



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES (E-2)

HERRAMIENTAS PARA LA SELECCIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN
DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSOR MINORISTA.
SITUACIÓN ACTUAL Y PREVISIONES DE RENTABILIDAD.

Autor: Lidia Bermúdez Cifuentes
Director: Raquel Redondo Palomo

Madrid
Junio 2015

Resumen

En este trabajo se pone a disposición del inversor minorista toda la información que puede necesitar para tomar una decisión informada a la hora de invertir en un fondo de inversión. En primer lugar se explican los factores clave de la gestión de carteras entre los que se encuentran la eficiencia de los mercados así como los diferentes mercados financieros y activos que en ellos se negocian. A continuación se analizan los tipos de fondos de inversión que se comercializan, la información detallada que proporciona el folleto del fondo y la legislación en materia de protección del inversor que se les aplica. Este trabajo previo permite analizar las circunstancias económicas actuales y previstas además de las tendencias que siguen los fondos para así poder emitir una recomendación de inversión para el 2015. Se ha concluido que las inversiones más recomendables para 2015 son la renta variable japonesa, europea y de economías emergentes. Los tipos de fondos que más se adecúan a las rentabilidades que se esperan percibir son los fondos mixtos y fondos globales.

Palabras clave: Fondos de inversión, rentabilidad, riesgo, renta fija, renta variable, folleto del fondo, mercados financieros, perfil de riesgo, Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros

Abstract

The present paper aims to provide the information retail investors may need in order to make an informed decision about participating in an investment fund. Firstly, the key factors about portfolio management are explained; among such factors are market efficiency as well as the different financial markets and the assets traded. Secondly, the types of investment funds, the information provided by the Fund prospectus and the law regarding investor protection are analyzed. This work enables the analysis of current and expected economic circumstances as well as the trend investment funds are following so as to issue an investment recommendation for 2015. It has been concluded that the most advisable investments for 2015 are Japanese, European and emergent markets' equity. The types of investment funds that are best suited to the expected returns are mixed and global funds.

Keywords: Investment funds, return, risk, equity, fixed income, portfolio prospectus, financial markets, risk profile, Markets in Financial Instruments Directive

Índice

Resumen	2
Índice.....	3
Índice de figuras, ecuaciones, tablas y gráficos.....	4
1. Introducción.....	5
1.1. Motivación del trabajo.....	5
1.2. Objetivos	8
1.3. Metodología.....	8
1.4. Estructura del trabajo	9
2. Teoría de carteras	11
2.1. Eficiencia de los mercados	11
2.2. Tipos de mercados financieros según los activos que los componen	13
2.2.1. Mercado monetario	14
2.2.2. Mercado de capitales	16
3. Teoría de fondos	32
3.1. Introducción a los fondos de inversión.....	32
3.1.1. Inversión colectiva.....	32
3.1.2. Concepto y funcionamiento de los fondos de inversión.....	34
3.1.3. Tipos de fondos según los activos en los que invierten.....	37
3.1.4. Estilos de inversión	40
3.2. Aspectos clave del folleto de un fondo.....	41
3.3. Medidas de la <i>performance</i>	43
3.4. Regulación para proteger al inversor: MiFID	45
4. Situación actual y perspectivas de los fondos de inversión	53
4.1. Mercados internacionales.....	54
4.2. Economías emergentes.....	55
4.3. Economías avanzadas	56
4.4. Japón	57
4.5. Europa	57
4.6. Grecia	58
4.7. Situación de los fondos internacionales comercializados en España	58
4.8. España	59

4.9. Situación de los fondos de inversión españoles	61
5. Resumen y conclusiones.....	64
Bibliografía	70
Anexo	73

Índice de figuras, ecuaciones, tablas y gráficos

Capítulo 2

Figura 1: Esquema resumen de los principales mercados financieros.....	14
Ecuación 1: Ecuación del precio de un bono	19
Tabla 1: Comparativa de la situación del accionista y del obligacionista.....	23
Figura 2: Análisis <i>top-down</i>	25
Figura 3: Análisis <i>bottom-up</i>	25
Tabla 2: Tabla explicativa de tipos de derivados, dónde se negocian y la autoridad que los regula en España	28
Tabla 3: Tabla resumen de los aspectos clave de opciones y futuros	29
Ecuación 2: Valor liquidativo de una participación en un fondo.....	35
Ecuación 3: Rentabilidad de un fondo	35
Tabla 4: Tipos impositivos del ahorro.....	36
Tabla 5: Contenido del folleto de un fondo.....	42
Ecuación 4: Ratio de Sharpe	44
Ecuación 5: Índice de Treynor.....	44
Ecuación 6: Alfa de Jensen.....	44

Capítulo 3

Figura 4: Aspectos clave de la normativa MiFID.....	47
Tabla 6: Productos complejos y no complejos	48

Capítulo 4

Gráfico 1: Variación porcentual del patrimonio de los fondos de inversión internacionales en 2015.....	54
Gráfico 2: Variación porcentual de los partícipes de fondos internacionales en 2015	59
Gráfico 3: Variación del patrimonio de los fondos domésticos año 2015	60
Gráfico 4: Suscripciones netas de los fondos de inversión en 2015	62
Gráfico 5: Rentabilidad anualizada de fondos prevista para 2015.....	63

Anexo

Tabla 7: Límites máximos de comisiones aplicables a los fondos financieros o sus partícipes	73
Tabla 8: Tipos de cálculo de la revalorización en fondos garantizados.....	73

1. Introducción

En vista de la situación actual de crecimiento y mejora de las perspectivas económicas la inversión ya no puede limitarse a los productos tradicionales como los depósitos bancarios o la renta fija gubernamental. Los tipos de interés se encuentran en mínimos como consecuencia de las políticas expansivas de los Estados por lo que es necesario ampliar horizontes en cuanto a alternativas de inversión en busca de inversiones más rentable. A ciertos inversores puede preocuparles el salto a los mercados financieros más complejos y con una variedad de productos algunos de los cuales pueden llegar a ser muy arriesgados. Sin embargo, la legislación en materia de fondos de inversión se ha enfocado a la protección del inversor minorista puesto se desea que éste tenga una mayor presencia en los mercados financieros. Para que esta dinámica funcione es necesario que el inversor participe activamente en sus inversiones.

La delegación de la gestión, la legislación que protege a los inversores, el crecimiento generalizado de las economías mundiales, las rentabilidades mínimas de los productos tradicionales de inversión y la amplia variedad de fondos ofertados hacen de los fondos de inversión un producto muy adecuado para que el inversor minorista invierta sus ahorros en 2015. Cabe destacar, entre las ventajas de los fondos de inversión, el régimen fiscal favorable que se les aplica y que son más seguros que los bancos. El dinero que se deposita en un banco pasa a formar parte del balance del banco mientras que cuando se suscribe un fondo de inversión se pasa a ser propietario de unos valores que quedan completamente apartados del balance del banco. De esta manera en caso de quiebra del banco el partícipe del fondo mantiene la titularidad de los valores que le corresponden por su porcentaje de participación en el fondo.

1.1. Motivación del trabajo

En este momento en el que los tipos de interés se encuentran en mínimos históricos, resulta cada vez más interesante acudir a productos financieros alternativos a aquellos cuya rentabilidad está directamente relacionada con los tipos de interés como es el caso de la renta fija y los depósitos. La alternativa a estos productos que en la actualidad están reportando rentabilidades mínimas parece ser tradicionalmente la renta variable. Sin embargo, resulta muy arriesgado para el pequeño inversor que no

tiene amplios conocimientos en técnicas de inversión decidir en qué valores quiere invertir, qué estrategia de inversión seguir y, por supuesto, cómo diversificar el riesgo del conjunto de su cartera. Estos inversores minoristas con escasa formación financiera no se van a conformar con las rentabilidades extremadamente bajas que están proporcionando los productos más seguros del mercado. Es por esto que buscarán alternativas de inversión más rentables; sin embargo, esto supondrá la asunción de un riesgo superior en la inversión además del riesgo añadido por la falta de conocimientos sobre las inversiones.

La crisis actual ha puesto de manifiesto no solo ciertas malas prácticas por parte de algunos bancos, sino también la disposición de los clientes a aceptar inversiones más arriesgadas sin tener realmente en cuenta que una mayor rentabilidad supone, a su vez, un riesgo mayor. Los pequeños inversores han experimentado un proceso de sofisticación financiera con la intención de huir de rentabilidades bajas a causa de los tipos de interés mínimos que se han empleado para estimular la economía. Esta intención de los clientes de sofisticarse ha llevado a los bancos, en el pasado reciente, a ofrecer productos financieros complejos a sus clientes sin tener en cuenta el perfil de riesgo de cada uno de ellos. El engaño con más repercusión ha sido la colocación de acciones preferentes a personas sin conocimientos financieros suficientes para poder entender el producto. Cada vez surgen más productos financieros, a cada cual más complicado, lo que significa que el inversor minorista va a ser guiado a invertir en productos financieros complejos para maximizar su rentabilidad. No podemos responsabilizar únicamente a los bancos de esta situación: en los años previos a la crisis, con el esplendor económico, los pequeños inversores tomaron posiciones arriesgadas en productos financieros voluntariamente incluso si el riesgo de esos productos era inasumible para ellos por sus características como inversor.

En los últimos años hemos podido observar una ausencia de correspondencia entre los perfiles de riesgo y los productos que se les ofrecen a los clientes. Se han ofrecido los mismos productos financieros a todos los clientes independientemente de su capacidad para entender el producto y para asumir el riesgo que conlleva. En España hay una barrera adicional a causa de la falta de conocimientos financieros

básicos, lo cual impide el acceso a ciertos productos y rebaja el perfil de riesgo de una gran parte de la población.

Los fondos de inversión resuelven una gran parte de toda esta problemática. Por un lado los folletos informativos de los fondos están disponibles para su consulta; los fondos tienen un mandato de manera que antes de invertir en ellos sabemos en qué tipo de activos se va a invertir el dinero aportado. Estos límites en sus inversiones, conocidos y cuyo cumplimiento supervisa la CNMV, garantizan que cada fondo se ceñirá a un perfil de riesgo siempre y cuando no cambien sus criterios de inversión. De esta forma el pequeño inversor puede delegar la gestión de una cantidad de dinero con la seguridad de que su inversión va a estar correctamente diversificada pero siempre sin salirse de los límites de riesgo que puede asumir.

Parte de la directiva sobre mercados de instrumentos financieros MiFID¹ de la Unión Europea enfatiza la importancia de que las entidades financieras no realicen inversiones fuera de los límites de riesgo de cada cliente. MiFID obliga a las entidades a clasificar a sus clientes por niveles de riesgo, se puede asignar una categoría de riesgo a cada fondo según sus características lo cual facilita el proceso de inversión.

Es por ello que resulta de gran interés realizar un estudio pormenorizado de los fondos de inversión, su funcionamiento y las herramientas a disposición de un cliente minorista que le permitan elegir un fondo entre los que se le ofrezcan de acuerdo con su perfil de riesgo. Estos vehículos de inversión están ganando popularidad en el mercado puesto que el análisis de los activos en los que invierte cada fondo se delega en una entidad gestora con experiencia en mercados financieros y medios para acceder a ellos. Además se han desarrollado mecanismos legales para proteger al inversor que deben ser conocidos para que se puedan ejercer, lo que supone que los bancos deben seguir unas guías muy específicas para no exceder el riesgo que pueden asumir. Los argumentos expuestos justifican un aumento en la popularidad y la confianza generada por los fondos de inversión y por ello su análisis en profundidad resulta atractivo y de posible utilidad en la práctica.

¹ *Markets in Financial Instruments Directive*; Directiva 2004/39/CE

1.2. Objetivos

El objetivo de este trabajo consiste en hacer un estudio profundo de los fondos de inversión y cómo operan. También se persigue analizar su adecuación a distintos perfiles de riesgo así como la situación y perspectivas de rentabilidad para el año 2015. En particular, se pretende:

- Sintetizar la teoría de gestión de carteras para ponerla al alcance de un inversor minorista. Se incluyen la teoría de los mercados eficientes además de la teoría de los mercados financieros y los productos que en ellos se negocian.
- Explicar el funcionamiento, figuras y términos clave de los fondos de inversión.
- Determinar los tipos de fondos de inversión existentes.
- Explicar las herramientas a disposición del inversor minorista para juzgar el desempeño y el riesgo de un fondo de inversión.
- Estudiar la regulación en materia de protección para el inversor vigente en España que afecta a los fondos de inversión.
- Situación actual y prevista de la economía y los fondos de inversión en España.
- Recomendar los tipos de fondos de inversión y activos más adecuados para invertir en el año 2015.

1.3. Metodología

La metodología a utilizar será la descriptiva en la primera parte del trabajo. Partiendo de una amplia revisión de la literatura sobre el tema se va a explicar la teoría de carteras y el funcionamiento de los fondos de inversión así como de las herramientas a disposición del cliente minorista para elegir el fondo que más se adecúe a sus necesidades. Se va elaborar, además, una clasificación de los distintos tipos de fondos de inversión existentes entre los que un cliente minorista puede elegir.

En la segunda parte del trabajo, se aplicará una metodología inductiva puesto que, partiendo de informes oficiales de la CNMV² e Inverco³, se realizará un análisis de

² Comisión Nacional del Mercado de Valores

³ Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones

la situación actual de las economías y mercados internacionales así como de los fondos de inversión nacionales e internacionales. Se estudiará la tendencia que pueden seguir en el futuro próximo y se concluirá cuáles pueden ser los activos y los tipos de fondos más interesantes para invertir en 2015.

1.4. Estructura del trabajo

El presente trabajo tiene como objetivo último concienciar al inversor sobre un vehículo de inversión especialmente relevante en una época de recuperación económica y tipos de interés bajos como la que estamos viviendo: los fondos de inversión. La primera parte de este trabajo está destinada a explicar la razón por la cual el estudio de los fondos de inversión desde el punto de vista de un inversor minorista resulta especialmente interesante. Un fondo de inversión, en último término, es una cartera de valores de la que cualquier inversor puede comprar una participación y cuya gestión se delega a una sociedad gestora. Por ello, la segunda parte del presente trabajo se centra en explicar la teoría de carteras que contribuirá a la comprensión del funcionamiento de los fondos de inversión. En primer lugar se explica la teoría de la eficiencia de los mercados, piedra angular de la teoría de carteras y clave para comprender cómo se opera en los mercados para conseguir obtener rentabilidades. A continuación se realiza un análisis pormenorizado de los productos financieros disponibles en los distintos mercados y su funcionamiento. De esta manera el inversor minorista, cuando se le presente una serie de fondos de inversión entre los que elegir, podrá hacerlo siguiendo un criterio con fundamento técnico.

La tercera parte del trabajo se centra más concretamente en la teoría de fondos, se explica cómo funcionan, los conceptos clave que se deben manejar con agilidad, las herramientas básicas a disposición del inversor para evaluar el desempeño de un fondo y la regulación en materia de protección al inversor que afecta a las entidades de servicios de inversión, entre las que se encuentran los fondos de inversión. Por último se procede a analizar la situación actual general de los fondos de inversión, cómo les afectan las circunstancias económicas presentes y cómo esperan los analistas que se comporten en el futuro próximo. Para concluir se resumirán los

aspectos clave del trabajo y se extraerán conclusiones sobre los tipos de fondos y de activos más atractivos para invertir en 2015.

2. Teoría de carteras

Los fondos de inversión se encuadran dentro del campo de estudio de la gestión de carteras; por lo tanto, es necesario entender las bases teóricas de esta rama de estudio para llegar a comprender su funcionamiento y utilidad. Es por ello, que en este epígrafe dedicaremos un espacio a analizar la eficiencia de los mercados y los tipos de mercados financieros así como los productos que en ellos se comercializan. Resulta útil comprender la eficiencia de los mercados puesto que de ella se deriva la capacidad de actuación de la que disponen los agentes para batir al mercado. Por otro lado, el cliente minorista debe tener a su disposición la información sobre el funcionamiento y productos disponibles en los mercados financieros para así poder seleccionar los fondos de inversión que mejor se adapten a sus necesidades y expectativas atendiendo a los productos en los que invierte dicho fondo. A continuación se describen y analizan el mercado monetario y el de capitales; este último engloba los mercados de renta fija, renta variable, derivados y divisas.

2.1. Eficiencia de los mercados

Para poder comprender la teoría de carteras clásica es imprescindible acudir en primer lugar a la teoría de los mercados eficientes de Fama (1965). En base a los estudios de Fama (1965), Aragonés y Mascareñas (1994), argumentan que “un mercado de valores es *eficiente* cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco (valor actual de todos los flujos de caja esperados)”. La eficiencia en los mercados, por lo tanto, significa que el precio de los activos financieros refleja siempre toda la información que hay disponible en el mercado. En un mercado eficiente no existen activos sobrevalorados ni infravalorados por lo que la rentabilidad que se obtiene de ellos se ajusta perfectamente al riesgo que se está asumiendo.

El binomio rentabilidad-riesgo es una referencia recurrente en toda la teoría financiera y en él está basada la teoría de la gestión de carteras. La **rentabilidad** se puede obtener por medio de dos vías: o bien a través de rentas, que se concretan en dividendos y se van acumulando a lo largo del tiempo, o bien a través de plusvalías derivadas de movimientos en el precio del activo. A corto plazo se otorga más

importancia a las plusvalías, que también son mayores que las rentas (por ejemplo los dividendos), pero a largo plazo son más importantes las rentas puesto que la riqueza se va acumulando. El **riesgo** se puede medir de diversas formas; las más utilizadas son la volatilidad en porcentaje (desviación típica) y en euros con el método Value at Risk (VaR). Según el binomio rentabilidad-riesgo, el riesgo que se asume debe ser recompensado con una mayor rentabilidad, luego, habrá una relación directa entre estas dos magnitudes: a mayor riesgo asumido, mayor rentabilidad esperada y viceversa. La rentabilidad adicional obtenida por asumir un mayor riesgo es lo que denominamos prima de riesgo. La tercera variable que se tiene en cuenta a la hora de evaluar un activo financiero es la liquidez. “La liquidez de un activo se mide por la facilidad y la certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas.”; entendemos por realización la conversión de cualquier activo en dinero. (Calvo, Parejo, Rodríguez, & Cuervo, 2014). El tener un título más líquido tiene un precio, por lo tanto a mayor liquidez mayor será el precio.

