del negocio en España es de institucionales-”.

Por último, el resto de las vocaciones inversoras presentan una mínima o inexistente comisión de suscripción. Esto se explica como un incentivo para la captación de patrimonio, ya que, si un FI tiene una comisión de suscripción elevada, para el inversor puede significar una importante barrera de entrada en el fondo.

#### **4.2 Evolución de la Comisión de Reembolso por Vocación Inversora.**

A continuación, pasamos a analizar la comisión de reembolso. En el Gráfico 5. volvemos a ver como las vocaciones de inversión de Garantía Parcial, Garantizado de Rendimiento Fijo y Garantizado de Rendimiento Variable, sobresalen del resto, junto a IIC de Gestión Pasiva, en este caso en términos del promedio de comisiones de reembolso desde 2012 hasta 2014.

Poniendo el foco, de nuevo, en los fondos garantizados, se aprecia una estadística interesante porque, a priori, podríamos pensar que la comisión de reembolso sería superior a la comisión de suscripción, siguiendo el razonamiento de que el gestor busca premiar la entrada de patrimonio y perjudicar la salida de patrimonio del fondo antes del vencimiento, más aún cuando en la web de la CNMV, en la sección donde informa de las distintas vocaciones inversoras de los fondos de inversión y refiriéndose a los fondos garantizados, se cita, “Además, es habitual que estos fondos tengan comisión (de hasta el 5%) si se reembolsan antes del vencimiento de la garantía (comisión de reembolso).”, es decir, la CNMV también indica que los fondos garantizados penalizarán al partícipe vía comisión de reembolso.

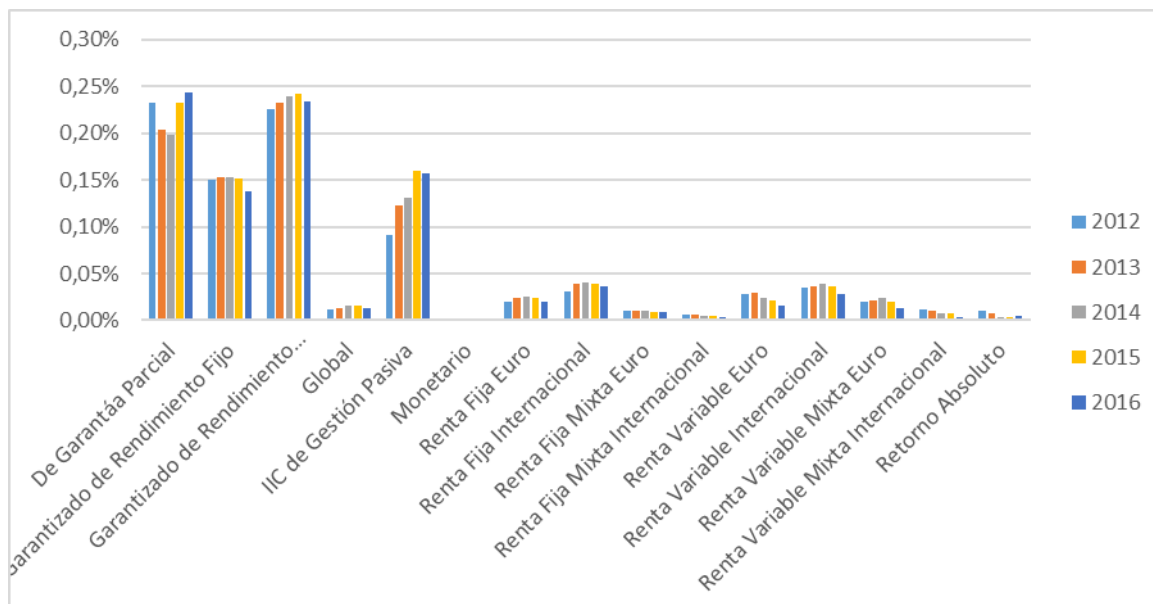
El Gráfico 5. muestra las tres vocaciones de inversión relativas a los fondos garantizados muestran un promedio de comisiones de reembolso similar o inferior al promedio de comisiones de suscripción (véase Gráfico 4.) En el caso de los Garantizados de Rendimiento Fijo, el promedio de la comisión de reembolso es de 0,15% mensual frente al 0,25% mensual del promedio de la comisión de suscripción. Tanto en los fondos de Garantía Parcial como en los fondos Garantizados de Rendimiento Variable, la comisión de reembolso se observa similar a la comisión de suscripción, alrededor de 0,25% mensual.