Por supuesto, resulta muy difícil determinar el valor intrínseco de un activo financiero. Sin embargo, al poseer la misma información, los agentes del mercado deberían valorar el activo en un rango próximo a su valor intrínseco real (Aragonés & Mascareñas, 1994). Es posible que en algunas ocasiones, a pesar de tratarse de un mercado eficiente, exista una brecha entre el precio de un activo y su valor intrínseco. En estos casos son los especuladores quienes, al aprovechar una situación de ineficiencia temporal del mercado para obtener un beneficio (comprando si está infravalorado o vendiendo si está sobrevalorado), devuelven el mercado al equilibrio.

Roberts (1967) definió tres niveles de eficiencia en los mercados de valores según el tipo de información que se refleja de inmediato en el precio de los activos del mercado. El primer nivel es la **eficiencia débil**; según esta hipótesis los precios de los valores reflejan únicamente los precios históricos de los activos del mercado. De esta forma, la asignación de precios se realizará por medio del análisis técnico y los inversores no podrán batir al mercado utilizando información de precios históricos. La única forma de batir al mercado será utilizando la información hecha pública en el presente y/o información privilegiada. En segundo lugar se encuentra la hipótesis de **eficiencia semi-fuerte**, según la cual, los precios actuales reflejan exclusivamente la

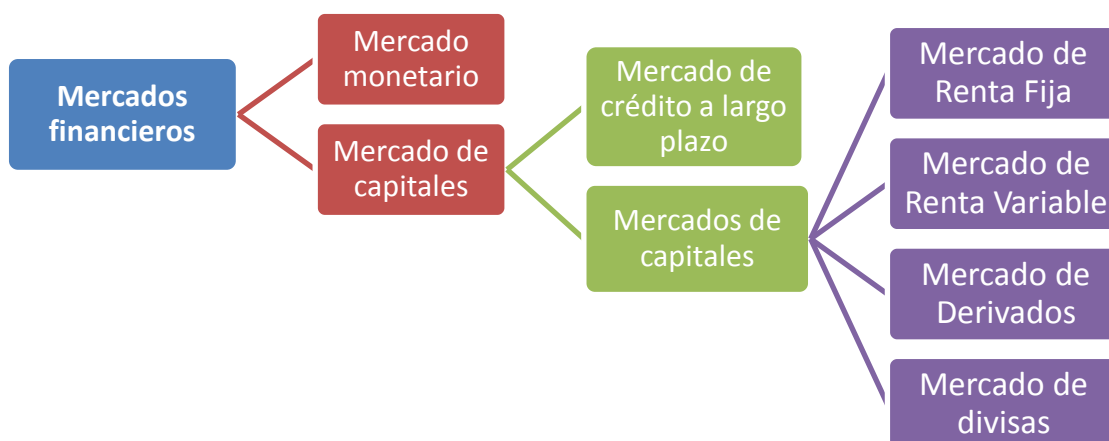
información pública presente y la información histórica de los precios. De acuerdo con esta hipótesis, solo es posible batir al mercado utilizando información privilegiada; “la persona que emplee el análisis fundamental para intentar lograr un rendimiento superior a la media del mercado está perdiendo el tiempo” (Aragonés & Mascareñas, 1994). Por último, según la hipótesis de **eficiencia fuerte**, los precios de los activos del mercado reflejan toda la información pasada y presente ya sea pública o privada. En este caso, la única forma en la que el inversor podría batir al mercado sería gracias al azar. Es prácticamente imposible que se dé este tipo de eficiencia en los mercados, solo se podría dar en un mercado perfecto. “En resumen, los mercados se aproximan a la eficiencia cuando los participantes en los mismos creen que no son eficientes y compiten buscando esa ineficiencia que les hará ganar una mayor rentabilidad que el promedio de los inversores” (Aragonés & Mascareñas, 1994).

Como se verá más adelante cuando distingamos los distintos tipos de Fondos de Inversión existentes en el mercado, hay distintas formas de obtener rentabilidad en las inversiones: batiendo al mercado, replicándolo o apostando a que la rentabilidad del mercado va a caer (tomando posiciones bajistas), entre otras.

2.2. Tipos de mercados financieros según los activos que los componen

Para formar y hacer un buen seguimiento de una cartera debemos, en primer lugar, saber qué activos están disponibles en el mercado y sus características. La consideración más importante que se debe realizar a la hora de invertir es: ¿en qué estamos invirtiendo? Es crucial entender en profundidad los activos que pueden incluirse en cada tipo de fondo y cómo funcionan. Prueba de la importancia de este paso previo a la inversión, es el caso de las *subprime* en EEUU y los escándalos que se han producido en España recientemente a raíz de la venta de preferentes a personas que no podían entender la naturaleza ni los riesgos de los productos en los que invertían. A continuación enumeraremos y explicaremos cada uno de los distintos mercados financieros.

Figura 1: Esquema resumen de los principales mercados financieros



Fuente: Elaboración propia

2.2.1. Mercado monetario

Dodd⁴ (2012), describe los mercados monetarios como “un medio para que prestamistas y prestatarios satisfagan sus necesidades de financiación a corto plazo”. El llamado mercado monetario, está compuesto a su vez por una serie de mercados en los que se negocian diferentes activos. En estos mercados se canaliza el ahorro, de aquellos que disponen de fondos y quieren realizar una inversión líquida y a corto plazo, a los que necesitan financiación a bajo coste. El mercado monetario “comprende mercados para instrumentos tales como cuentas bancarias, incluidos los certificados de depósito; préstamos interbancarios; fondos de inversión en el mercado monetario; papeles comerciales; letras del Tesoro, y préstamos de valores y acuerdos de venta con pacto de recompra (repos)” (Dodd, 2012). En general se trata de activos con vencimiento a corto plazo (menos de 18 meses) y muy líquidos. Los **préstamos interbancarios** se realizan dentro de un mercado compuesto por bancos en el que se prestan dinero unos a otros, para poder realizar la actividad bancaria, a un precio medio llamado tasa EURIBOR, muy utilizado como referencia en el mercado monetario.

El **papel comercial** se asemeja a los pagarés y lo emiten los bancos con calificación crediticia alta y otros tipos de empresas de gran tamaño. Las **Letras del**

⁴ Randall Dodd, Economista Financiero del Departamento del Tesoro de Estados Unidos

Tesoro son instrumentos de deuda que emiten los gobiernos a corto plazo (18 meses) y son el instrumento más seguro en el que invertir ahorros. Los **repos** son un instrumento muy utilizado en la práctica financiera debido a su liquidez y rapidez para tomar o realizar préstamos. Se trata de operaciones financieras con pacto de recompra: se toma o realiza un préstamo (el prestatario vende al prestamista títulos de renta fija) con el pacto de que a vencimiento, el prestatario recomprará el título que ha vendido a un precio que recoja el valor del título más unos intereses. Los **fondos de inversión en el mercado monetario** emiten participaciones en una cartera compuesta por activos del mercado monetario por lo que sus inversiones se centran en instrumentos muy líquidos, de alta calificación y a corto plazo. Sin embargo, ofrecen rentabilidades muy bajas a causa del anteriormente mencionado binomio rentabilidad-riesgo.

En definitiva, la seguridad de estas inversiones puede venir por dos vertientes: o bien la inversión está garantizada, o bien su rating (calidad crediticia que le otorgan las agencias de rating) da fe de su calidad. Los depósitos están garantizados por el Fondo de Garantía de depósitos hasta 100.000€, las Letras del Tesoro están avaladas por el Estado que las emite y los Repos están garantizados por el título objeto de la operación. Por otro lado, los depósitos y papel comercial requieren una confianza en la entidad financiera que se mide con el rating. Valoraremos por lo tanto, a la hora de decidir, la capacidad del emisor de devolver el dinero a sus inversores. Puesto que el papel comercial no está garantizado de ninguna forma es un producto que no está al alcance de los inversores minoritarios (Dodd, 2012).

La inversión más segura son las Letras del Tesoro debido a las características del mercado en el que se negocian; es un mercado con mucho volumen de negociación y por lo tanto muy líquido. Sin embargo existen productos más complejos y arriesgados como los papeles comerciales respaldados por activos y los repos tripartitos. Los papeles comerciales respaldados por activos o también denominados **activos titulizados** los utilizan las entidades para vender activos ilíquidos. En vez de vender el conjunto del activo se divide en partes representadas por títulos semejantes al papel comercial pero están respaldados por el activo que subyace. Los activos titulizados serán una inversión segura o no en función de la calidad crediticia del activo

subyacente y de la capacidad de la entidad emisora de acceder a efectivo para hacer frente a pérdidas inesperadas ante la dificultad de vender el activo subyacente. Los **repos tripartitos** se utilizan para letras del tesoro y títulos de organismos públicos y su funcionamiento se organiza en torno a dos bancos que actúan como intermediarios manteniendo las garantías y transfiriendo la propiedad del título de renta fija una vez pagado el préstamo.

2.2.2. Mercado de capitales

En este mercado se negocian activos con vencimiento a medio y largo plazo por lo que se trata de activos más arriesgados. Entre los valores mobiliarios negociados en este mercado encontramos: valores mobiliarios de renta variable (acciones), valores mobiliarios de renta fija (pública y privada), valores mobiliarios de renta fija convertibles en acciones y productos derivados (futuros y opciones).

Los mercados de capitales se pueden dividir en dos grupos: mercados de crédito a largo plazo y mercados de valores que a su vez se subdividen en mercados de renta fija, mercados de renta variable, derivados y divisas.

Renta Fija

En primer lugar estudiaremos los mercados de renta fija; en ellos se negocian títulos representativos de una parte alícuota de una deuda emitidos por un organismo estatal (deuda pública) o por una empresa privada (deuda privada). La posesión de un título de renta fija le proporciona al tenedor el derecho a recibir un interés⁵ y el nominal del título a vencimiento. Dentro de los títulos de deuda pública podemos encontrar, de mayor a menor por orden de plazo, Letras del Tesoro (vencimiento inferior a 18 meses), Bonos (a 3 y 5 años) y Obligaciones (a 10, 15 y 30 años). Entre los títulos de deuda privada (corporativa) podemos distinguir obligaciones y bonos, en función de su vencimiento, y pagarés de empresa entre otros. El término genérico para los títulos de renta fija que se suele utilizar es **bonos**.

⁵ Puede materializarse en un cupón cuando se trata de bonos con cupones o del tipo de interés implícito en la diferencia entre el precio de emisión y el nominal en el caso de los bonos cupón cero.

Existen diversos tipos de obligaciones en el mercado, las clasificamos en función de sus características y los derechos asociados a ellas.

- **Obligaciones ordinarias:** son aquellas que convierten al obligacionista en un acreedor de la empresa, el cual solo posee derechos económicos que se concretan en la percepción de cupones previamente estipulados en un contrato, salvo que sea un bono cupón cero, además del nominal de la obligación a vencimiento (Roldán Alegre, 2008).
- **Obligaciones especiales:** tienen alguna característica que las diferencia de las obligaciones ordinarias.
 - o **Obligaciones participativas:** Son aquellas que aseguran al inversor un cupón fijo además de uno variable en función de los beneficios obtenidos por la empresa (López-Jurado González, Gracia Ramos, Yagüez Insa, & Merigó Lindahl, 2008)
 - o **Obligaciones indicadas:** Son aquellas cuyo tipo de interés está asociado a un índice de precios como el Índice de Precios de Consumo (IPC) para proteger a los inversores de la pérdida de poder adquisitivo a causa de la inflación (López-Jurado González, Gracia Ramos, Yagüez Insa, & Merigó Lindahl, 2008).
 - o **Obligaciones con tipo de interés variable:** El contrato estipula distintos tipos de interés a pagar en los sucesivos periodos.
- **Obligaciones convertibles:**
 - o **Obligaciones convertibles propiamente dichas:** dan derecho a intercambiar las obligaciones por acciones. Para entregar las acciones la empresa realizará una ampliación de capital. (Roldán Alegre, 2008)
 - o **Obligaciones canjeables:** se pueden intercambiar las obligaciones por títulos de la empresa o sus filiales bien sean acciones o bien otras obligaciones. (Roldán Alegre, 2008)
 - o **Obligaciones con opción:** son aquellas que proporcionan un derecho adicional, el obligacionista adquiere un derecho a comprar acciones de la empresa durante un periodo de tiempo determinado. En estas

obligaciones, aunque se ejerza la opción de compra de acciones se deberá amortizar la obligación (López-Jurado González, Gracia Ramos, Yagüez Insa, & Merigó Lindahl, 2008).

Para poder comprender el funcionamiento de la renta fija es necesario familiarizarse en primer lugar con la terminología y magnitudes utilizadas en este mercado:

- **Valor nominal:** Se representa en la divisa en la que se emite el bono, es el importe que figura en el título de renta fija. Se utiliza para calcular los intereses y el importe que debe recibir el tenedor del título a vencimiento.
- **Valor de emisión:** Puede ser superior o inferior al valor nominal, dependerá de si el bono se ha emitido con prima de emisión o al descuento (bonos cupón cero como las Letras del Tesoro). El valor de emisión se calcula como el valor nominal más prima de emisión o valor nominal menos descuento y se mide siempre en porcentaje sobre el valor nominal.
- **Vencimiento:** es el momento del tiempo en el que termina la relación contractual entre el emisor de la deuda y el tenedor del título. En este momento pueden ocurrir dos cosas en función de si el título se emitió al descuento o no. Por un lado, en los activos emitidos al descuento se paga un importe inferior al nominal por lo tanto su rentabilidad se deriva de la diferencia entre el precio pagado y el valor nominal. En este caso el tenedor de estos bonos (llamados cupón cero porque se produce un único pago) recibirá a vencimiento el valor nominal del título. Si el bono tiene cupones se irán pagando en los momentos pactados y a vencimiento se realizará un último pago de un cupón más el principal que coincidirá con el valor nominal si se ha emitido a la par y será superior si se ha emitido sobre la par (con prima).
- **Rentabilidad del cupón:** se obtiene mediante la división del cupón entre en precio del bono.

- **Cupón corrido:** se trata de los intereses devengados y no pagados. El devengo supone que ya tienen derecho a recibir una proporción del cupón por el tiempo que han tenido el título pero no ha llegado todavía el momento del pago.
- **Precio de adquisición:** es la suma del precio de cotización en ese momento más el cupón corrido. El cupón corrido le corresponde a la persona que haya sido propietaria del título durante un periodo en el que se hayan devengado intereses pero no se hayan pagado todavía.
- **Rendimiento (yield-to-maturity YTM):** equivale a la TIR que es la rentabilidad esperada de un bono dado un precio, unos cupones y suponiendo la reinversión de los cupones a la misma tasa TIR.

Una vez se ha emitido el bono y está circulando en el mercado secundario su precio puede variar. Para calcular el valor de un bono debemos calcular el valor hoy (llamado actualizar o descontar) de los flujos de caja futuros, puesto que el dinero pierde valor a lo largo del tiempo a causa de la inflación y el coste de oportunidad⁶. El valor de un bono que proporciona cupones periódicos se calcula de la siguiente forma (Mascareñas, 2013):

Ecuación 1: Ecuación del precio de un bono

$$P = \frac{C}{(1 + i_{0,1})^1} + \frac{C}{(1 + i_{0,2})^2} + \dots + \frac{C + N}{(1 + i_{0,n})^n}$$

P: Precio del bono hoy

C: Cupón

N: Nominal

$i_{0,n}$: tipo de interés actual en el mercado, dada por la curva de tipos cupón cero en función de las expectativas, para un bono cupón cero con vencimiento en el año n.

Existen diversos tipos de riesgos asociados a la renta fija. La distinción más genérica es la que realiza el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁷ entre el riesgo diversificable y el riesgo no diversificable o sistemático. El riesgo sistemático es

⁶ Al comprometer el dinero en un activo financiero, no se puede destinar a otras inversiones.

⁷ El CAPM es un modelo de valoración de activos financieros desarrollado por Sharpe, Lintner & Mossin entre 1964 y 1966. Es uno de los modelos de valoración más utilizados

consecuencia de la globalización financiera y se trata de un riesgo general que influye en el conjunto de la economía. Este riesgo está asociado a la posibilidad, o bien de que dentro de un mismo país una incidencia en una institución financiera se contagie al resto del sistema financiero, o bien de que eventos en una parte del mundo afecten al sistema financiero de nuestro país (Bustelo, 1999). Sin embargo, hay una parte del riesgo de los activos, específico de la actividad, que se puede neutralizar mediante estrategias de inversión, se trata de la llamada diversificación. La diversificación consiste en distribuir las inversiones de tal manera que el riesgo previsible se pueda evitar no teniendo exposición excesiva a ningún activo en concreto; equivale al refrán “no pongas todos los huevos en la misma cesta”.

Si se invierte en una cartera representativa del conjunto de la economía, el riesgo resultante de la cartera será únicamente el riesgo sistemático. La diversificación se puede realizar de dos maneras: el riesgo se puede diversificar dentro de la empresa en función de los negocios que decida realizar o se puede diversificar en el mercado de capitales invirtiendo en distintos títulos. Puesto que este riesgo queda anulado, no será retribuido (Gómez-Bezares, 1990). Los inversores esperan una remuneración mayor por asumir un mayor riesgo. Podemos, por lo tanto, descomponer el precio en dos: **precio del tiempo** que es la tasa de interés de mercado y **precio del riesgo** que es la rentabilidad exigida por el riesgo adicional asumido (Sharpe, 1964). Los principales tipos de riesgos que podemos encontrar en los mercados son los siguientes:

El **riesgo de tipo de interés** es el derivado de la variación de los tipos de interés. La variación en los tipos de interés tiene un doble efecto. Por un lado afecta al precio de los bonos (riesgo de precio) puesto que un aumento en el tipo de interés provoca una reducción en el precio del bono y viceversa. Por otro lado el tipo de interés afecta a la rentabilidad que obtendremos si se tiene que reinvertir el dinero que proporciona el bono; existe el riesgo de no obtener la rentabilidad prevista en un principio por el mercado para un periodo determinado (riesgo de reinversión) (Brotos Martínez, 2014). Estos riesgos tienen comportamientos contrarios: una subida de tipos de interés provocará una caída en el precio del bono (se materializa el riesgo de precio) pero si se reinvierten los cupones se obtendrá una rentabilidad mayor. Este riesgo queda anulado en el momento de la Duración, por lo que también se utiliza como medida de

riesgo en la renta fija. La duración es únicamente el punto en el tiempo en el que los efectos contrarios que las variaciones de los tipos de interés tienen sobre precio y reinversión de cupones se contrarrestan.

El **riesgo de tipo de cambio** o riesgo de divisa se deriva de las fluctuaciones de los precios de las divisas. Si la inversión que se realiza está denominada en una moneda (moneda extranjera) diferente a la del inversor (moneda doméstica) el valor de la inversión se ve afectado por dos lados. En primer lugar el valor de la inversión dependerá de la rentabilidad obtenida por la inversión pero se verá afectado positiva o negativamente por la variación del precio de la divisa. Si el cambio en el precio de la divisa supone que el inversor recibe más moneda extranjera por cada unidad de moneda doméstica su poder adquisitivo aumentará y viceversa. Este riesgo se suele cubrir en los mercados por medio de los derivados: swaps, forward sobre divisas, futuros y opciones sobre tipos de cambio que generen los beneficios necesarios para compensar las pérdidas derivadas de las variaciones en el tipo de cambio (González-Aréchiga, Díaz Tinoco, & Venegas-Martínez, 2001).

Como se ha mencionado previamente, existe un riesgo de que la conversión en dinero de un activo a través de su venta sea difícil o al hacerlo se incurra en pérdidas; este peligro se denomina **riesgo de liquidez**. El **riesgo de contrapartida** está asociado al emisor de los bonos. El emisor tiene la obligación de pagar al inversor unos cupones periódicos además del principal y el cupón correspondiente a vencimiento pero cabe la posibilidad de que llegado el momento del pago no sea capaz de hacerle frente.

El **riesgo de inflación**, al igual que el riesgo de divisa puede tener un efecto de aumento o disminución del poder adquisitivo del inversor. La subida o bajada general de los precios representada por índices como el IPC condicionarán el valor del dinero. El **riesgo impositivo** viene dado por la estabilidad en las leyes tributarias como ocurre en España. A mayor frecuencia de cambio en los tipos impositivos establecidos por la ley, mayor será el riesgo impositivo puesto que el inversor se arriesga a que la ley tributaria cambie en cualquier momento afectando así a las ganancias que obtenga.

El **riesgo operacional** incluye errores humanos o de sistemas dentro de la organización así como el riesgo legal asociado a la inseguridad jurídica como factor externo (Nieto Giménez-Montesinos & Gómez Fernández, 2006). El **riesgo de mercado** se resume en las consecuencias económicas adversas que podría tener una variación de precios sobre la posición de la empresa en determinados activos (López Domínguez).

Los **índices** aglutinan tipos de activos homogéneos según sean de renta variable, fija, de un país o de un sector concreto entre otras variables. En las inversiones en mercados de capitales son muy importantes los índices, si se obtiene un 10% de rentabilidad puede parecer que el gestor ha hecho un buen trabajo pero no será así si el índice de referencia proporciona un 12%. Existen muchos índices, tanto de renta fija como de renta variable. Existen índices de renta fija española, internacional, de países emergentes, global (Luque, 2013).

Renta Variable

En el mercado de renta variable, a diferencia del de renta fija, la rentabilidad que obtiene el inversor no es el resultado de un tipo de interés previamente pactado. La rentabilidad deriva de la variación en los precios y del reparto de beneficios de la empresa concretado en los dividendos. Los valores de renta variable se llaman acciones, éstas son partes alícuotas del capital social de una empresa. Existen diferentes tipos de acciones, la diferencia entre ellas reside en los derechos inherentes a cada clase de acción. Las acciones por sí mismas no tienen fecha de vencimiento, será decisión de su propietario el venderlas o no y a qué precio está dispuesto a venderlas.

En relación a la venta de acciones es importante valorar el riesgo de liquidez asociado a ellas puesto que si cotizan en mercados poco líquidos puede resultar difícil venderlas a un precio que no cause pérdidas. El único caso en el que se puede producir la amortización de las acciones por parte del emisor es si la empresa decide reducir capital. En caso contrario el inversor debe acudir a los mercados secundarios para vender las acciones, recuperar su inversión y consecuentemente obtener una plusvalía o una pérdida salvo que las venda al mismo precio que las compró.

El accionista es, en último término, propietario de la empresa. Por ello, tiene una serie de derechos tanto económicos como políticos enunciados por la CNMV.

Derechos económicos:

- Derecho a la recepción del dividendo
- Derecho preferente de suscripción: derecho a adquirir nuevas acciones en una ampliación de capital antes que los suscriptores que no son ya accionistas para evitar la dilución de su participación.
- Derecho a la cuota de liquidación: en caso de que se liquide la sociedad, los accionistas tendrán derecho a recibir la parte proporcional a su participación después de que se hayan satisfecho los pasivos.

Derechos políticos

- Información
- Asistencia y voto en las juntas de accionistas
- Transmisión
- Impugnación de acuerdos sociales
- Separación
- Representación proporcional en el consejo

Hay notables diferencias entre la renta fija y la renta variable:

Tabla 1: Comparativa de la situación del accionista y del obligacionista

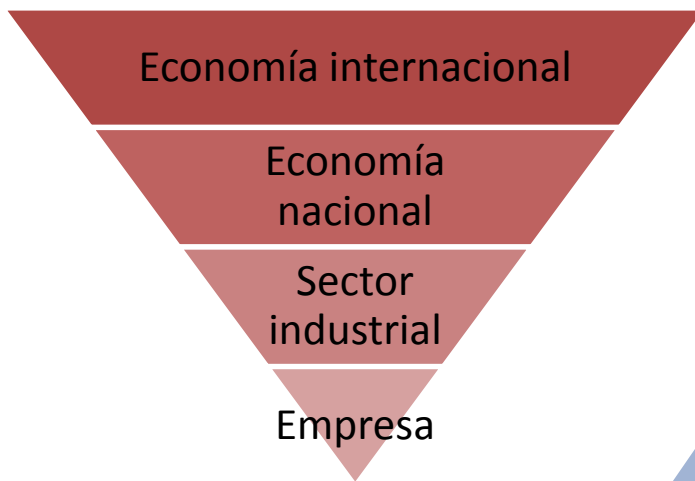
	Accionista	Obligacionista⁸
Estatus jurídico	Socio	Acreedor
Rentas que percibe	Dividendo: depende de los resultados de la empresa	Interés: pactado en contrato
Reembolso de la inversión	No hay reembolso salvo liquidación o reducción de capital	Reembolso de la forma estipulada a vencimiento
Derechos políticos	Tiene	No tiene
Riesgo	Mayor, son los últimos en cobrar en caso de liquidación	Menor, tienen prioridad en el cobro en caso de liquidación

Fuente: Elaboración propia

⁸ Se denomina obligacionista al propietario de títulos de renta fija.

Los fondos de inversión cuentan con analistas que valoran las acciones. Se invertirá en cierta acción siempre y cuando esté infravalorada. Esto es, que su precio en el mercado es inferior al valor que le adjudican los analistas. Existen diversos métodos de valoración entre los que se encuentran el análisis técnico y el análisis fundamental. El análisis técnico es una disciplina que está relacionada con la teoría de la eficiencia de los mercados. Se basa en observar el comportamiento del mercado en sí mismo ya que considera que la información del mercado está reflejada en los precios de las acciones por lo que el mercado es quien puede dar la mejor información sobre su comportamiento futuro (AFI, 2012). El análisis fundamental, sin embargo, se centra en el negocio que realizan las empresas y en su entorno, se trata de un análisis pormenorizado de las compañías. Este tipo de análisis se focaliza en los rasgos básicos de la compañía con la intención de invertir a medio/largo plazo sin que el nerviosismo del mercado o las circunstancias a corto plazo afecten a la decisión de invertir en una empresa con buenas perspectivas de futuro. El análisis fundamental utiliza herramientas como la microeconomía, macroeconomía, estrategia empresarial, contabilidad, análisis de ratios bursátiles y valoración (Scherk, 2011). Dentro del análisis fundamental podemos distinguir entre análisis *top-down* y *bottom-up* en función de si se comienza a analizar lo más general del entorno de la empresa o lo más concreto. En este último caso lo primero que se elegiría son las acciones y es por esto que también se llama stock picking:

Figura 2: Análisis top-down



Fuente: Elaboración propia

Figura 3: Análisis bottom-up



Fuente: Elaboración propia

Como se ha subrayado previamente, la rentabilidad que se obtiene por una inversión es el resultado de la asunción de riesgo, este modelo fue desarrollado por Markowitz (1952). En su publicación *Portfolio Selection* explica que el inversor debe buscar una inversión que le proporcione la máxima rentabilidad con el mínimo riesgo. Tobin (1958) desarrolló el modelo de Markowitz introduciendo el activo libre de riesgo. Este activo aunque no tenga riesgo sí proporciona al inversor la posibilidad de obtener una rentabilidad (prestando dinero a la tasa libre de riesgo) o tomar prestado dinero a la tasa libre de riesgo para realizar una inversión alternativa más rentable. Tobin propone por tanto crear una cartera que combine el activo arriesgado con el activo libre de riesgo en diferentes proporciones (Brun Lozano & Moreno Fuentes, 2012). Las teorías de Markowitz y Tobin muestran que es posible aumentar la rentabilidad sin aumentar el riesgo realizando combinaciones de renta variable y renta fija. Esta es la política que siguen los fondos mixtos los cuales se encuentran en auge actualmente como se verá más adelante.

Existen índices de renta variable que aglutinan el comportamiento de renta variable con características homogéneas. El desempeño de una cartera de renta variable se comparará con el comportamiento del índice de referencia también llamado *Benchmark*, por ejemplo el IBEX 35⁹, EUROSTOXX 50¹⁰, NIKKEI 225¹¹ o el DAX 30¹². Una

⁹ Índice de renta variable española

de las medidas del desempeño de los fondos de inversión, el alfa de Jensen, se basa precisamente en la comparación del desempeño del fondo con el del *Benchmark* como se detallará más adelante.

Derivados

Los mercados de productos derivados han cobrado cada vez más importancia en el mundo financiero. Debido a la reciente sofisticación financiera de los inversores y a su uso más allá del que se le da en los mercados puramente financieros¹³, surge la necesidad de que los inversores los comprendan. Cuando se habla de derivados resulta muy relevante diferenciar entre dos tipos de mercados según su estructura: mercados extrabursátiles (Over The Counter, OTC) y mercados regulados. Se establece la diferencia entre estos dos mercados en la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID) DE 2004, reformada a su vez por la Directiva MIFID 2 en el año 2014 la cual deberá ser implementada por los países miembro de la Unión Europea en un plazo máximo de dos años y medio (Calvo, Parejo, Rodríguez, & Cuervo, 2014). La diferencia más notable entre los dos mercados, en lo que a los derivados se refiere, es el concepto de Cámara de Compensación¹⁴. En los mercados regulados actúa como intermediario entre las dos partes de una operación. En ella se depositan unas garantías para asegurar la capacidad de hacer frente a los pagos necesarios. Si las pérdidas recurrentes suponen que ya no se puede asegurar el pago, la Cámara exigirá más garantías o cerrará la posición. La liquidación diaria de pérdidas y ganancias es una de sus principales características. Cada día, cuando cierran los mercados, se añade o retira el dinero correspondiente a las ganancias o pérdidas a las cuentas de cada cliente. Por ello, la figura de la Cámara de Compensación elimina el riesgo de contrapartida.

¹⁰ Índice de renta variable europea

¹¹ Índice de renta variable japonesa

¹² Índice de renta variable alemana

¹³ Los derivados se utilizan en operaciones que puede realizar cualquier persona en su día a día. Algunos ejemplos del papel que juegan los derivados en la vida diaria de las personas son: la contratación de derivados por parte de los bancos para asegurar el pago de un determinado interés a vencimiento de los depósitos y el uso de derivados para fijar cláusulas techo y suelo en los préstamos hipotecarios.

¹⁴ La cámara de compensación en España es BME Clearing.

Según la definición de la CNMV los productos derivados son “instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otro activo, denominado “activo subyacente””. Los activos subyacentes utilizados pueden ser de varios tipos: títulos e índices de renta variable, tipos de interés, activos e índices de renta fija, divisas, materias primas (commodities) y crédito (o solvencia de una entidad).

Los productos derivados se pueden negociar tanto en mercados regulados como en mercados extrabursátiles (OTC), los principales instrumentos son los futuros y las opciones. La principal característica de las operaciones con derivados radica en que los términos de los contratos se establecen hoy pero no conoceremos el resultado económico de la operación hasta que no se materialice en el futuro (beneficio o pérdida)¹⁵. Puesto que la operación se realiza en una fecha futura, cuando se opera con derivados no se precisa el pago del principal, esta situación causa el **efecto apalancamiento**. Al operar con derivados se realiza un desembolso que no se corresponde con el principal. Supongamos que un inversor dispone de un presupuesto de 100€ para comprar acciones con un precio de 1€ cada una. Si dicho inversor decide comprar las acciones hoy, deberá desembolsar la cantidad íntegra por la compra de sus acciones, permitiéndole así convertirse en propietario de 100 acciones. Sin embargo, si opera con derivados el desembolso será menor que el principal, a efectos explicativos supongamos que 10 céntimos por acción. Al comprar derivados, por 100€ podrá convertirse en propietario de 1.000 acciones a cambio de desembolsar 100€ hoy. El efecto apalancamiento es el resultado de que por los mismos 100€ se entreguen 1.000 acciones en vez de 100 por lo que con una inversión de 100€ se puede ganar o perder 10 veces más si se utilizan derivados que si se realiza la operación al contado (hoy).

Las operaciones con derivados eliminan el riesgo de mercado puesto que se pacta hoy el precio para una operación de compra o venta futura independientemente de cuál sea el precio real del activo subyacente en dicho momento futuro. Además

¹⁵ En el caso en el que se realice una cobertura para asegurar un resultado en particular independientemente del comportamiento del precio del activo subyacente sí se podrá conocer el resultado final al inicio de la operación. Sin embargo, esto no ocurre cuando se opera con derivados de manera aislada, habrá que realizar operaciones adicionales para tener una posición cubierta.

reducen el riesgo de liquidez y se elimina el riesgo de contrapartida si se opera con derivados negociados en mercados regulados. A continuación se detallan los tipos de productos derivados existentes y la entidad encargada de supervisarlos en España:

Tabla 2: Tabla explicativa de tipos de derivados, dónde se negocian y la autoridad que los regula en España

Tipo	Categoría	Supervisor
Productos derivados	Negociados en mercados regulados: <ul style="list-style-type: none"> Futuros y opciones financieras (MEFF¹⁶) y no financieras (MFAO¹⁷) Warrants 	CNMV
Productos derivados OTC	Productos negociados en mercados secundarios OTC: <ul style="list-style-type: none"> Contratos a plazo (forwards) FRAs Permutas financieras (swaps) Opciones ... 	No supervisados ¹⁸
Productos estructurados	Negociados en mercados regulados: <ul style="list-style-type: none"> Certificados Turbowarrants 	CNMV
	No negociados en mercados regulados: <ul style="list-style-type: none"> Derivados de crédito¹⁹ 	No supervisados
Otros productos no negociables	<ul style="list-style-type: none"> De naturaleza mixta Contratos Financieros Atípicos (CFAs) 	CNMV

Fuente: Elaboración propia adaptada de Guía Informativa de la CNMV (2006)

Este trabajo no pretende entrar en detalles muy específicos sobre cómo operar con derivados sino realizar únicamente una somera introducción al tema para que el inversor minorista con un perfil de riesgo alto maneje con facilidad conceptos básicos cuando se le proponga invertir en derivados. Con este propósito se explicarán las características generales de los productos derivados más significativos, los futuros y las opciones. Un contrato a **futuro** es un acuerdo para comprar o vender un producto, (activo subyacente) en una fecha futura a un precio pactado hoy. Llamamos contrato de futuro a este producto si se negocia en un mercado organizado y forward si se

¹⁶ Mercado Español de Productos Financieros Derivados

¹⁷ Mercado de Futuros del Aceite de Oliva

¹⁸ Antes de la crisis de 2007 los mercados OTC estaban poco regulados, posteriormente se establecieron unas reglas de funcionamiento para estos mercados OTC.

¹⁹ Actualmente en España no se comercializan a inversores minoristas

negocia en un mercado OTC. Los futuros se pueden comprar y vender a cambio de depositar una garantía en la Cámara de Compensación eliminando así el riesgo de contrapartida. La diferencia entre el Precio Futuro y el Precio de Liquidación determinará si el comprador o vendedor obtiene un beneficio o una pérdida. La compraventa de un futuro es vinculante, una vez se ha pactado la operación, las partes están obligadas a comprar o vender el activo subyacente, según les corresponda, al precio estipulado. Las pérdidas y ganancias son ilimitadas puesto que la operación se realizará independientemente de cuál sea el precio a vencimiento. Si el precio pactado fuese de 100€ pero el subyacente valiese 40€ en el mercado, el comprador del futuro tendría una pérdida de 60€ porque compra a 100€ lo que podría haber comprado por 40€. El vendedor del futuro, al tener la posición contraria gana 60€.

A diferencia de los futuros, la compra de una opción, equivale a la adquisición del *derecho* a comprar (*call*) o vender (*put*) el activo subyacente al precio pactado (precio de ejercicio o *strike*) en una fecha futura. El precio de comprar ese derecho se denomina prima y depende de diversas variables que varían según el tipo de subyacente. Si el comprador de la opción decide no ejercitar su derecho, el vendedor de la opción recibirá la prima.

Tabla 3: Tabla resumen de los aspectos clave de opciones y futuros

Derivado		Operación	Derecho/obligación	Beneficios/Pérdidas
Futuro		Compra	Obligación de comprar	Ambos ilimitados
		Venta	Obligación de vender	Ambos ilimitados
Opción	Call (opción de compra)	Compra	Derecho a comprar	Beneficio ilimitado Pérdida limitada a la prima
		Venta	Obligación de vender	Beneficio limitado a la prima Pérdida ilimitada
	Put (opción de venta)	Compra	Derecho a vender	Beneficio ilimitado Pérdida limitada a la prima
		Venta	Obligación de comprar	Beneficio limitado a la prima Pérdida ilimitada

Fuente: Elaboración propia

Se pueden utilizar los derivados con diversos fines:

- **Cobertura:** Se utiliza para gestionar el riesgo. Su objetivo último es asegurar un precio en el futuro y no maximizar el beneficio por la diferencia de precios.²⁰. Se usan para muchas otras cosas como por ejemplo para cubrirse ante variaciones de los precios de las divisas que podrían afectar en último término a la rentabilidad de una inversión (riesgo de cambio).
- **Especulación:** al contrario de la cobertura, pretende maximizar el beneficio derivado de la diferencia entre el precio pactado y el precio de mercado del subyacente.
- **Arbitraje:** es una estrategia que aprovecha la diferencia de precio del mismo activo en dos mercados diferentes. Comprará el activo en el mercado en el que sea más barato y lo venderá en uno o más mercados que ofrezcan un precio superior por él. Estas situaciones duran muy pocos segundos y las diferencias de precio suelen ser mínimas por lo que para obtener un beneficio razonable hay que realizar operaciones muy grandes. Por ello el arbitraje lo realizan los grandes operadores del mercado que disponen de los medios para ello.