En el artículo “La CNMV obliga a las gestoras de garantizados a ser más transparentes” publicado por El Economista el 20 de enero de 2017, se cita, “La advertencia de la CNMV llega tras un año como fue 2016 en el que las gestoras, principalmente las ligadas a grupos bancarios, han recuperado al fondo garantizado en sus campañas comerciales. De hecho, entre los tres fondos que más suscripciones netas registraron durante el año pasado, hay dos garantizados.” En definitiva, lo que cabría esperar de los fondos garantizados en relación a tener mayores comisiones de reembolso que de suscripción, queda estadísticamente desmentido y tiene una respuesta rápida, los fondos garantizados son un producto, mayoritariamente bancario, cuyo objetivo es ser comercializado en masa para aumentar los beneficios del grupo financiero.

En relación al promedio de la comisión de reembolso de las IIC de Gestión Pasiva que aparece en el Gráfico 5., observamos como tiene un comportamiento muy similar a la comisión de suscripción de ésta vocación de inversión (véase Gráfico 4.), vemos como desde 2012 hasta 2016 tiene una tendencia al alza, aumenta un 73% para alcanzar el 0,15% de promedio mensual. El aumento de la comisión de reembolso no ha perjudicado el crecimiento del patrimonio, todo lo contrario, existe un gran aumento del patrimonio de éstos fondos (véase el Gráfico 3.), al igual que con la comisión de suscripción, este hecho podría explicarse por “la moda” de este tipo de fondos en los últimos años.

En el resto de vocaciones de inversión, podemos ver en el Gráfico 5. cómo, excepto en los Monetarios, los promedios de la comisión de reembolso son superiores a los promedios de la comisión de suscripción (véase Gráfico 4.), esta estadística es totalmente lógica ya que los gestores necesitan del largo plazo para poder obtener una rentabilidad para el partícipe, excepto en los fondos monetarios, por ello, la comisión de reembolso puede ser un instrumento disuasorio de la retirada del patrimonio de los partícipes, dicho de otro modo, una barrera de salida, sobretodo en el corto plazo.

**Gráfico 5. Promedio mensual de las comisiones de reembolso por vocación inversora desde 2012 hasta 2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

### 4.3 Evolución de la Comisión de Gestión por Vocación Inversora.

Antes de comenzar el análisis, es importante advertir de que los datos que se muestran a continuación tienen periodicidad mensual y, en este caso, la comisión de gestión siempre se valora en términos anuales, tal y como figura en la mayoría de los folletos informativos de los fondos. Pero como la comisión de gestión se deduce del valor liquidativo, que suele ser diario, considero apropiado mantener la periodicidad mensual para mostrar de forma más precisa el porcentaje que ingresa la sociedad gestora del patrimonio de los partícipes.

La comisión de gestión se muestra en el Gráfico 6. con una distribución caracterizada, en primer lugar, por estar presente en todas las vocaciones inversoras, es decir, todos los fondos, en promedio por vocación inversora, cargan ésta comisión al partícipe, a diferencia de las comisiones de suscripción y reembolso. Si bien es verdad que se aprecian diferencias importantes dependiendo de la vocación inversora. En segundo lugar, tal y como se muestra en el Gráfico 6. y en el Gráfico 7., el promedio de las comisiones de gestión en todas las vocaciones inversoras tiene una clara tendencia bajista desde 2012 hasta 2016.