Para llevar a cabo operaciones de compraventa con derivados, también conocido como abrir posiciones en el mercado, es necesario hacerlo a través de un intermediario financiero. Es importante recordar que al existir un mercado secundario de derivados es posible cerrar la posición en el momento que se desee sin necesidad de mantenerla hasta vencimiento.

²⁰ Un panadero, cuya materia prima principal es la harina, no puede operar con la inseguridad de cuánto va a pagar la próxima vez que se aprovisione y tener que decidir si cambiar el precio del pan constantemente o asumir las pérdidas. Por ello realizará una estrategia de cobertura ante posibles movimientos desfavorables de los precios para que los beneficios que pueda llegar a obtener no dependan de la variación del precio del trigo.

Divisas

En este mercado se negocia con monedas de distintos países. Las monedas tienen un precio en función de las demás monedas denominado **tipo de cambio**. Es importante conocer el mercado de divisas porque la variación en los tipos de cambio puede afectar al valor de las inversiones denominadas en monedas ajenas a la doméstica. Al cambiar el dinero percibido a la moneda propia la rentabilidad que se haya obtenido por la inversión puede verse mermada. Por ello, las inversiones en divisa extranjera suponen un riesgo adicional.

3. Teoría de fondos

3.1. Introducción a los fondos de inversión

En este epígrafe se procede a realizar un estudio pormenorizado del funcionamiento de los fondos de inversión, las figuras que intervienen y la terminología ampliamente utilizada. Como ya se ha mencionado anteriormente, los fondos de inversión ofrecen a los inversores un vasto número de posibilidades de inversión adaptados siempre a los perfiles de riesgo específicos. Sin embargo, la persona que mejor puede juzgar la adecuación de un fondo de inversión a las necesidades específicas de un inversor particular es el propio inversor. Es por esto que toda persona que desee invertir en fondos de inversión deberá jugar un papel activo seleccionando el fondo que mejor se adapte a sus necesidades de entre todos los que le ofrezca su asesor. Para poder desempeñar dicho papel el inversor debe poseer los conocimientos básicos que le permitan juzgar la adecuación de cada fondo de inversión a sus propias necesidades. La información utilizada para la elaboración de este capítulo se ha obtenido principalmente de la guía informativa de la CNMV sobre los fondos de inversión y la inversión colectiva publicada en 2008.

3.1.1. Inversión colectiva

La inversión colectiva consiste en que varias personas se pongan de acuerdo para aportar una cantidad a un patrimonio común y que dicho patrimonio se gestione conjuntamente. De este modo cada uno de los partícipes será propietario de la parte proporcional del fondo que haya aportado. Este patrimonio se invertirá en activos financieros o no financieros (activos inmobiliarios). Entre los vehículos de inversión colectiva recogidos en la legislación española podemos encontrar los siguientes (CNMV, 2008):

- **Fondos de inversión mobiliaria (FI):** Los fondos de inversión mobiliaria son el objeto de estudio del presente trabajo. Este tipo de fondo invierte su patrimonio en valores mobiliarios como puede ser la renta fija, la renta variable o los derivados. Más adelante se detalla en profundidad el funcionamiento de los fondos de inversión mobiliaria así

como los aspectos clave que el inversor minorista debe comprender antes de invertir en ellos.

- **Fondos de inversión inmobiliaria (FII):** los fondos de inversión inmobiliaria dedican su patrimonio a invertir en bienes inmuebles para alquilarlos. Obtendrán su rentabilidad de los alquileres que perciban así como de una posible evolución favorable del mercado inmobiliario. Se denominarán Sociedades de Inversión Inmobiliaria cuando tomen forma de sociedad mercantil. Estos fondos son apropiados para aquellos inversores que tengan un horizonte de inversión a largo plazo.
- **Sociedades de inversión mobiliaria (SICAV):** las SICAV funcionan de la misma forma que los fondos de inversión. Sin embargo, las personas que realicen aportaciones a este vehículo se denominan accionistas y no partícipes como en los fondos, puesto que las SICAV toman forma de sociedad anónima. Al igual que en los fondos, las SICAV se pueden dividir en compartimentos compuestos por distintas series de acciones donde cada serie funcionará con una política distinta de comisiones. Las acciones de una SICAV pueden cotizar en bolsa o bien suscribirse mediante un proceso similar al de los fondos de inversión.
- **Fondos cotizados (ETF):** Los ETFs o *Exchange Traded Funds* son fondos de inversión cuyas participaciones se negocian en un mercado regulado. Su política de inversión se centra en la gestión pasiva, es decir, su objetivo es replicar índices de renta fija o renta variable. La principal característica de las participaciones que cotizan en mercados regulados son su liquidez, transparencia e inmediatez.
- **Fondos de inversión libre (FIL):** También denominados *hedge funds* o fondos de inversión alternativa. Este tipo de fondos lleva aparejado un alto nivel de riesgo por lo que están dirigidos principalmente a inversores profesionales. Los fondos de inversión libre operan con una mayor libertad que aquellos destinados a inversores minoristas, no se les aplican los límites de concentración de inversiones ni los máximos de comisiones.

- **Fondos de fondos de inversión libre (Fondos de FIL):** Este tipo de fondos, también denominados fondos de *hedge funds*, invierten al menos el 60% de su patrimonio en los ya mencionados *hedge funds* pero no más del 10% en una misma institución. El riesgo de los fondos de inversión libre en los que se invierte se diluye por la selección de *hedge funds* que realiza la gestora y por la consiguiente diversificación.
- **Instituciones de inversión colectiva extranjeras:** En España también pueden operar instituciones de inversión colectivas procedentes de otros países. Estas entidades pueden estar armonizadas o no, es decir, actuar de acuerdo a la legislación de la Unión Europea o no.

3.1.2. Concepto y funcionamiento de los fondos de inversión

Los fondos de inversión comienzan a funcionar de la forma en la que los conocemos hoy en día en la década de los 80. Se trata de un tipo de institución de inversión colectiva destinada principalmente a los clientes minoristas puesto que no es necesario disponer de una gran cantidad de dinero ni una alta tolerancia al riesgo para acceder a este vehículo de inversión por la amplia variedad de fondos que se comercializan.

Varias figuras toman parte en el funcionamiento de un fondo de inversión. En primer lugar está a la **sociedad gestora**, esta sociedad es responsable de la toma de decisiones de inversión para el patrimonio del fondo. La gestora administra y representa al fondo puesto que los fondos de inversión no tienen personalidad jurídica propia. Parte de su responsabilidad reside en elaborar el llamado folleto, un documento que se elabora con el objetivo de informar al inversor de las características principales del fondo. La **entidad depositaria** es la que custodia los activos en los que está invertido el patrimonio del fondo, tanto el efectivo como los valores. Las partes alícuotas en las que se divide el patrimonio de un fondo de inversión se denominan **participaciones**; el hecho de adquirir participaciones se denomina **suscripción** y cuando se venden las participaciones se está realizando un **reembolso** que puede ser total o parcial. El valor de mercado de cada participación se denomina **valor liquidativo** y se calcula de la siguiente forma:

Ecuación 2: Valor liquidativo de una participación en un fondo

$$\text{Valor liquidativo} = \frac{\text{Patrimonio total del fondo}}{\text{Número de participaciones en circulación}}$$

El valor liquidativo puede fluctuar por dos razones: en primer lugar, la entrada o salida de partícipes puede afectar de manera negativa o positiva respectivamente al valor liquidativo de las participaciones restantes²¹. Por otro lado, si el valor de los instrumentos en los que está invertido el patrimonio del fondo disminuye también lo hará el valor liquidativo de las participaciones.

La forma más frecuente de comprar y vender participaciones en un fondo es a través de una **entidad comercializadora**, como pueden ser los bancos. Los bancos suelen tener sus propias sociedades gestoras por lo que pueden funcionar con dos tipos dinámicas. Se denominarán **arquitecturas cerradas** aquellas en las que el banco únicamente ofrece a sus clientes los fondos de su gestora. En los bancos que operan con **arquitecturas abiertas** se ofrecerán a los clientes los mejores fondos del mercado, tanto fondos de inversión gestionados por la gestora del propio banco como los de otras entidades gestoras. Aunque es una práctica menos común, las gestoras también tienen la posibilidad de comercializar sus propios fondos. Como contraprestación al servicio que se le presta al inversor se exigirá el pago de una serie de comisiones como la de gestión, depositaría, suscripción y reembolso cuya naturaleza y límites máximos se detallarán cuando se explique el contenido del folleto del fondo.

La **rentabilidad** de un fondo de inversión se calcula como la tasa de variación del valor liquidativo en un periodo que comienza en la fecha de suscripción y termina en la fecha de reembolso como se muestra a continuación:

Ecuación 3: Rentabilidad de un fondo

$$\text{Rentabilidad} = \frac{VL_{\text{Reembolso}} - VL_{\text{Suscripción}}}{VL_{\text{Suscripción}}} \times 100$$

$VL_{\text{Reembolso}}$: Valor liquidativo de reembolso

$VL_{\text{Suscripción}}$: Valor liquidativo de suscripción

²¹ Si se suman nuevos partícipes al fondo su patrimonio se dividirá entre más personas por lo que a cada uno le corresponderá menos.

Como caso excepcional es posible que los fondos distribuyan de forma obligatoria una parte de las ganancias. Si esto ocurre se deberá tener en cuenta la rentabilidad obtenida por la distribución anticipada y sumarse a la rentabilidad calculada con la fórmula anterior.

Los fondos de inversión, como cualquier producto financiero, entrañan un **riesgo** que dependerá directamente de los activos en los que se encuentre invertido el patrimonio del fondo. En el caso de que los mercados en los que se invierta registren comportamientos adversos a las posiciones de inversión que haya tomado se pueden producir pérdidas. Con carácter general, la renta variable es más arriesgada que la renta fija por ser las cotizaciones de las acciones más volátiles que los precios de la renta fija²².

La **fiscalidad** es una característica clave en los fondos de inversión y uno de sus rasgos más atractivos. Las ganancias obtenidas en un fondo de inversión, consideradas ganancias o pérdidas patrimoniales, están exentas de tributación hasta que se realice su reembolso efectivo. Por lo tanto, se pueden realizar traspasos del capital invertido más las ganancias obtenidas entre fondos de inversión sin necesidad de tributar por ellas. En caso de reembolso, la plusvalía que conforma la base imponible se calcula restando el valor de suscripción del valor de reembolso de las participaciones. Dicha plusvalía se integrará en la base imponible del ahorro y tributará a los siguientes tipos marginales (Ceniceros, 2014):

Tabla 4: Tipos impositivos del ahorro

Ganancias	Tipo 2015	Tipo 2016
Hasta 6.000€	20%	19%
De 6.000€ a 50.000€	22%	21%
Más de 50.000€	24%	23%

Fuente: Ceniceros (2014)

²² Para un análisis más profundo sobre los riesgos que entrañan los fondos de inversión en función de los activos en los que invierte véase el epígrafe 2.2.

3.1.3. Tipos de fondos según los activos en los que invierten

- **Fondos de renta fija:** se trata de fondos invierten la mayor parte de su capital en activos de renta fija. Esta categoría engloba también a los fondos monetarios puesto que invierten principalmente en activos de renta fija a corto plazo.
- **Fondos de renta variable:** los fondos de renta variable invierten la mayor parte de su capital en activos de renta variable. A su vez se establecen subcategorías de fondos por mercados, sectores u otras características distintivas de los valores.
- **Fondos mixtos:** los fondos mixtos invierten su patrimonio tanto en activos de renta fija como en activos de renta variable.
- **Fondos globales:** los fondos globales no definen su política de inversión de antemano en cuanto a moneda, distribución geográfica o tipo de valores en los que invertirá. Por ello, dentro de la categoría de los fondos globales se pueden encontrar fondos con altos niveles de riesgo.
- **Fondos garantizados:** los fondos garantizados merecen un análisis más detallado puesto que la garantía de conservación del capital tiene un coste, que no siempre resulta evidente, para el inversor. Este tipo de fondos ofrecen a quien invierta en ellos una garantía total o parcial por la cantidad invertida inicialmente. No se consideran garantizados aquellos fondos que publicitan un objetivo de rentabilidad puesto que se trata de un objetivo y no está garantizada. Al evaluar los fondos garantizados debemos tener en cuenta que, a pesar de su relativamente bajo nivel de riesgo, pueden no ser apropiados para cualquier inversor.

a) **Condiciones para la efectividad de la garantía. Restricciones de liquidez:** por su naturaleza los fondos de inversión garantizados limitan la liquidez de sus participaciones. Para poder asegurar la recuperación de la inversión inicial, o al menos una parte de ella, los gestores necesitan reducir al mínimo posible las entradas y salidas del capital puesto que afectan a las estrategias que utilizan para garantizar el capital invertido a vencimiento. Por ello, un inversor solo debe invertir en un fondo garantizado el

dinero que no prevea que vaya a necesitar antes de que venza la garantía. En el caso de que el inversor necesite el dinero antes de la fecha de vencimiento de la garantía podrá sufrir pérdidas puesto que esas participaciones no estarán cubiertas por la garantía. Para que sus participaciones sean más líquidas, algunos fondos proporcionan “ventanas de liquidez” en las que los partícipes pueden reembolsar sus participaciones sin que se le aplique la correspondiente comisión de reembolso. Sin embargo, al ser reembolsadas antes de la fecha de vencimiento de la garantía, las participaciones reembolsadas no están garantizadas. Ciertos fondos realizan pagos a lo largo del periodo de inversión; se trata de reembolsos obligatorios y por lo tanto sujetos a tributación.

- b) Problemática al vencimiento de la garantía:** cuando vence la garantía del fondo la gestora tiene dos posibilidades: ofrecer una nueva garantía o funcionar como un fondo de inversión normal no garantizado. Si las nuevas condiciones del fondo ya no resultan interesantes o adecuadas para el inversor, podrá ejercer su derecho de separación sin coste alguno. Si no se ejerce este derecho cuando la entidad financiera le comunique el cambio en las condiciones del fondo, se asumirá que el inversor acepta las nuevas condiciones y desea continuar siendo partícipe.
- c) Fiscalidad:** los fondos garantizados presentan una particularidad tributaria debido a la forma en la que se materializa la garantía en caso necesario. Si la garantía es **interna** al fondo significará que en caso de no llegar al objetivo del valor liquidativo, es el fondo quien recibe la diferencia y luego la distribuye entre sus partícipes. En el caso de la garantía interna, la cantidad adicional que se entrega al inversor para alcanzar el valor liquidativo objetivo se encuentra incluida en el valor liquidativo de reembolso; por ello el conjunto tributará como ganancia patrimonial. Sin embargo, si la garantía es **externa** al fondo, el

inversor recibirá el valor liquidativo de reembolso que le corresponda y se le ingresará en su cuenta corriente una cantidad adicional para compensar la diferencia entre el valor liquidativo de reembolso real y el objetivo. En este segundo caso, la cantidad adicional que recibe el inversor tributa como rendimiento del capital mobiliario. Por lo tanto tributará de acuerdo a la escala general del impuesto con su correspondiente retención. El tipo impositivo variará según el año de devengo de la garantía: 2014 (21%), 2015 (20%), 2016 (19%)²³.

d) Cálculo de la posible rentabilidad: algunos fondos garantizados aseguran, además de la cantidad inicial invertida, un rendimiento adicional. Dentro del conjunto de fondos garantizados podemos distinguir dos categorías principales:

- **Fondos garantizados de renta fija (GRF):** además de garantizar la preservación del capital invertido, suelen garantizar también un rendimiento fijo.
- **Fondos garantizados de renta variable (GRV):** generalmente solo hay una garantía por la cantidad invertida. Sin embargo, pueden ofrecer un rendimiento adicional en función del comportamiento de los mercados. Es posible que a causa de un comportamiento adverso de los mercados el inversor no perciba dicha rentabilidad adicional. Fuera de este grupo de fondos, hay otros que aseguran un rendimiento mínimo a vencimiento de la garantía.

En los fondos garantizados el inversor está cubierto ante posibles pérdidas en su inversión inicial. Puesto que deja de ser el inversor quien asume el riesgo y pasa a asumirlo el propio fondo, la rentabilidad que perciba el inversor será inferior a la que

²³ El tipo aplicable a cada año se puede consultar en la página web de la agencia tributaria

correspondería si asumiese la totalidad del riesgo. Existen diferentes formas de cálculo de la revalorización de los instrumentos en los que está invertido el fondo²⁴. Al partícipe le llegará un porcentaje de los rendimientos alcanzados por el fondo que será mayor o menor en función de la fórmula aplicada para calcular la revalorización pero, en general, no recibirá la totalidad del rendimiento.

- **Fondos de fondos:** algunos fondos de inversión invierten en otros fondos seleccionándolos y proporcionando un escalón adicional de diversificación. Los fondos en los que invierten no son necesariamente *hedge funds* sino fondos de inversión mobiliaria.
- **Fondos por compartimento:** los fondos de inversión pueden dividirse en compartimentos con políticas de inversión y regímenes de comisiones independientes. Puesto que a las participaciones de cada compartimento se le aplican diferentes comisiones, sus valores liquidativos serán diferentes.

3.1.4. Estilos de inversión

- **Value investing - growth investing:** el *value investing* es una técnica que se desarrolla partiendo de la base de que los mercados son ineficientes y es posible obtener rendimientos invirtiendo en activos infravalorados. Este estilo de inversión se beneficia de la fluctuación en los precios de los activos financieros a corto plazo. Sin embargo, el *growth investing* se centra en la inversión en empresas que presentan un crecimiento excepcional con respecto a las demás empresas de su sector. Este tipo de empresas reinvierten sus beneficios y su objetivo principal es crecer, por ello, las inversiones en este tipo de empresas serán a más largo plazo. (Fidelity)
- **Rentabilidad absoluta – rentabilidad relativa:** el estilo de inversión de rentabilidad absoluta busca obtener una rentabilidad como porcentaje

²⁴ Ver tabla 8 en el anexo

de la inversión inicial. Dicha rentabilidad será positiva e independiente del comportamiento de los mercados financieros. Cuando se busca una rentabilidad absoluta es clave obtener rendimientos positivos también cuando los mercados bajan, los gestores lo consiguen tomando posiciones cortas²⁵ en mercados bajistas. Por otro lado, los fondos que buscan una rentabilidad relativa toman como referencia un índice del mercado y aspira a seguirlo o batirlo por un porcentaje. (Cervera, 2014)

- **Gestión activa – gestión pasiva – gestión alternativa:** las carteras de gestión activa son aquellas que pretenden explotar las ineficiencias del mercado y batirlo identificando los activos sobrevalorados o infravalorados. Es muy importante recordar que este estilo de gestión requiere un mayor número de operaciones, cada una de ellas con sus correspondientes comisiones. La gestión pasiva, pese a no ser estática, requiere un número inferior de transacciones por lo que los gastos de realizar operaciones constantemente son menores. La gestión pasiva presupone una eficiencia en los mercados por lo que no tiene como objetivo último batirlos. En la gestión pasiva la obtención de rendimientos está supeditada a otros objetivos del inversor²⁶. Por último, la gestión alternativa busca desvincularse del mercado y obtener rentabilidades absolutas positivas independientemente de cómo se comporte el mercado, este es el caso de los *hedge funds*. (Cervera, 2014)

3.2. Aspectos clave del folleto de un fondo

El folleto informativo sobre el fondo que está obligada a redactar la sociedad gestora proporciona al inversor toda la información relevante sobre dicho fondo. El folleto de cada fondo se encuentra registrado en la CNMV detallando todas las características que se deben tener en cuenta a la hora de elegir un fondo:

²⁵ Se denomina “tomar una posición corta” cuando se vende un activo sin tenerlo, pidiéndolo prestado. De esa forma se vende el activo cuando está caro y se recompra más tarde a un precio inferior.

²⁶ Un ejemplo de objetivos que se antepone al de maximizar la rentabilidad puede ser recibir de sus inversiones una cantidad de dinero en una fecha determinada para hacer frente a un pago.

características generales del fondo, condiciones para las suscripciones y reembolsos, política de inversión, garantía de rentabilidad (en el caso de los fondos garantizados) y comisiones. Las entidades comercializadoras deben entregar el folleto en formato simplificado a sus clientes antes de que suscriban las participaciones. En el epígrafe 3.1 se hace referencia a la información que puede recoger el folleto de un fondo. Para poder tomar una decisión de inversión es imprescindible comprender la información contenida en este documento para evitar suscribir fondos que no se adecúen a las necesidades del inversor.

Tabla 5: Contenido del folleto de un fondo

Contenido del folleto de un fondo
1. CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL FONDO
<ul style="list-style-type: none"> • Perfil de riesgo: conservador, moderado o alto. La entidad debe realizar los test de idoneidad y conveniencia para determinar el perfil del inversor y recomendarle los fondos de inversión indicados para su perfil. • Inversión mínima inicial: algunos fondos de inversión, especialmente los que acarrear un riesgo más alto, requiere una inversión mínima para poder acceder a ellos. • Inversión mínima a mantener: los fondos que determinen una inversión mínima a mantener realizarán un reembolso de la totalidad de las participaciones si el inversor ordena que se realice un reembolso parcial que deje su participación por debajo del mínimo a mantener. • Duración mínima recomendada de la inversión
2. SUSCRIPCIONES Y REEMBOLSOS
<ul style="list-style-type: none"> • Valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos • Hora de corte: la hora de corte se utiliza para establecer el valor liquidativo que se aplicará a una suscripción o un reembolso. A todas las solicitudes realizadas a partir de la hora de corte se les aplicará el valor liquidativo del día siguiente. • Preavisos: algunas gestoras exigen un preaviso para reembolsar las participaciones. Este apartado es especialmente importante para poder acceder a las ventanas de liquidez de los fondos garantizados.

Contenido del folleto de un fondo
<ul style="list-style-type: none"> • Frecuencia de cálculo del valor liquidativo: el inversor debe saber cada cuánto se calcula el valor liquidativo de sus participaciones para poder evaluar el desempeño del fondo y compararlo con otros; para emitir un juicio los valores liquidativos deben ser comparables.
3. POLÍTICA DE INVERSIÓN
<ul style="list-style-type: none"> • Categoría del fondo y activos en los que invierte • Objetivo de gestión: garantizar la inversión inicial, objetivo de rentabilidad no garantizado o replicar un índice, entre otros. • En fondos garantizados, características principales de la garantía
4. GARANTÍA DE RENTABILIDAD
<ul style="list-style-type: none"> • Alcance y circunstancias condicionantes de la garantía • Fecha de vencimiento de la garantía • Fórmulas de cálculo de la posible revalorización²⁷ • TAE garantizada, si es posible, su cálculo: consultar para ver el rendimiento fijo que garantizan los fondos que ofrecen un rendimiento fijo garantizado.
5. COMISIONES
<ul style="list-style-type: none"> • Base para el cálculo de las comisiones: se pueden calcular sobre el patrimonio, resultados... • Otras condiciones para la aplicación de comisiones como la existencia de tramos de permanencia o las aplicables en el caso en que se acuda a las ventanas de liquidez • Límite máximo aplicable de las comisiones • Comisiones que se le aplicarán

Fuente: Elaboración propia en base a CNMV (2008)

3.3. Medidas de la *performance*

La medida del desempeño utilizada más comúnmente es el **ratio de Sharpe**. Podemos definir este ratio como el diferencial de rentabilidad obtenido sobre el activo libre de riesgo por unidad de riesgo total (riesgo diversificable y sistemático) (Morningstar). En general, un ratio de Sharpe mayor de uno se considera muy positivo.

²⁷ Ver anexo tabla 7

Para fondos de rentabilidad absoluta un 0,5 se considera adecuado (Graña, 2014). La fórmula para calcularlo es la siguiente:

Ecuación 4: Ratio de Sharpe

$$S = \frac{R_c - R_f}{\sigma_c}$$

R_c : rentabilidad de la cartera, en este caso, rentabilidad obtenida por el fondo de inversión que se evalúa.

R_f : Rentabilidad del activo sin riesgo. Podemos tomar como referencia el bono alemán a 10 años.

σ_c : volatilidad de la cartera, en este caso, volatilidad del fondo de inversión que se evalúa.

El **índice de Treynor** se calcula de la misma forma que el ratio de Sharpe, sin embargo, solo tiene en cuenta el riesgo sistemático (no diversificable) que se asume, representado por la beta. Por lo tanto será un cociente del exceso de rentabilidad que obtiene el fondo por encima del activo libre de riesgo y la beta (Graña, 2014). Representa el diferencial de rentabilidad por unidad de riesgo sistemático. Se calcula de la siguiente forma:

Ecuación 5: Índice de Treynor

$$T = \frac{R_c - R_f}{\beta_c}$$

β_c : Riesgo sistemático soportado por la cartera, en este caso, el fondo de inversión.

El **alfa de Jensen** es una medida que permite valorar el desempeño del gestor de un fondo. Mide el rendimiento marginal que ha obtenido el fondo y que no se explica por el comportamiento favorable del mercado sino por una estrategia acertada que ha tomado el gestor (Graña, 2014).

Ecuación 6: Alfa de Jensen

$$\alpha_c = R_i - [R_f + \beta_{c,M} \times (R_m - R_f)]$$

Podemos ver que el segundo miembro de la resta es la fórmula del cálculo de la rentabilidad por el método CAPM. Por lo tanto se está calculando la diferencia entre la rentabilidad obtenida y la que se debería haber obtenido según el CAPM dadas unas condiciones de mercado.

El **tracking error** se calcula como la desviación típica de las diferencias de rentabilidad entre el fondo y su índice de referencia. Se utiliza para medir cuánto se ha desviado el gestor de la rentabilidad que ofrecía el Benchmark por invertir en activos distintos a éste. Si el *tracking error* se encuentra entre un 0% y un 2% nos encontraríamos ante un fondo de gestión pasiva, el *tracking error* indica que el gestor sigue el índice de referencia muy estrechamente. Un fondo con un *tracking error* entre el 2% y el 5% entraña más riesgo que el *Benchmark* pero está controlado. Se tratará de un fondo de gestión activa aquel que tenga un *tracking error* superior al 5% (Graña, 2014).

El **Value-at-Risk (VaR)** representa la cantidad máxima de dinero que se puede perder con una inversión, medido en la divisa correspondiente, con una probabilidad y en un plazo determinado. Se trata de una medida de riesgo muy sencilla de entender por parte del inversor minorista ya que es mucho más representativo el ser consciente de cuántos euros se pueden perder con una inversión. Un ejemplo de pregunta al que responde esta medida de riesgo puede ser: ¿Cuál puede ser mi pérdida máxima, en euros, en el próximo mes/año con una probabilidad del 99%? (Harper)

3.4. Regulación para proteger al inversor: MiFID

A lo largo de los años, los mercados financieros han experimentado un incremento de complejidad y sofisticación que ha desembocado en la necesidad de una normativa que ofrezca una mayor protección al inversor minorista. Esta normativa, *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*²⁸, Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros en español, se promulga por primera vez en el año 2004 como pieza fundamental del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) pero no entra en vigor hasta 2007. Junto con la MiFID se aprueban unas normas de aplicación

²⁸ Directiva 2004/39/CE

contenidas en la Directiva 2006/73/CE y en el Reglamento 1287/2006. Esta Directiva se traslada a la legislación española mediante la Ley 47/2007 y el Real Decreto 217/2008.

MiFID regula los mercados de instrumentos financieros a través de dos vertientes; por un lado aspira a ofrecer una mayor protección a los clientes minoristas y por otra regula la operativa de los mercados financieros para asegurar un mejor funcionamiento de los mismos. El presente trabajo, puesto que está dirigido al cliente minorista, se centrará en los aspectos de MiFID que le afectan directamente y no en la regulación de la operativa de mercados financieros.

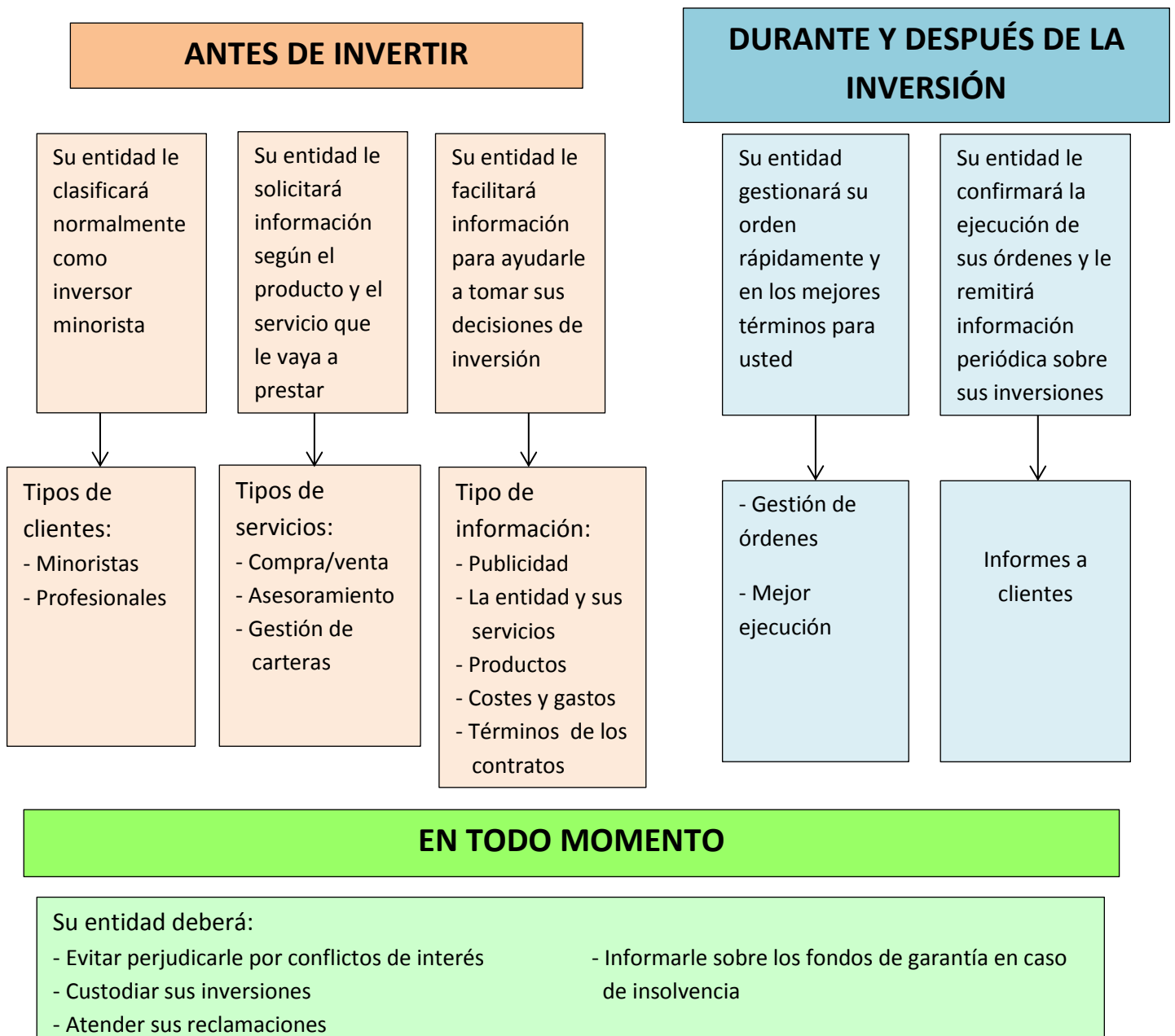
Esta directiva ha introducido importantes cambios que afectan a la relación entre entidades financieras e inversores. Los principales cambios que se desarrollarán en profundidad en este epígrafe se concretan en que: la entidad financiera solicitará información a sus clientes para adecuarse lo mejor posible a sus características individuales; a los clientes solo se les ofrecerán los productos adecuados para ellos según sus conocimientos y experiencia en mercados financieros; el asesoramiento se realizará conforme a los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de cada cliente en particular; se proporcionará al inversor una mayor cantidad de información y de mejor calidad; la ejecución de las órdenes se realizará de tal forma que se obtenga el mejor resultado posible para el inversor. Para que esta normativa tenga el resultado deseado, la CNMV afirma que el inversor debe participar activamente y actuar de manera responsable en lo relativo a sus inversiones. Debe por ello demandar la información que precise y leerla con criterio. En primer lugar se procede a analizar la directiva tal y como se aplicaba en 2008 según lo expuesto en la guía informativa *Conozca su perfil como inversor* (CNMV, 2008). Posteriormente se analizarán los cambios llevados a cabo en 2014 que han dado lugar a la legislación vigente, MiFID II, acorde al informe publicado por la ESMA²⁹ *Enhanced protection for retail investors: MiFID II and MiFIR*.

La normativa MiFID se aplica únicamente a ciertos productos financieros como pueden ser los derivados, la renta fija, la renta variable y los fondos de inversión; estos son los denominados “productos MiFID”. Sin embargo, este abanico de productos se

²⁹ European Securities and Markets Authority

irá ampliando en las sucesivas reformas de la Directiva. La protección que se dé a un inversor dependerá de la complejidad de los productos que éste demande o la entidad financiera le ofrezca, así como de la capacidad del inversor de entender y asumir los riesgos asociados al producto que contrata. Esta normativa se fundamenta en tres principios básicos: “actuar de forma honesta, imparcial y profesional; proporcionar información imparcial, clara y no engañosa y prestar servicios y ofrecer productos teniendo en cuenta las circunstancias personales” (CNMV, 2008).

Figura 4: Aspectos clave de la normativa MiFID



Fuente: Guía informativa de la CNMV Sus derechos como inversor (2008)

En primer lugar, **antes de invertir**, la primera tarea que debe realizar una entidad financiera es determinar el tipo de cliente al que va a prestar sus servicios; existen dos opciones: que se trate de un cliente minorista o de un cliente profesional. El cliente minorista tiene un menor grado de experiencia y conocimientos en los mercados financieros por lo que requerirá una mayor protección. Los inversores profesionales son entidades como bancos, grandes compañías, compañías de seguros y como caso excepcional algunos particulares. A estos últimos se les podrán ofrecer productos más complejos y que entrañen un mayor riesgo puesto que tienen la capacidad de entender los productos y asumir el riesgo que supone contratarlos. Por estar más capacitados MiFID ofrece a los clientes profesionales un menor grado de protección.

En cuanto a los productos o servicios que se pueden ofrecer a un cliente minorista según MiFID, se deberá tener en cuenta la adecuación de cada producto a los clientes de manera individualizada. Para ello la entidad financiera está obligada a realizar un test de conveniencia con el objetivo de valorar los conocimientos y experiencia financiera previa del cliente para así ofrecerle el producto más adecuado. El único caso en el que la entidad no tiene que realizar el test de conveniencia es si el cliente decide contratar un producto no complejo por iniciativa propia; en este caso la entidad debe limitarse a ejecutar la orden (“solo ejecución”). Si el cliente solicita un producto complejo o si la entidad le ofrece un producto, sea complejo o no, deberá realizarse el test de conveniencia.

Tabla 6: Productos complejos y no complejos

Productos no complejos	Productos complejos
Acciones cotizadas Valores de renta fija Muchos tipos de fondos de inversión	Derivados (opciones, futuros, swaps y warrants, entre otros) Contratos por diferencias (CFDs) Fondos de inversión libre

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la prestación de un servicio de asesoramiento de inversiones, se realizarán recomendaciones personalizadas a cada cliente en función de sus conocimientos, experiencia, objetivos de inversión y situación financiera. La respuesta a estas preguntas se obtiene a través del test de idoneidad. Los perfiles que se pueden

deducir de estos test en función de los riesgos que estaría dispuesto a asumir y la rentabilidad que espera son conservador, moderado o arriesgado. Teniendo en cuenta estos perfiles, que son dinámicos, se debe intentar relacionar la capacidad de asumir riesgos con la disposición a asumir riesgos ya que no siempre coinciden (CNMV, 2012).