Es lógico pensar que aquellas vocaciones inversoras que tengan relación con la renta variable, carguen mayores comisiones a los partícipes porque se entiende que, siempre que no formen parte de las IIC de Gestión Pasiva, tienen una gestión más activa. Por ello, vemos como la Renta Variable Euro y la Renta Variable Internacional ostentan el promedio de comisión de gestión más alto, con 0,14% mensual en 2016, un 1,68% anual aproximadamente.

En el Gráfico 6. vemos como la vocación inversora de Renta Variable Mixta Euro sigue de cerca a las anteriores con una comisión que, tras una bajada de 15,19%, alcanzó una comisión de 0,14%. Este dato es interesante si vemos como el patrimonio de esta vocación inversora es el segundo más escaso y, si lo comparamos con el patrimonio de su homóloga de Renta Variable Mixta Internacional (véase Gráfico 3.), vemos como existe una diferencia importante, tal que el patrimonio de la vocación Renta Variable Mixta Euro es el 21% del patrimonio de la vocación Renta Variable Mixta Internacional. La diferencia de comisiones de gestión entre éstas dos vocaciones, Renta Variable Mixta Internacional tiene un promedio por debajo de 0,1% mensual en 2016, puede ser consecuencia de la diferencia de patrimonio, es decir, el hecho de que la vocación Renta Variable Mixta Euro asigne mayores comisiones de gestión, podría deberse al poco patrimonio de ésta, causa por la que deban recurrir al aumento de su comisión para obtener mayores ingresos.

Pasamos ahora a analizar las vocaciones inversoras que descendieron su comisión de gestión en más de un 20% entre 2012 y 2016, datos que aparecen en el Gráfico 7.

En primer lugar, los fondos de Garantía Parcial, los Garantizados de Rendimiento Variable y las IIC de Gestión Pasiva, asignaban una comisión mensual en 2012 de 0,11%, 0,09% y 0,076% respectivamente. Éstas comisiones sufren una bajada entorno al 30% en cuatro años, como refleja el Gráfico 7., que podría deberse, en el caso de los fondos de Garantía Parcial y Garantizados de Rendimiento Variable, a que su patrimonio no se ha visto tan reducido, como en el caso de los Garantizados de Rendimiento Fijo (véase en Gráfico 3.), es decir, volvemos a ver como en aquellas vocaciones inversoras donde se ha producido un importante descenso de su patrimonio, no se llega a materializar el mismo descenso en la comisión de gestión que muestran otras vocaciones inversoras similares en naturaleza. En lo relativo a las IIC de Gestión Pasiva, el descenso de su promedio de comisión de gestión es uno de los motivos que ha hecho que el interés en este tipo de

fondos de inversión aumente considerablemente, en el artículo “La gestión pasiva planta cara a los fondos tradicionales” de CincoDias, publicado el 17 de septiembre de 2016, se cita, “Gracias a estos gastos tan bajos, los fondos índices, consiguen batir a sus competidores. Ya sea en su versión de fondos cotizados o en su versión de fondos negociable en el mercado”, también se refleja en el crecimiento de patrimonio de 2012 hasta 2016 (véase gráfico 3.).

En segundo lugar, en el Gráfico 7. se aprecia como la vocación inversora que más ha recortado su comisión de gestión es la de fondos Monetarios. Vemos como desde 2012 hasta 2014 ha descendido en casi un 40%. En este caso, no podemos achacar el descenso de ésta comisión a un aumento del patrimonio, tenemos que achacarlo al momento de bajos tipos de interés en el que nos encontramos. Los fondos Monetarios basan sus inversiones en activos de renta fija a corto plazo y, si bien desde hace unos años los tipos de interés de este tipo de activos es minúsculo o incluso negativo, la rentabilidad que pueden ofrecer estos fondos es muy baja. Por ello, las gestoras de los Monetarios han debido bajar la comisión de gestión porque, si ésta hubiese continuado inalterada, habría resultado prácticamente imposible ofrecer rentabilidades positivas a sus partícipes, muestra de ello es el artículo de CincoDias titulado “El 70% de los fondos considerados ultra seguros pierde dinero en 2018”, publicado el 22 de enero de 2018, en que se cita, “Las gestoras, conscientes de la escueta rentabilidad de los fondos monetarios y de renta fija a corto plazo, llevan recortando sus comisiones desde 2014.”