En segundo lugar tendremos en cuenta el impacto de MiFID **durante y después de la inversión**. Cuando la entidad financiera reciba una orden de compra o venta de un producto financiero deberá ejecutarla lo antes posible y en el orden en el que la haya recibido. Si se presentase alguna circunstancia por la cual la orden no puede ser ejecutada la entidad deberá informar al inversor lo antes posible. La Directiva MiFID introduce el concepto de “mejor ejecución” que supone que cuando se ejecute una orden debe hacerlo de tal forma que consiga el mejor resultado para el cliente en términos de precio del producto, gastos y comisiones. Si la entidad recibe unas instrucciones específicas del cliente que contradicen el principio de mejor ejecución deberá ajustarse a las órdenes recibidas aunque implique un peor resultado para el inversor.

A lo largo de su relación con un cliente una entidad debe proporcionarle la información necesaria para que éste pueda realizar un seguimiento de sus inversiones. Esta información incluye la confirmación de la ejecución de sus órdenes, información sobre la composición y valoración de su cartera de inversiones y una información detallada sobre los gastos y comisiones y que se le aplican.

En todo momento la entidad financiera debe velar por los intereses de sus clientes no permitiendo así que se vean perjudicados por ningún tipo de conflicto de interés, custodiando sus inversiones, informando de los fondos de garantía a los que puede acudir en caso de insolvencia y atendiendo sus reclamaciones. La ley prevé una serie de fondos de garantía pero el que resulta de aplicación al tema que nos ocupa es el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN). El FOGAIN únicamente cubre a los clientes de entidades autorizadas, registradas en la CNMV y publicadas en su página web. Este fondo es responsable de indemnizar a los clientes de empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva como son las de los Fondos de Inversión. El FOGAIN procederá a indemnizar a los clientes de dichas

entidades en determinados casos de insolvencia de la entidad por el dinero o valores depositados en ella. Quedan asegurados por tanto, el dinero y títulos financieros confiados a la entidad para su gestión con un máximo de 100.000 euros por inversor. El mecanismo de indemnización se activará en caso de que la entidad no pueda devolver los valores o el efectivo a sus propietarios por encontrarse en concurso de acreedores o que no pueda cumplir con sus obligaciones por dificultades en su situación financiera. Es muy importante tener en cuenta que el FOGAIN no cubre las pérdidas de valor de los instrumentos financieros provocadas por el funcionamiento de los mercados ni por insolvencia del emisor. (CNMV, 2009)

En 2014 se llevó a cabo una reforma de la Directiva MiFID con el objetivo de profundizar y ampliar el alcance de esta ley para así proteger al inversor en un mayor número de ámbitos; esta ley reformada se denomina MiFID II. Los cambios que se produjeron con respecto a la normativa anterior son los siguientes (European Securities and Markets Authority (ESMA), 2014):

MiFID II introduce cambios en los pagos que reciben las entidades cuando proporcionan un servicio de inversión, es decir, en las comisiones. En algunos casos se introduce una prohibición total en cuanto al cobro de comisiones, en forma dineraria o no, provenientes de una tercera parte. Un ejemplo son los gestores de fondos que pagan comisiones a las entidades que comercializan sus fondos a inversores minoristas. En el resto de los casos en los que sí se permita el cobro de una comisión por parte de un tercero ésta se deberá repercutir al cliente. En ocasiones se permiten pequeñas comisiones que mejoren la calidad del servicio siempre y cuando se revelen al cliente. Esta medida tiene como objetivo proporcionar confianza al inversor sobre la legitimidad de las decisiones de su asesor.

El **asesoramiento de inversiones** se ve afectado puesto que las entidades deben aclarar a sus clientes si el asesoramiento que les proporcionan es independiente o no. Además deberán informar de si la recomendación está basada en un análisis amplio de los mercados o se ha realizado un análisis pormenorizado teniendo en cuenta todos los productos disponibles en el mercado. El asesoramiento se considerará independiente cuando se haya analizado una cantidad suficientemente

amplia de instrumentos financieros disponibles en el mercado y la entidad no acepte pagos de una tercera parte cuando esté realizando un servicio para su cliente.

Existe un **mayor control sobre los productos que llegan a los clientes minoristas**; esta medida es aplicable tanto a empresas que crean productos como a las que los comercializan. La entidad que haga llegar cierto producto al mercado debe asegurarse de que todos los aspectos relevantes, incluidos los riesgos, son comprendidos por dicha entidad. Cuando se cree, comercialice o cambie un producto se deberá tener en cuenta el tipo de cliente al que está destinado. MiFID II regula la **salvaguarda de los activos de los clientes** puesto que las entidades deben tener procesos de control de la titularidad de los productos financieros en caso de que la entidad sufra dificultades financieras o se extinga.

Esta reforma confiere **nuevos poderes para que los reguladores prohíban productos**. Podrán prohibir permanentemente productos que consideren que no se ajustan a los intereses de los inversores. También podrán limitar la comercialización de ciertos productos financieros a determinado tipo de cliente. Esta medida previene el riesgo de que se venda un producto que no se adapta a las necesidades del comprador.

Se producen **cambios en el tipo de información que las instituciones deben proporcionar al cliente minorista antes de que invierta en un instrumento financiero o reciba asesoramiento para invertir**. Las entidades deben advertir al comprador de un producto de los riesgos asociados a él tanto si es un cliente minorista como un cliente profesional. Además se deberá informar al cliente de la amplitud de productos que se han analizado para proporcionar una recomendación y si la entidad que asesora o comercializa tiene alguna relación con las empresas de donde provienen los productos financieros recomendados.

Se debe proporcionar a los clientes mayor **información sobre tarifas y comisiones**. Las empresas tienen obligación de informar sobre todas las comisiones y costes en las que va a incurrir el cliente. MiFID II incluye además el coste del asesoramiento y el coste del producto financiero en el que invierte. La cifra acumulada de todas las comisiones que se cobran por el servicio se deberán proporcionar al cliente así como el desglose de las mismas si así lo solicita.

La reforma vela por una **mayor transparencia en los precios**. MiFID II asegura la claridad de los precios que se proporcionan en las plataformas de negociación. Tras la reforma esta medida se aplica a un mayor número de instrumentos además de las acciones. **MiFID II regula un mayor abanico de productos**; se amplía el número de productos que no se pueden vender a un cliente sin antes evaluar sus conocimientos y experiencia. Esta medida también afecta al diseño, publicidad y distribución de los instrumentos financieros regulados por la MiFID.

4. Situación actual y perspectivas de los fondos de inversión

El epígrafe que se desarrolla a continuación está basado en datos extraídos del informe económico sobre el primer trimestre de 2015 publicado por la CNMV (2015) y del informe 2014 y perspectivas 2015 sobre las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones publicado por Inverco. Se explica a continuación la coyuntura económica que da lugar a la situación en la que se encuentran los fondos de inversión en la actualidad. Posteriormente se analizarán las perspectivas en materia de economía mundial y fondos de inversión que sostienen los analistas de la CNMV e Inverco.

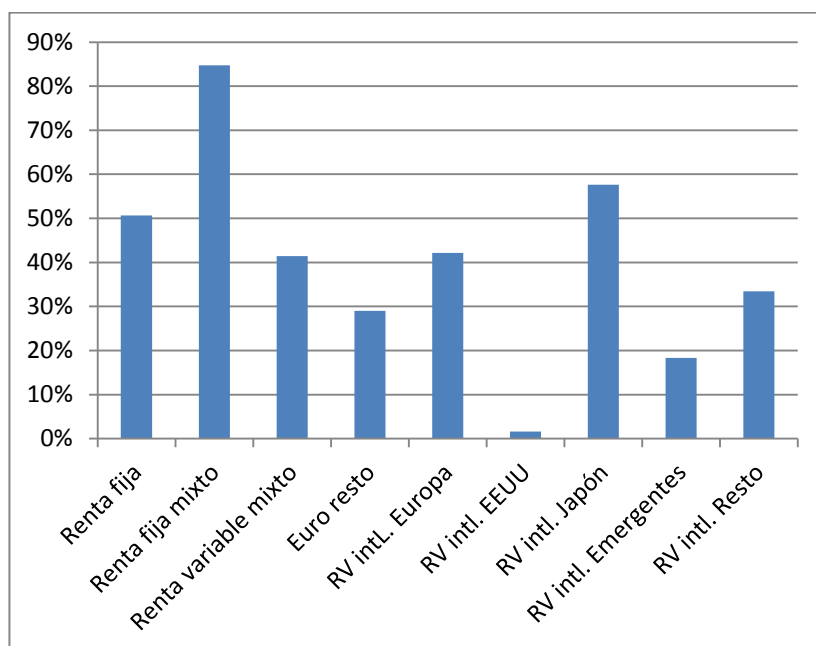
El FMI³⁰ estima un crecimiento mundial anual del 3,5% en 2015, superior al 3,3% de 2014, y que será superado en 2016 por un crecimiento del 3,7%. El crecimiento de las economías a nivel general será beneficioso para los fondos de inversión puesto que habrá mayor liquidez en circulación y una mayor renta disponible que se podrá destinar a estos productos de inversión.

En los últimos meses se ha podido observar que las economías han crecido a distintos ritmos, sin embargo, cabe destacar una mayor intensidad en el crecimiento de las economías emergentes y la de EEUU. Las economías asiáticas siguen liderando el crecimiento en términos de PIB (6,5%) pese a la leve desaceleración que ha sufrido China que ha pasado de un crecimiento del 7,7% en 2013 a uno del 7,4% en 2014. Algunas economías emergentes han experimentado una mayor desaceleración a causa de conflictos geopolíticos, como es el caso de Rusia, y de la bajada en el precio del petróleo a finales de 2014, ejemplo de lo cual son algunas economías latinoamericanas. Esta desaceleración queda demostrada por la tendencia descendente de índices de valores latinoamericanos como el FTSE Latibex All-Share³¹ que sufrió una caída del 8%.

³⁰ Fondo Monetario Internacional

³¹ Latibex es un mercado que en el que solo se negocian valores latinoamericanos. El FTSE Latibex All-Share recoge todas las empresas cotizadas en el Latibex.

Gráfico 1: Variación porcentual del patrimonio de los fondos de inversión internacionales en 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Inverco (2015)

Como muestra el gráfico sobre variación porcentual del patrimonio de los fondos internacionales de 2015, se ha incrementado considerablemente la inversión en Japón, economías emergentes y renta variable europea a causa del buen comportamiento que han tenido y las expectativas de crecimiento que se depositan en ellas. Sin embargo, la inversión en renta variable estadounidense se ha infraponderado por su comportamiento adverso, la retirada de los estímulos económicos de la Reserva Federal y la posibilidad de una subida de tipos a mediados de este año.

4.1. Mercados internacionales

Los mercados internacionales muestran una tendencia similar a la del mercado español. Las rentabilidades de la renta fija pública a largo plazo cerraron 2014 en mínimos y continuaron bajando a principios del 2015 salvo en EEUU y el Reino Unido donde se estabilizaron alcanzando EEUU el 2,1% y Reino Unido el 1,7%, magnitudes superiores a las de la zona euro. En general, los índices de renta variable internacional se revalorizaron exceptuando los estadounidenses. En el primer trimestre de 2015 la mayoría de índices de renta variable europea se revalorizó más de un 16%, los índices

japoneses se incrementaron significativamente (superando el 10%) y los estadounidenses Standard&Poor's (-0,3%) y Dow Jones (-0,4%) mostraron el peor comportamiento aunque son los que mayor revalorización muestran en una perspectiva temporal más larga. Esto explica el incremento del interés por la renta variable que se está produciendo en la industria de los fondos.

4.2. Economías emergentes

Las perspectivas para las economías emergentes son de empeoramiento a causa del impacto que ha tenido la caída del precio del petróleo en los países que lo exportan como Venezuela, Méjico o Nigeria, así como las tensiones geopolíticas en Rusia. Pese a estas previsiones de empeoramiento se espera que continúen siendo las más dinámicas. En conjunto, se prevé que las economías emergentes experimenten crecimientos de hasta el 4,3% en 2015 y alcancen el 4,7% en 2016 mientras que el crecimiento máximo esperado para economías avanzadas es del 2,4% anual tanto en 2015 como en 2016. La Reserva Federal estadounidense (FED) ha anunciado que espera mantener los tipos de interés entre el 0% y el 0,25%, situados en ese nivel desde el año 2008, por un largo periodo de tiempo. Sin embargo, está dispuesta a incrementar los tipos en función de los datos que obtenga sobre inflación y empleo. Los mercados se encuentran muy atentos a esta posibilidad puesto que los analistas coinciden en que se podría adelantar la subida de tipos en EEUU al segundo semestre de 2015. Si efectivamente la FED decidiese adelantar la subida de tipos de EEUU, eso y el incremento de las primas de riesgo que ello conllevaría, sería perjudicial para las economías emergentes que dependen de los flujos de capital³². Si aumentan los tipos de interés en EEUU las inversiones serán más atractivas y se retirarán inversiones de las economías emergentes en las que se invirtió en un inicio por su elevada rentabilidad. Esta incertidumbre explica la moderación en el incremento del interés en los valores de economías emergentes.

³² Los flujos de capital privado que se canalizan de EEUU a las economías emergentes son las inversiones directas que los estadounidenses realizan en el accionariado de las empresas del país destinatario con intención de tomar el control.

4.3. Economías avanzadas

Las economías avanzadas han experimentado un crecimiento más moderado que las economías emergentes. Entre los crecimientos más pronunciados destacan el Reino Unido (2,6%) y EEUU (2,4%). La zona euro se ha recuperado ligeramente, ha pasado de caer un 0,4% a crecer un 1,1% de media. Sin embargo, España y Alemania muestran los avances más significativos acercándose a crecimientos de 1,5% de media anual. El desplome del precio del petróleo a mediados de 2014 provocó una drástica caída en los precios del -0,6% en la zona euro y del -0,2% en EEUU según datos de enero de este año. Tanto el crecimiento más intenso en EEUU y emergentes como la caída de la inflación han llevado a que los bancos centrales en Europa pongan en marcha políticas monetarias expansivas para alcanzar su objetivo de inflación del 2%. Estas políticas se materializan en el anuncio del BCE en septiembre de 2014 de iniciar un programa de compra masiva de deuda y su posterior prórroga en enero de 2015 en vista de las tasas de paro, la inflación negativa en Europa y el crecimiento todavía en tasas inferiores a las deseadas. Este programa suavizó el efecto en los mercados del cambio de gobierno en Grecia también en enero de 2015.

Las previsiones para las economías avanzadas en 2015 y 2016 anuncian crecimientos del 2,4% anual. Este escenario de crecimiento se puede ver afectado por el fuerte descenso del precio del petróleo que beneficia a los países que lo importan y perjudica a quienes lo exportan. Sin embargo, hay algunos factores que podrían influir negativamente en el panorama de crecimiento actual. En primer lugar, la incertidumbre política griega y ahora también la española pueden afectar muy seriamente a los mercados financieros. En segundo lugar, el posible adelanto de la subida de tipos de interés por parte de la FED en EEUU perjudicaría a las economías emergentes por la retirada de las inversiones estadounidenses. Las mencionadas subidas de tipos en EEUU y Reino Unido contribuirían al aumento de la volatilidad en los mercados de divisas. Por ello, resulta más recomendable invertir en fondos que tengan estas divisas cubiertas; es decir, que utilicen derivados para eliminar el riesgo de divisa.

En el primer trimestre de 2015 los índices de renta variable han demostrado un comportamiento más estable que a finales de 2014 comparados con el resto de índices de renta variable internacionales. Los tipos de interés a largo plazo descendieron y el bono americano terminó en año 2014 en el 2,19%. La FED ha finalizado su programa de compra de deuda y puede adelantar la subida de tipos de interés como ya se ha mencionado. El FMI prevé un crecimiento para EEUU de un 3,6% en 2015 y de un 3,3% en 2016. La retirada de los estímulos monetarios por parte de la FED en el último trimestre unido a la subida de tipos que se espera en el segundo trimestre de 2015 genera una fuerte incertidumbre en los mercados financieros. Por ello el incremento porcentual de la renta variable estadounidense en los fondos de inversión ha sido mínimo.

4.4. Japón

En cuanto a Japón, en octubre el banco central anunció su intención de ampliar las políticas expansivas para estimular la economía devaluando la moneda japonesa que terminó el año prácticamente a la par que el euro. Las perspectivas de crecimiento para el 2015 y 2016 son del 0,6% y 0,8% respectivamente. Conviene remarcar que el Nikkei 225³³ terminó el 2014 con rentabilidades del 7,9% y ha experimentado el mayor crecimiento interanual (30%) después del Dax 30³⁴ (32%) según datos del 13 de marzo de 2015. Como se aprecia en el gráfico 1, un aumento muy importante del interés de los fondos de inversión por la renta variable japonesa.

4.5. Europa

A principios de 2015 se ha podido observar un aumento de los precios en los índices de la zona euro en contraposición a las caídas producidas en los últimos meses de 2014. La revalorización de los índices de la zona euro se situó por encima del 16% en el primer trimestre de 2015. Estos aumentos se vieron impulsados por la mejora de las perspectivas económicas en Europa (se beneficiaron de la caída de precios del crudo) así como por la prórroga del programa de compra de deuda del BCE. El tipo de cambio del euro experimentó una tendencia descendente en el segundo semestre de

³³ Índice de renta variable japonés

³⁴ Índice de renta variable alemán

2014. Europa tuvo un crecimiento muy superior al resto de los principales mercados como EEUU, Australia y Japón sin tener en cuenta el efecto del tipo de cambio.

Las perspectivas económicas para la zona euro apuntan a una tendencia positiva en la actividad como resultado de las políticas expansivas llevadas a cabo por el BCE. El resultado será un incremento de los flujos de capital hacia los mercados financieros; en particular, el mercado de renta variable se beneficiará del exceso de liquidez. Europa todavía arrastra dudas sobre la intensidad de la recuperación económica y la deflación que se han visto suavizadas por las medidas tomadas por el BCE.

4.6. Grecia

Los mercados financieros griegos se han visto afectados por el cambio de gobierno que se produjo en enero, la renegociación de su deuda ha causado agitación en los mercados. Las referencias de la economía griega, la prima de riesgo soberano y la volatilidad del bono a largo plazo llegaron a alcanzar niveles máximos de los dos últimos años. Sin embargo, estas circunstancias no se han contagiado a las rentabilidades y primas de riesgo de las demás economías europeas.