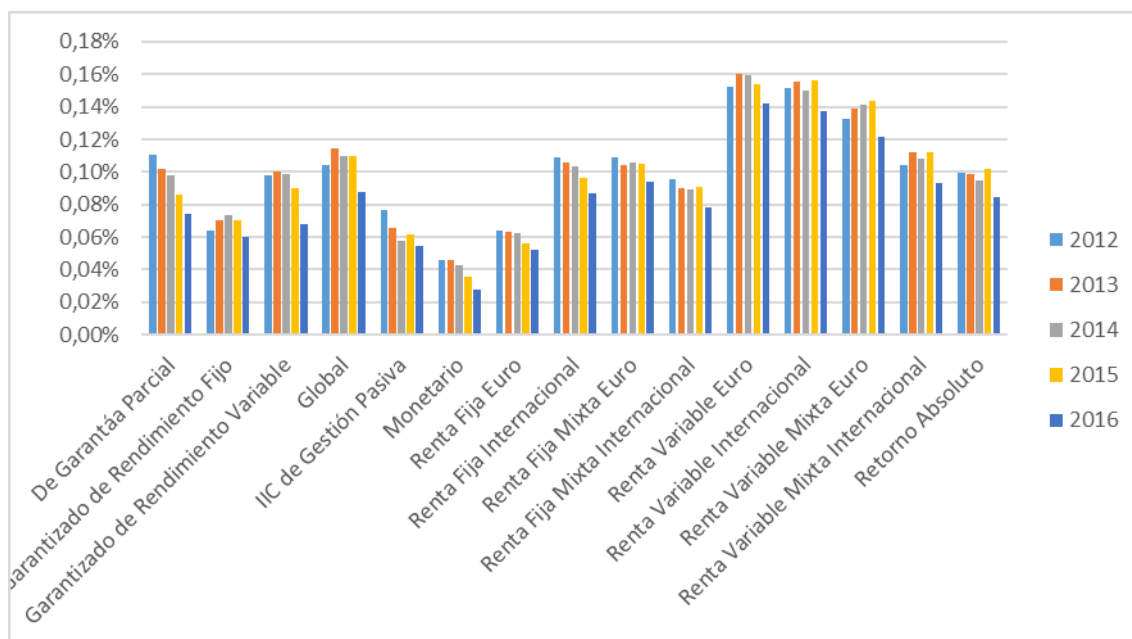
El Gráfico 7. ilustra un descenso generalizado en todas las vocaciones inversoras, pero, si nos fijamos específicamente en aquellas vocaciones en las que la renta variable tiene un peso relevante, vemos como registran el menor descenso en la variación de su comisión de gestión, dicho de otro modo, las vocaciones inversoras que sobreponderan los activos de renta fija han descendido de manera más agresiva sus comisiones de gestión, excepto los Garantizados de Rendimiento Fijo por el motivo de descenso de patrimonio ya citado.

Como bien hemos comentado ya, existe una disminución importante en todas y cada una de las vocaciones inversoras en el periodo comprendido entre 2012 hasta 2016, pero sin duda, la estadística más relevante radica en la variación promedio de todas las vocaciones inversoras que se produce de 2015 a 2016. Vemos como la variación del promedio total de la comisión de gestión que se produce de 2012 a 2013 es de un aumento

de 0,54%, la reducción que se produce de 2013 a 2014 es de 2,43%, de 2014 a 2015 disminuye un 2,71% y es de 2015 a 2016 cuando se produce la fuerte caída de la comisión de gestión, siendo del 14,19%.

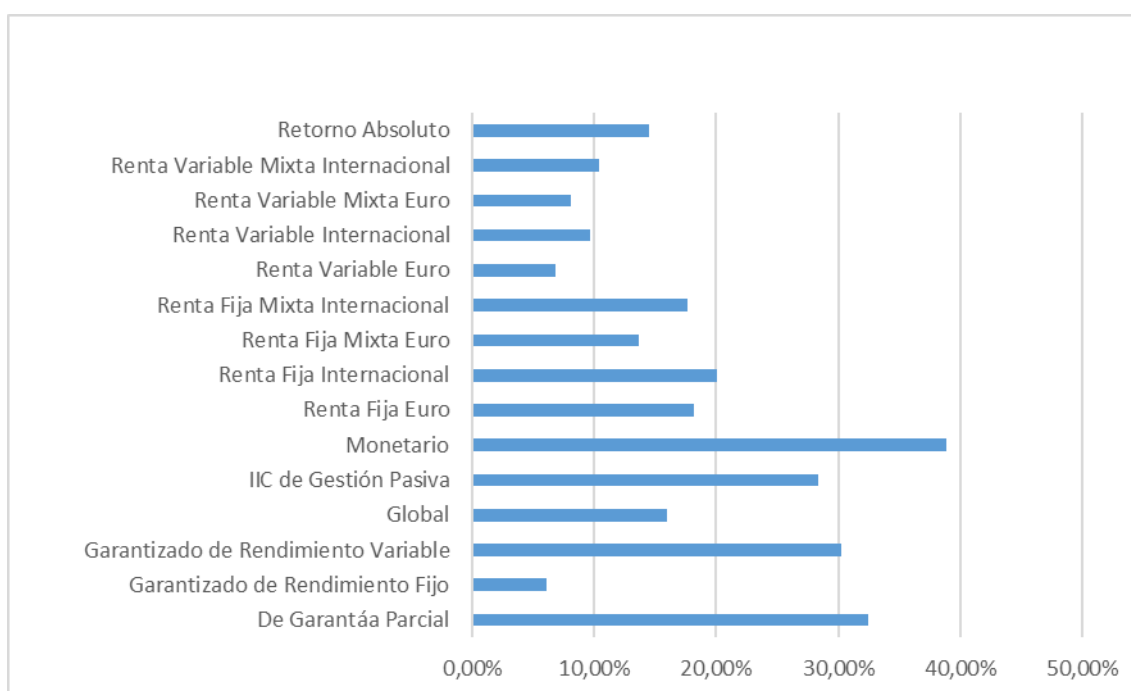
Si recordamos la cronología de la implantación de MIFID II, la Directiva 2014/65/UE, aunque entró en vigor finalmente el pasado 3 de enero de 2018, se creó para implantarse el 3 de enero de 2017. Teniendo en cuenta la fecha que, se suponía iba a ser la fecha de implantación en un principio y, relacionándola con el relevante descenso de la comisión de gestión producido en 2016, podríamos pensar que existe una causalidad directa en el descenso de la comisión de gestión y la fecha para la que, en un principio, se implantaba MIFID II. Lo que demuestra el dato del promedio de la variación de 2016 es que se decidió reducir de forma sistemática, ya que se produjo en todas las vocaciones inversoras, y de manera radical, ya que la disminución destaca entre las variaciones del resto de años, la comisión de gestión del año 2016. Siendo conocida la implantación inicial de la Directiva para 2017, cabe pensar que las sociedades gestoras redujeran sus comisiones de gestión a partir de 2016 en virtud del cambio normativo que esperaban para enero de 2017 con la llegada de MIFID II.

**Gráfico 6. Promedio mensual de las comisiones de gestión por vocación inversora: 2012-2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

**Gráfico 7. Disminución de la comisión de gestión por vocación inversora: 2012-2016**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV*

#### **4.4 Evolución de la Comisión de Depósito por Vocación Inversora**

Al igual que en la comisión de gestión, por lo general, la comisión de depositario se valora en términos anuales, pero en este análisis, los datos que se muestran a continuación tienen periodicidad mensual para poder ofrecer resultados más precisos.