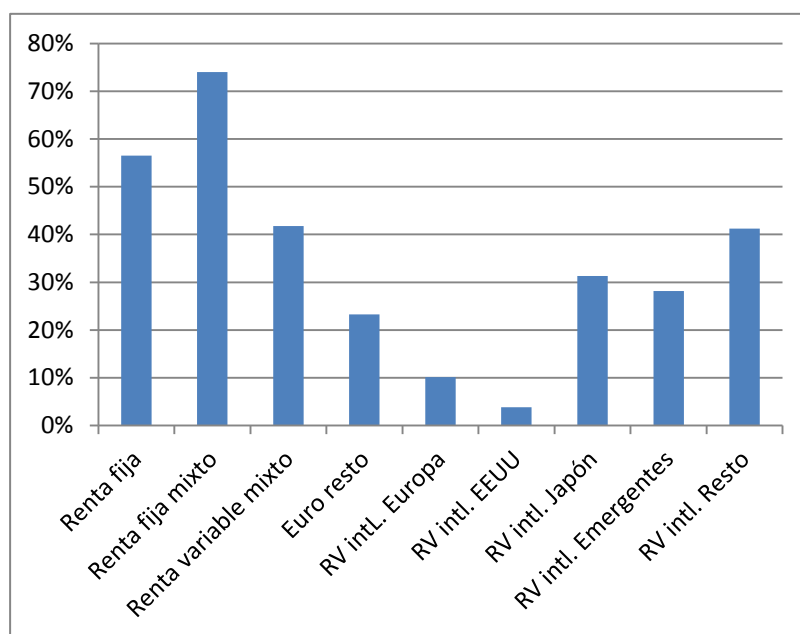
4.7. Situación de los fondos internacionales comercializados en España

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) extranjeras han experimentado desde 2012 importantes incrementos en sus patrimonios. En particular, el patrimonio de los fondos de inversión internacionales comercializados en España, pasó de 39,6 mil millones de euros a 31 de diciembre de 2014 a 59,5 mil millones de euros a 30 de abril de 2015, un incremento del 50,25% en cuatro meses. Esta industria se beneficia de que en un entorno de tipos de interés bajos y un aumento de la renta disponible de las familias, los inversores se ven obligados a buscar otras oportunidades de inversión.

En los próximos años se prevé que continúe la política monetaria de tipos de interés reducidos y a corto plazo la recuperación económica y del empleo favorecen a estos vehículos de inversión. La capacidad de estas entidades para captar fondos dependerá de la cultura de ahorro que se desarrolle en estos años posteriores a la

crisis, sin embargo el incremento de patrimonio de los fondos superior al 50% es una buena señal.

Gráfico 2: Variación porcentual de los partícipes de fondos internacionales en 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Inverco 2015

Si comparamos la variación del patrimonio de los fondos de inversión internacionales con la variación de partícipes en los fondos en el mismo periodo podremos observar que el incremento del patrimonio se debe a una revalorización de sus activos en los casos de renta variable europea y Japón, principalmente. Sin embargo, en los casos de renta variable estadounidense, economías emergentes, renta fija y “renta variable internacional resto” el porcentaje de incremento de partícipes supera al porcentaje de incremento de variación del fondo por lo que estos fondos han perdido valor.

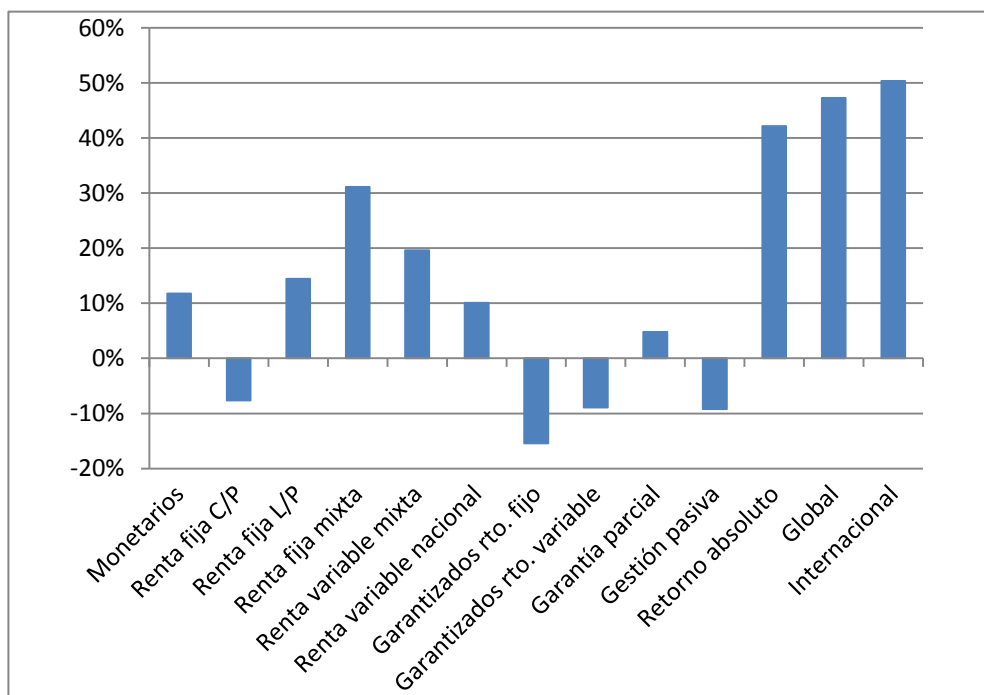
4.8. España

El avance medio del PIB español de 2014 (1,4%) ha supuesto un punto de inflexión en la tendencia bajista de los últimos años (-1,2% en 2013 y -2,1% en 2012). La demanda doméstica ha contribuido positivamente a este crecimiento (en 2,2 puntos porcentuales) así como la mejora de la actividad reflejada por el aumento del empleo y la reducción de la tasa de paro. La ya mencionada caída en el precio del petróleo también ha afectado a España llevando su inflación a niveles negativos. Se ha podido

observar recientemente una recuperación del sistema bancario y una mayor inclinación de los bancos a prestar dinero así como una mejora en las condiciones de financiación. La financiación del sector privado empieza a demostrar una moderación en su caída lo que impulsará más aún el crecimiento de la economía española. La recuperación económica generalizada, la mejora en las condiciones de financiación y el desapalancamiento del sector privado que se empieza a apreciar repercuten positivamente en los resultados de las empresas no cotizadas.

El FMI ha corregido sus previsiones iniciales de crecimiento para España que inicialmente se situaba en el 2,5%, actualmente los avances que se barajan son del 2% para 2015 y del 1,8% para el 2016. Aunque la caída del precio del crudo y demás factores previamente mencionados pronostiquen una mejora de la economía española, continúan estando presentes ciertos riesgos relacionados con la consolidación fiscal y la elevada tasa de paro así como la incertidumbre política actual. No obstante, la reducción de tipos del IRPF, el alivio de la carga financiera, la caída del precio de los combustibles y la incipiente mejora del mercado laboral implican un mayor flujo de efectivo hacia los mercados financieros y por ello un entorno más favorable para las inversiones.

Gráfico 3: Variación del patrimonio de los fondos domésticos año 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Inverco (2015)

En cuanto a los mercados nacionales de renta variable, han experimentado una revalorización en el primer trimestre de 2015 a causa de las medidas del BCE, avanzando el IBEX hasta un 7,3%, lo cual contrasta con las pérdidas de finales de 2014. Este mercado refleja la mejora prevista para la economía española y adelanta los efectos positivos de la política adoptada por el BCE. La revalorización de los índices de renta variable representativos de valores de empresas medianas y pequeñas alcanzó un 18,1% y un 28,5% respectivamente. Los incrementos más significativos se concentraron en los sectores relacionados con materias primas, industria y construcción (19,4%), bienes de consumo (19,1%), servicios de consumo (16,7%) y tecnología (11,6%). Como contraposición se encuentran los sectores de petróleo y energía (4,1%) y los servicios financieros e inmobiliarios (1,5%) que se posicionaron por debajo de la media de crecimiento. El ratio entre precio y beneficios por acción (PER) experimentó un leve incremento el primer trimestre superando así la media histórica de este indicador. A su vez, dado su atractivo, se incrementaron significativamente los volúmenes de contratación de acciones españolas tanto en los mercados españoles como en otros mercados internacionales regulados.

Los mercados domésticos de renta fija mantuvieron la tendencia de 2014 sin verse particularmente afectados por la situación griega. Se han producido importantes descensos en las rentabilidades de la renta fija pública y privada españoles, tanto a corto como a largo plazo hasta alcanzar mínimos históricos.

4.9. Situación de los fondos de inversión españoles

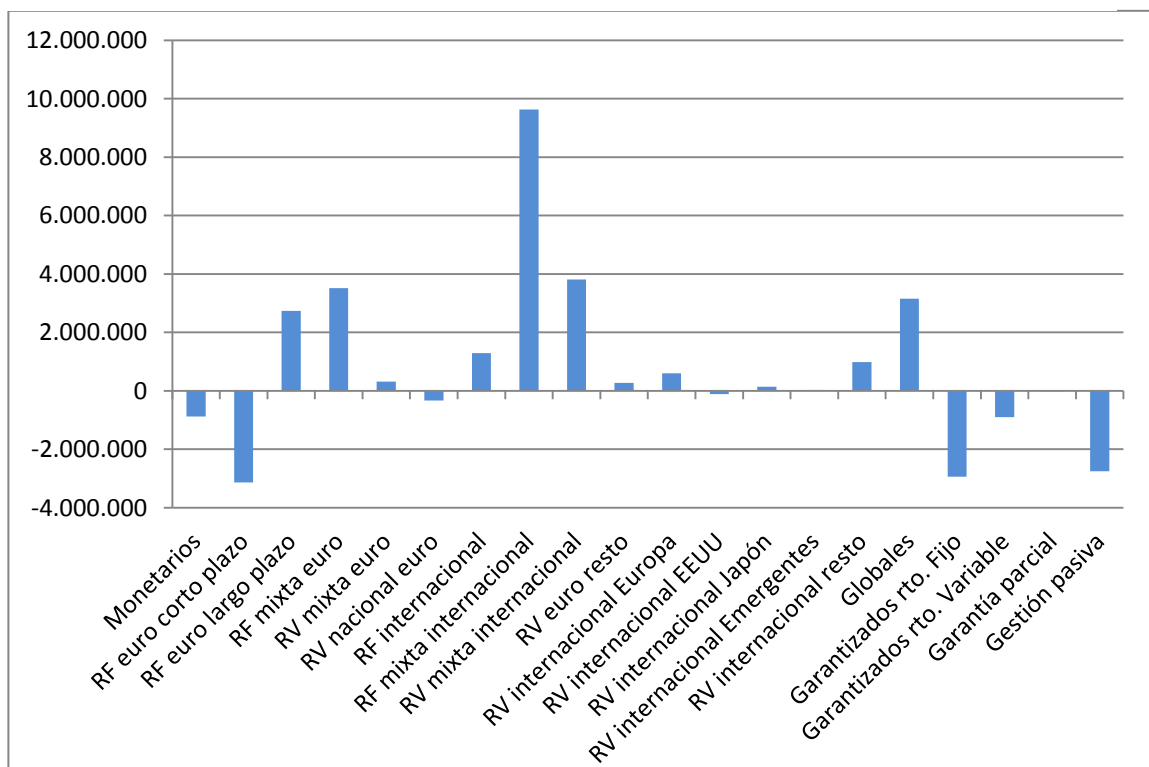
La industria de la inversión colectiva en España comenzó a seguir una tendencia al alza en 2013 que ha terminado de consolidarse a lo largo de 2014 y en el primer trimestre de 2015. La escasa rentabilidad de los productos financieros tradicionales como los depósitos o la renta fija pública a corto plazo han demostrado proporcionar una rentabilidad muy escasa por lo que los inversores han buscado una alternativa de inversión en los fondos de inversión. El patrimonio acumulado de los fondos aumentó un 26,8% en 2014 alcanzando los 198,7 mil millones de euros mientras que a 30 de Abril de 2015 superaba los 219 mil millones de euros, un incremento del 10,31% en tan solo cuatro meses. Las mayores entradas en el 2014 se produjeron en los fondos de renta fija mixta (15.712 millones de euros), renta fija (13.493 millones de euros) y renta

variable mixta (6.568 millones de euros). Por otro lado, los reembolsos más importantes se concentran en fondos garantizados de rendimiento fijo. Se ha producido un aumento de la preferencia por el riesgo ya que se observa un aumento en las suscripciones de fondos mixtos así como una preferencia por las instituciones de inversión colectiva europeas en detrimento de las estadounidenses (que representan más de la mitad de los activos a nivel mundial) en volumen de suscripciones netas.

El número de partícipes en fondos de inversión creció en más de 1,3 millones hasta superar los 6,4 millones a cierre de 2014. El incremento de partícipes más significativo fue en fondos de renta fija y renta fija mixta, localizando el único decremento en número de partícipes en los fondos garantizados.

El rendimiento de los fondos de inversión nacionales ha sido muy positivo, encabezado por los fondos de gestión pasiva (7,7%) seguido de los de renta variable internacional (6,6%). Según las previsiones que realiza Inverco se pueden esperar unas rentabilidades de entre el 2,5% y el 3% de media ponderada. Se prevé que las suscripciones continúen la misma tendencia positiva que han seguido en 2013 y 2014.

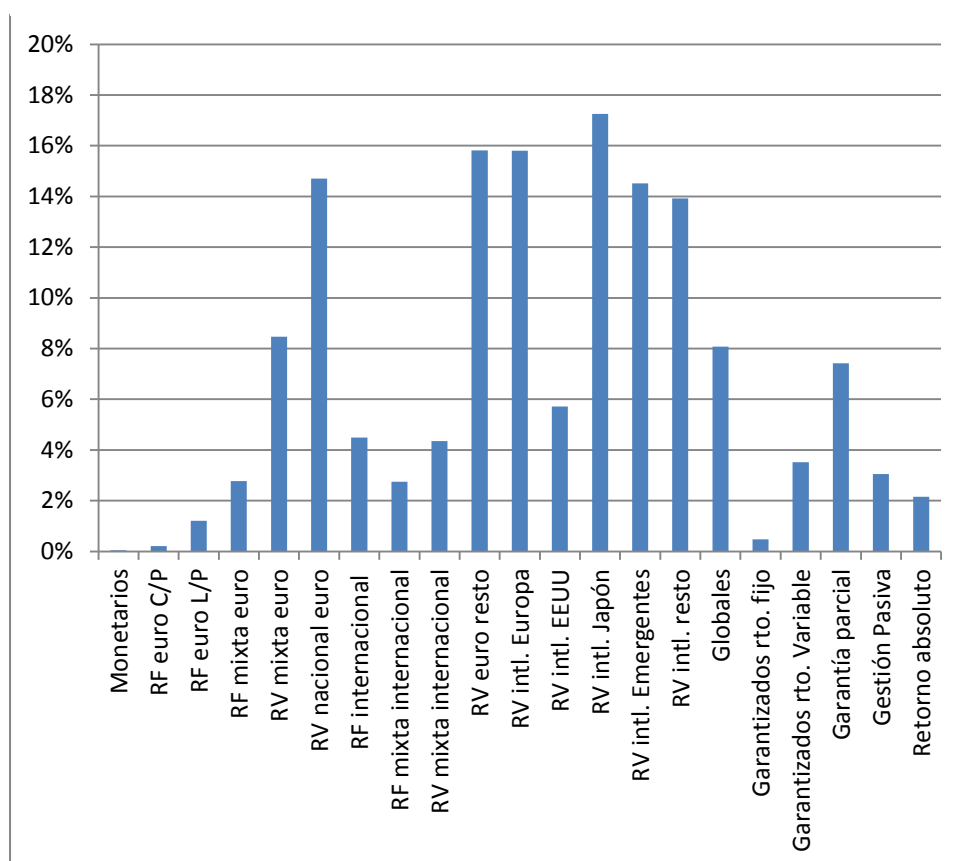
Gráfico 4: Suscripciones netas de los fondos de inversión en 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Inverco (2015)

Podemos observar, por las suscripciones netas³⁵ realizadas en los primeros meses de 2015, que se han reembolsado más participaciones de las que se han suscrito en fondos de renta fija a corto plazo por su reducida rentabilidad. También ocurre en los fondos garantizados puesto que el crecimiento económico hace que no sea rentable incurrir en un coste tan alto para garantizar la inversión inicial y una cantidad adicional. Y por último en los fondos de gestión pasiva a pesar de las altas rentabilidades que han procurado a sus inversores. A causa del crecimiento empieza a haber un mayor número de oportunidades de inversión más rentables, resulta innecesario limitarse a replicar los índices.

Gráfico 5: Rentabilidad anualizada de fondos prevista para 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de Inverco (2015)

Como se muestra en el gráfico sobre rentabilidades anualizadas para 2015, se espera que las categorías más rentables sean renta variable Japón y renta variable europea seguida de la renta variable de economías emergentes. Las categorías menos rentables van a ser las de renta fija y la renta variable estadounidense.

³⁵ Suscripciones totales menos reembolsos totales.

5. Resumen y conclusiones

En un escenario de crecimiento y tipos de interés como en el que nos encontramos, los fondos resultan un producto especialmente atractivo y muy adecuado para los inversores minoristas. Los fondos son carteras de valores y por el número de ellos que se comercializan es posible encontrar fondos adecuados para prácticamente cualquier inversor. Sin embargo, hay un paso previo a la inversión que consiste en comprender la naturaleza, riesgos, derechos y oportunidades que lleva aparejado este producto financiero. De esta forma podrá sacarle el máximo provecho y evitar situaciones como la de las preferentes por invertir en un producto sin disponer de la información necesaria. Este trabajo tiene un objetivo práctico, pretende ayudar a todo inversor minorista que desee obtener los conocimientos necesarios sobre los fondos de inversión para invertir en ellos.

En este trabajo se ha sintetizado la teoría de carteras para ponerla al alcance de un inversor minorista. El factor que vertebra la teoría de carteras es el binomio rentabilidad-riesgo, el objetivo principal de la gestión de carteras es maximizar la rentabilidad con el mínimo riesgo. Resulta interesante comprender la eficiencia de los mercados puesto que es la clave para batirlos. Dependiendo del tipo de eficiencia que muestren los mercados (fuerte, semi-fuerte o débil) se utilizarán diferentes técnicas para obtener rentabilidad. Se han explicado también en profundidad los mercados financieros que existen así como los productos que los conforman y su funcionamiento. Gracias a ello podemos juzgar los fondos que es más conveniente suscribir en función de los activos en los que invierten y las circunstancias económicas que los rodean.