El Gráfico 8. muestra la distribución de la comisión de depósito que está presente en todas las vocaciones inversoras de forma bastante homogénea. Al mismo tiempo, se aprecia una muy ligera disminución de la comisión en todas las vocaciones inversoras desde 2012 hasta 2016 salvo en los fondos de vocación inversora Global, en los que incluso ha ascendido.

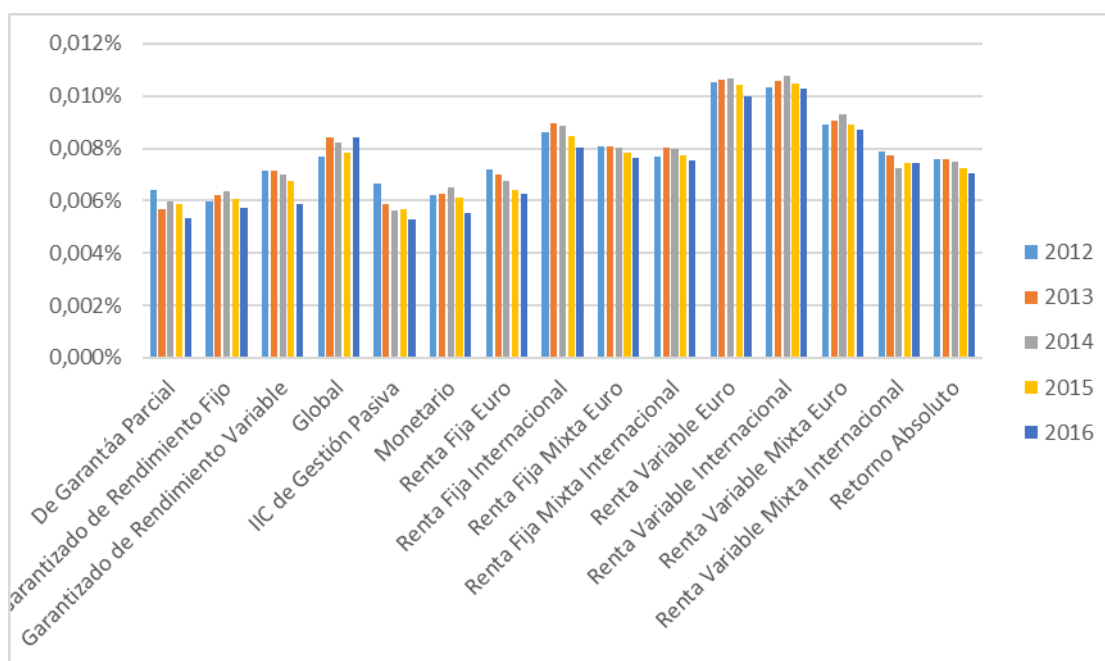
Tenemos que decir que esta comisión, comparada con el resto de comisiones, supone prácticamente el menor de los gastos para el partícipe. En la mayoría de los casos, el gasto anual de la comisión de depósito es similar a la comisión de gestión que se carga en un único mes.

El Gráfico 8. muestra que esta comisión no se sitúa por debajo del 0,006% mensual aproximadamente en ninguna de las vocaciones inversoras. En esta comisión sí que se observa que aquellas vocaciones inversoras compuestas en parte o en su totalidad

por activos de renta variable, exceptuando Renta Fija Internacional, presentan un promedio de comisiones de depósito superior. Ello podría tener una respuesta lógica, la sociedad depositaria cobra mayores comisiones en aquellos fondos que tengan una actividad mayor o en aquellos en los que el riesgo implícito del tipo de activo sea superior, como es el caso de los activos de renta variable.

Las vocaciones inversoras de Renta Variable Euro y Renta Variable Internacional, tienen un comportamiento idéntico en cuanto a la asignación de comisiones por parte de la sociedad depositaria, siempre cerca del 0,01% mensual desde 2012 hasta 2016.

**Gráfico 8. Promedio mensual de las comisiones de depósito por vocación inversora: 2012-2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

#### **4.5 Evolución de la Comisión de Descuento a Favor del Fondo por Vocación Inversora**

En el Gráfico 9. se observa el promedio de la comisión de descuento a favor del fondo. Podemos ver como solo en seis de las vocaciones inversoras se ha cargado esta comisión en algún momento en el periodo comprendido entre 2012 y 2016, es decir, es una comisión no habitual por lo general.

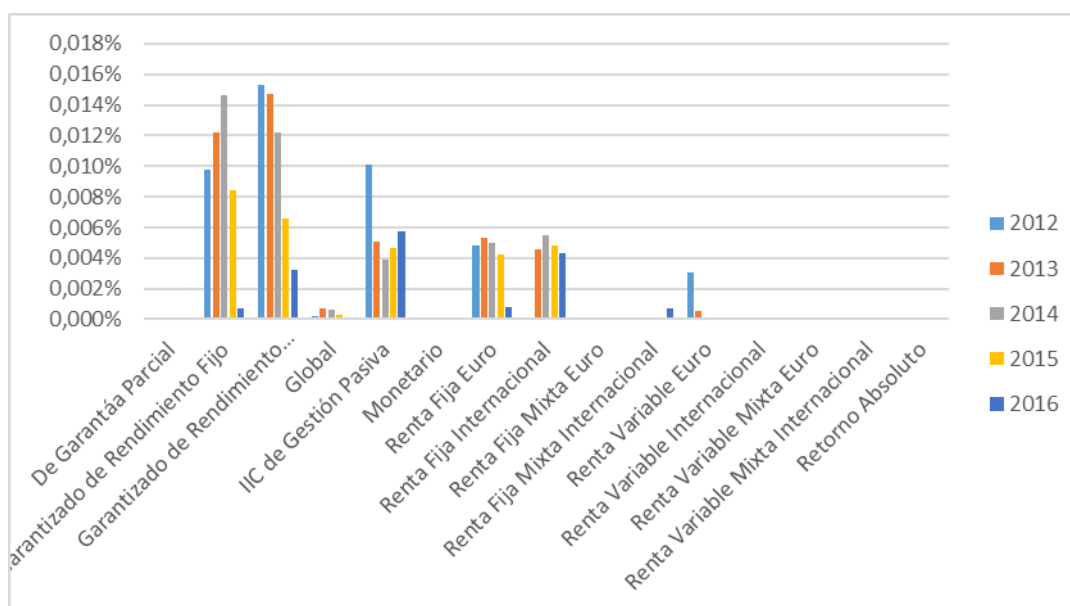
En relación al resto de comisiones, se puede ver cómo, en términos cuantitativos, la comisión de descuento a favor del fondo no es muy relevante, de hecho, de entre las



cinco comisiones analizadas, es la que menos impacto tiene en el patrimonio del partícipe. Además, se aprecia que en el año 2016 únicamente dos vocaciones inversoras mantienen ésta comisión con algo de presencia.

En el Gráfico 9. se aprecia que las vocaciones inversoras de Garantizado de Rendimiento Fijo y Garantizado de Rendimiento Variable han sido las que mayores comisiones han cargado de este tipo hasta 2014, llegando al 0,014%, para prácticamente desaparecer en 2016. Al mismo tiempo, esta comisión alcanzó, en las IIC de Gestión Pasiva, el 0,01% en 2012, para reducirse al año siguiente hasta el 0,006% y mantenerse constante hasta 2016. Las últimas vocaciones inversoras que han aplicado esta comisión de forma relevante han sido Renta Fija Euro y Renta Fija Internacional, manteniéndose constantes sobre el 0,004% pero con la diferencia de que, en 2016, Renta Fija Internacional mantuvo la comisión y Renta Fija Euro la eliminó.

**Gráfico 9. Promedio de las comisiones de descuento a favor del fondo por vocación inversora: 2012-2016**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV

## 5. CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo he tratado de analizar la política de asignación de comisiones por parte de la sociedad gestora y la sociedad depositaria durante el periodo comprendido entre 2012 y 2016 para los fondos comercializados en España.

En primer lugar, analizando las comisiones de suscripción y reembolso, vimos como los fondos de vocaciones inversoras relativas a los fondos garantizados arrojaban una estadística que a priori no cabía esperar, una comisión de suscripción superior a la comisión de reembolso. Esta estadística, junto a datos que indican la fuerte distribución de estos fondos por parte de la banca, puede demostrar que el objetivo de la sociedad gestora es comercializar en masa estos fondos para generar rendimientos para el grupo financiero.

Otra estadística interesante tiene que ver con las IIC de Gestión Pasiva. Estos fondos se han popularizado en los últimos años gracias a que se comercializaban como muy baratos para el inversor, de hecho, la comisión de gestión así lo demuestra con un importante descenso. Pero lo que se hemos podido observar es que, si bien la comisión de gestión ha descendido y en 2016 es baja, las comisiones de suscripción y reembolso han tenido la evolución contraria, es decir, han aumentado hasta el 2016.

La comisión de gestión es la que más conclusiones ha aportado. Hemos visto como existía una relación entre el patrimonio y las comisiones de gestión, concretamente en el análisis entre dos vocaciones muy similares como son Renta Variable Mixta Euro y Renta Variable Mixta Internacional, en ellas veíamos como el patrimonio gestionado influye en la disminución de comisiones, cuanto mayor patrimonio, mayor capacidad para reducir la comisión de gestión.

También, veíamos como los fondos que gestionaban activos de renta fija, al encontrarnos desde hace años en un contexto de tipos de interés muy reducidos y negativos en el corto plazo, disminuían sus comisiones de gestión para penalizar lo menos posible a los partícipes. El claro ejemplo eran los fondos Monetarios.

Por último, veíamos como se ha producido un descenso en la comisión de gestión generalizado desde 2012 hasta 2016. Pero lo verdaderamente relevante observado es que la disminución en el promedio total de todas las vocaciones inversoras, hecho producido

en 2016, coincidía con la que iba a ser la fecha de implantación de MIFID II, el 3 de enero de 2017. Sin duda, este dato muestra la relevancia del impacto de la nueva Directiva en la asignación de comisiones de gestión, ya que, entre otras cosas, MIFID II obliga a informar de manera transparente de las comisiones al cliente.

## **BIBLIOGRAFÍA**

### **Informes de organismos:**

**INVERCO (2017):** Las Instituciones de Inversión Colectiva y Los Fondos de Pensiones. Informe 2017 y perspectivas 2018.

**Caixabank AM (2017):** Política de identificación y gestión de conflictos de interes. Incentivos

**CNMV (2017):** Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora

**CNMV (2017):** Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación

### **Normativa:**

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, pp. 52108 a 52226).

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID II)

Reglamento (UE) no 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros

Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio, por el que reglamenta la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (BOE, núm. 185, de 3 de agosto de 1985, pp. 24641 a 24657)

Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE núm. 275, de 16 de noviembre de 1990, pp. 33885 a 33901)

Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva. (BOE, núm. 42, de 17 de febrero de 2001, pp. 6199 a 6213)

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE núm. 255, de 24 de octubre de 2015, pp. 100356 a 100541)

Reglamento Delegado (UE) 2017/591 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para la aplicación de límites a las posiciones en derivados sobre materias primas

## **PÁGINAS WEB CONSULTADAS:**

**Comisión Nacional del Mercado de Valores:** [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

**El Economista:** [www.eleconomista.es](http://www.eleconomista.es)

**Expansión:** [www.expansion.es](http://www.expansion.es)

**Fundspeople:** <http://es.fundspeople.com/news>

**Inverco:** [www.inverco.es](http://www.inverco.es)

**Morningstar:** [www.morningstar.es](http://www.morningstar.es)

**El Confidencial:** [www.wlconfidencial.es](http://www.wlconfidencial.es)

**Cinco Días:** <https://cincodias.elpais.com/>

**Rankia:** [www.rankia.com](http://www.rankia.com)