Existe un gran número de fondos disponibles en el mercado: de renta fija, de renta variable, que seleccionan sus inversiones en base a un análisis fundamental y de arbitraje, entre otros. Es fundamental revisar el mandato y la política de inversión de un fondo antes de suscribir sus participaciones. Por ello resulta imprescindible conocer los distintos tipos de fondos que existen y los términos utilizados para describir sus características como mandato, valor liquidativo, reembolso, entidad gestora y folleto, entre otros. El inversor también debe ser capaz de juzgar el desempeño del fondo una vez ya ha invertido en él y para ello se proporcionan unas herramientas llamadas

medidas de la *performance*: ratio de Sharpe, índice de Treynor, alfa de Jensen y *tracking error*. También se presenta una herramienta para valorar el riesgo de una inversión que resulta de mucha utilidad para los inversores minoristas: el *Value at Risk* (VaR). Para poder ejercer sus derechos el inversor debe conocer la legislación promulgada específicamente para su protección. Por ello se detallan en profundidad los derechos del inversor y obligaciones de la entidad comercializadora para regular lo más posible la relación entre ellos. Sin embargo la existencia de esta ley también exige una participación activa del inversor.

El trabajo realizado permite analizar la situación económica que rodea a fondos de inversión e inversores y concluir con una recomendación para las inversiones en el 2015. El FMI estima que se va a producir un crecimiento generalizado en las economías mundiales, del 3,5% en 2014 y 3,7% en 2015. Se trata de un panorama muy favorable para la industria de los fondos de inversión puesto que circula más liquidez lo que propicia mayores niveles de inversión. Los mercados internacionales muestran la misma tendencia que el mercado español: rentabilidades de la renta fija en mínimos y perspectivas de crecimiento que favorecen a los mercados de renta variable.

En EEUU la Reserva Federal ha anunciado su intención de mantener los tipos de interés entre el 0% y el 0,25% pero baraja subirlos en función de los datos de inflación y empleo que reciba. Los analistas pronostican una subida en los tipos de interés estadounidenses a mediados del 2015 lo que afectará no solo a la economía de Estados Unidos sino también a las economías emergentes. El impacto negativo que ha tenido la rebaja del precio del crudo en la economía de EEUU unido a la retirada de los estímulos de la FED y la posible subida de tipos han generado una inseguridad en sus mercados de renta variable. Esta circunstancia se ha visto reflejada en sus principales índices Standard & Poor's (S&P) (-0,3%) y el Dow Jones (-0,4%), a pesar de su intenso crecimiento económico esperado para 2015 del 3,6%.

Los analistas prevén un crecimiento generalizado de las economías emergentes que se verá mermado por conflictos geopolíticos como el de Rusia y el bajo precio del petróleo que perjudica gravemente a los países que lo exportan (latinoamericanos). Las perspectivas apuntan a que estas economías serán las más dinámicas en 2015 con

un crecimiento estimado que puede alcanzar el 4,3% y el 4,7% en 2016, batiendo ampliamente a las economías avanzadas para las que se prevé un crecimiento del 2,4% en ambos ejercicios. Sin embargo el posible incremento en los tipos de interés americanos a mediados de 2015 puede generar un efecto salida de las inversiones directas estadounidenses de las que las economías emergentes dependen profundamente y perjudicar a sus mercados.

Dentro del crecimiento más moderado que se espera para las economías avanzadas, destacan España y Alemania con crecimientos cercanos a 1,5%, superando así la media europea. Dos razones han sido las que han llevado al BCE a tomar medidas expansivas mediante un programa de compra de deuda masiva anunciado en 2014 y prorrogado en 2015: el intenso crecimiento de las economías emergentes y EEUU y el desplome de las inflaciones europeas hasta alcanzar valores negativos a causa de la caída del precio del petróleo. Como resultado de esta política, se pudo limitar el impacto del cambio de gobierno griego sobre los mercados financieros europeos. Los analistas esperan un crecimiento del 2,4% para las economías avanzadas, sin embargo, este escenario se puede ver modificado positivamente puesto que la caída del precio del petróleo beneficia a los países que lo importan. Por otro lado, la inestabilidad política de Grecia y España puede afectar negativamente a estas expectativas de crecimiento, aunque no se hayan producido consecuencias prolongadas en las demás bolsas europeas a causa de la situación griega en el pasado.

Los fondos internacionales comercializados en España han experimentado una tendencia creciente en sus patrimonios de miles de millones de euros. El patrimonio de estos fondos ha aumentado un 50,25% en los cuatro primeros meses de 2015. La causa de esta mejora reside en un entorno de tipos de interés muy bajos por lo que los inversores se ven obligados a buscar alternativas de inversión a los productos tradicionales. Se prevé que los tipos de interés se mantengan a los niveles actuales en España a lo que se une una recuperación económica y del empleo lo que contribuirá a que la popularidad en España de este tipo de fondos siga en aumento. Coincidiendo con el análisis anterior de las economías, se observa una revalorización de las categorías de renta variable japonesa y europea. Las pérdidas de valor se concentran en renta variable de economías emergentes, renta variable de EEUU y renta fija las

cuales presentan un incremento en porcentaje de partícipes mayor que el incremento porcentual de sus patrimonios.

En cuanto a la economía española, el avance del PIB hasta el 1,4% ha supuesto un punto de inflexión en la tendencia bajista de los últimos años. El FMI pronostica que la economía española crecerá un 2% en 2015. La demanda doméstica en aumento, la recuperación económica generalizada, la mejora en las condiciones de financiación a causa de la recuperación del sistema bancario y el desapalancamiento del sector privado repercuten positivamente en los resultados de las empresas no cotizadas. Sin embargo, los riesgos relacionados con la consolidación fiscal, la elevada tasa de paro y la incertidumbre política hacen peligrar la estabilidad del crecimiento.

La renta variable española presenta buenas perspectivas para el 2015 con una revalorización del IBEX del 7,3% sobre el último trimestre del 2014; dicha revalorización refleja las perspectivas de crecimiento y adelanta los efectos positivos de las ya mencionadas medidas del BCE. Los índices de renta variable representativos de valores de empresas medianas y pequeñas mostraron unos crecimientos del 18,1% y un 28,5% respectivamente en 2014. Los crecimientos más significativos se concentraron en los sectores relacionados con materias primas, industria y construcción (19,4%), bienes de consumo (19,1%), servicios de consumo (16,7%) y tecnología (11,6%). El inversor deberá ser más cauto si desea invertir en petróleo y energía o servicios financieros e inmobiliarios cuyo crecimiento está por debajo de la media. Como ya se ha mencionado anteriormente, la renta fija española continúa registrando descensos en rentabilidad tanto a corto como a largo plazo posicionándose en mínimos históricos. Se prevé que esta tendencia continúe por lo que no es recomendable invertir en renta fija española.

En 2013 comienza una tendencia al alza en los fondos de inversión españoles que se consolida en el 2014 y a principios del 2015. La escasa rentabilidad que proporcionan los productos de inversión tradicionales provoca un flujo de liquidez hacia alternativas de inversión más rentables como los fondos. Además, la reducción del IRPF, el alivio de la carga financiera, la caída del precio de los combustibles y la incipiente mejora del mercado laboral favorecen que el dinero fluya hacia los

mercados creando así un entorno más propicio para las inversiones puesto que hay más renta disponible. En 2014 el incremento del patrimonio de los fondos de inversión españoles alcanzó el 26,8% y en los cuatro primeros meses de 2015 ha llegado a registrar un aumento 10,31% ascendiendo así a más de 219 mil millones de euros de patrimonio gestionado. El rendimiento de los fondos de inversión españoles ha sido muy positivo en 2014 encabezado por fondos de gestión pasiva (7,7%) y seguido por los de renta variable internacional (6,6%). Según las previsiones de Inverco se esperan rentabilidades medias ponderadas de entre el 2,5% y el 3% para 2015.

En cuanto a la tendencia de inversión podemos concluir que se observa un aumento generalizado en la preferencia por el riesgo puesto que las suscripciones netas en las categorías más seguras han sido negativas (monetarios, renta fija a corto plazo, garantizados de rendimiento fijo y variable y gestión pasiva). La contratación en estos fondos ha disminuido porque las perspectivas de crecimiento hacen que las inversiones en categorías de fondos muy seguras resulten muy poco rentables. Sin embargo se ha producido un aumento de las suscripciones netas en las categorías de renta variable mixta, renta fija mixta y fondos globales. Las suscripciones netas de fondos más arriesgados han aumentado porque el panorama de crecimiento permite obtener rentabilidades más altas, luego se están ignorando oportunidades más rentables si se invierte en fondos defensivos.

Como conclusión del análisis anterior y según datos de Inverco, las previsiones sobre rentabilidades anualizadas para 2015 a nivel global, asignan las mayores rentabilidades a la renta variable japonesa y renta variable europea seguida de renta variable de economías emergentes. Las categorías menos rentables, y por lo tanto menos recomendables para invertir, son las de renta fija en general y renta variable estadounidense. Puesto que este año nos encontramos en un panorama de crecimiento económico mundial conviene apartarse de los fondos que proporcionan rentabilidades muy bajas como los de renta fija europea y fondos que retienen una gran parte de la rentabilidad a cambio de garantizar una cantidad a sus inversores (fondos garantizados de rendimiento fijo y variable). Se deben canalizar las inversiones hacia la renta variable japonesa, la renta variable europea, la renta fija mixta y la renta variable de economías emergentes; destinándose las inversiones en Japón y

economías emergentes a perfiles de riesgo que se encuentren en el espectro superior de la escala. Las inversiones en España deben centrarse en PYMES de sectores relacionados con materias primas, industria y construcción, bienes de consumo, servicios de consumo y tecnología en ese orden de preferencia puesto que la demanda doméstica se encuentra en aumento. Se recomienda no invertir en renta fija española por su rentabilidad reducida y tener en cuenta la incertidumbre política que experimenta España en estos momentos, retrasando las inversiones si es necesario hasta pasadas las elecciones generales.

Bibliografía

- AFI. (2012). *AFI Guías. Análisis técnico*. Recuperado el 2015 de 04 de 2015, de https://broker.vinea.es/broker/informes/guias/BMN_AnalisisTecnico.pdf
- Aragonés, J., & Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis financiero*(64), 76-89.
- Brotons Martínez, J. (2014). *Matemáticas financieras: La gestión del riesgo de interés*.
- Brun Lozano , X., & Moreno Fuentes, M. (2012). *Análisis y selección de inversiones en mercados financieros*. Profit.
- Bustelo, P. (Mayo de 1999). Globalización financiera y riesgo sistémico: Algunas implicaciones de las crisis asiáticas. *Reunión de Economía Mundial*, pág. 2.
- Calvo, A., Parejo, J., Rodríguez, L., & Cuervo, Á. (Septiembre de 2014). *Manual del sistema financiero español*.
- Capital Management Group, INC. (s.f.). *Relative returns vs. Absolute returns*. Capital Management Group, INC.
- Ceniceros, Á. M. (16 de 12 de 2014). *elderecho.com*. Recuperado el 29 de 05 de 2015, de Novedades introducidas en la reforma fiscal para el año 2015: medidas aprobadas en el IRPF: http://www.elderecho.com/tribuna/fiscal/IRPF-reforma_fiscal_11_759055004.html
- Cervera, I. (Agosto de 2014). *Notas sobre los estilos de inversión*.
- CNMV. (2006). Qué debe saber de...opciones y futuros. *Guía informativa de la CNMV*, 7-55.
- CNMV. (Marzo de 2008). Qué debe saber de...los fondos de inversión y la inversión colectiva. *Guía informativa*. , págs. 6-61.
- CNMV. (2008). Qué debe saber de...sus derechos como inversor. Descubra la protección que le da la MiFID. *Guía informativa*, 4-32.
- CNMV. (2009). Fondo de garantía de inversiones (FOGAIN). *Fichas del inversor*. Oficina de atención al inversor.
- CNMV. (2012). Conozca su perfil como inversor. *Fichas del inversor*. Oficina de atención al inversor.
- CNMV. (2015). *Boletín trimestral 2015. Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*. CNMV.
- CNMV. (s.f.). *Clases de acciones y sus derechos*. Recuperado el 15 de 04 de 2015, de CNMV: <http://www.cnmv.es/Portal/inversor/Acciones.aspx>
- CNMV. (s.f.). *Productos derivados*. Recuperado el 17 de 04 de 2015, de CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Derivados.aspx>

- Dodd, R. (Junio de 2012). ¿Qué son los mercados monetarios? *Finanzas y Desarrollo*.
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2014). *Enhanced protection for retail investors: MiFID II and MiFIR*. ESMA.
- Fidelity. (s.f.). *Fidelity*. Recuperado el 29 de 05 de 2015, de Growth vs. value investing: <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/mutual-funds/growth-vs-value-investing>
- Gómez-Bezares, F. (Agosto de 1990). Los nuevos instrumentos y mercados financieros: El camino de la innovación financiera desde la perspectiva del riesgo. *Boletín de estudios económicos*(nº 140), págs. 283-304.
- González-Aréchiga, B., Díaz Tinoco, J., & Venegas-Martínez, F. (21 de Febrero de 2001). Riesgo cambiario, brecha de madurez y cobertura con futuros: análisis local y de valor en riesgo. *Nueva Época*, vol. X(núm. 2), págs. 259-290.
- Graña, Ó. (24 de Abril de 2014). Guía para interpretar correctamente las ratios de la ficha de un fondo. *Funds People*.
- Harper, D. (s.f.). *Investopedia*. Recuperado el 30 de 05 de 2015, de An Introduction To Value at Risk (VAR): <http://www.investopedia.com/articles/04/092904.asp>
- Inverco. (30 de 04 de 2015). *Fondos de inversión. Estadísticas*. Recuperado el 03 de 06 de 2015, de Inverco: <http://www.inverco.es/38/39/101/2015/4>
- Inverco. (2015). *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. Informe 2014 y perspectivas 2015*. Inverco.
- López Domínguez, I. (s.f.). *Riesgo de mercado*. Recuperado el 15 de 04 de 2015, de Expansión.com: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-mercado.html>
- López-Jurado González, M., Gracia Ramos, M., Yagüez Insa, M., & Merigó Lindahl, J. (Abril de 2008). Guía práctica de economía de la empresa I: Empresa y entorno (teoría y ejercicios). *Textos Docents*(342), págs. 126-127.
- Luque, F. (29 de 04 de 2013). *La tabla del día: Comparativa de índices de renta fija*. Recuperado el 15 de 04 de 2015, de Morningstar: <http://www.morningstar.es/es/news/107796/la-tabla-del-d%C3%ADa-comparativa-de-%C3%ADndices-de-renta-fija.aspx>
- Markowitz, H. (Marzo de 1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mascareñas, J. (Febrero de 2013). Ejercicios de Mercados Financieros de Renta Fija.
- Morningstar. (s.f.). *Morningstar*. Recuperado el 29 de 05 de 2015, de Definiciones. Ratio de Sharpe.: <http://www.morningstar.es/es/glossary/100844/ratio-de-sharpe---rating-morningstar.aspx>

- Nieto Giménez-Montesinos, M., & Gómez Fernández, I. (2006). RIESGO OPERACIONAL. Aspectos relevantes de los métodos de indicador básico y estándar. *II Seminario sobre Basilea II. Validación de modelos avanzados en el Pilar 1* (págs. 1-5). Madrid: Banco de España. Dirección general de supervisión.
- Roldán Alegre, A. (2008). El mercado de capitales. *Cuadernos de formación. Colaboración 10/08, Volumen 5/2008*.
- Scherk, A. (2011). *Manual de Análisis Fundamental*. (S. L. INVERSOR EDICIONES, Ed.) Madrid: Critería Caixa Corp.
- Sharpe, W. (Septiembre de 1964). Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of FINANCE*, 19(3), págs. 425-442.

Anexo

Tabla 7: Límites máximos de comisiones aplicables a los fondos financieros o sus partícipes

Tipo de comisiones		Límites máximos
Comisión de gestión	Sobre patrimonio únicamente	En términos anuales, 2,25% del patrimonio
	Sobre resultados únicamente	En términos anuales, 18% de los resultados
	Sobre patrimonio y resultados	En términos anuales, 1,35% del patrimonio y 9% de los resultados
Comisiones de suscripción y reembolso Descuentos a favor del Fondo practicados en las suscripciones y reembolsos Total de estas comisiones y descuentos		5% del valor liquidativo de las participaciones
Comisión del Depositario		2 por mil anual del patrimonio

Fuente: Inverco (2015)

Tabla 8: Tipos de cálculo de la revalorización en fondos garantizados

Tipo de revalorización	Rentabilidad para el partícipe
<p>Estándar</p> $R = \frac{(V_f - V_i)}{V_i}$ <p>Sólo tiene en cuenta el valor inicial y final</p>	<p>Es la misma que obtendría si invirtiera directamente en el subyacente, y por tanto la más beneficiosa para el inversor.</p> <p>Sin embargo, apenas se utiliza. Cuando se aplica, no suele ofrecerse el 100% de la revalorización, sino un porcentaje inferior (entre el 40% y el 60%)</p>
<p>Incrementos respecto al valor final</p> $R = \frac{(V_f - V_i)}{V_f}$	<p>La rentabilidad siempre será inferior a la obtenida por el método anterior: cuanto más se revalore el subyacente mayor será el denominador, por lo que la rentabilidad será menor que si se dividiera por el valor inicial.</p>
<p>Revalorización del peor valor</p> <p>La rentabilidad está ligada a la evolución del valor que peor haya evolucionado, de entre los incluidos en una cesta o conjunto de valores.</p>	<p>La composición de la cesta determina en gran medida las posibilidades de rentabilidad. Si está formada por un elevado número de valores, o si éstos pertenecen a sectores muy distintos (de manera que su comportamiento no tiene por qué ser parecido), aumentan las posibilidades de que alguno registre una evolución negativa. Y éste es precisamente el que se tendría en cuenta para el cálculo de la rentabilidad.</p>

Tipo de revalorización	Rentabilidad para el partícipe
<p>Revalorizaciones con límites y condiciones</p> <p>Se basan en estructuras complejas. Existen numerosas modalidades, entre las que destacan:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Límites a la revalorización (“techos”). Aunque el subyacente registre un crecimiento superior, se toma el límite como revalorización máxima para el cálculo de la rentabilidad. 2. “Barreras”. Existen dos tipos: activantes y desactivantes. En algunos casos, si el subyacente supera un determinado nivel (la barrera), se asegura al partícipe un rendimiento fijo (activantes). En otros, cuando se alcanza la barrera, el inversor pierde el derecho a la revalorización (desactivantes) 3. Otras fórmulas incluyen “suelos”, en los que se limitan bien las pérdidas a obtener o bien el valor de referencia del subyacente para calcular la rentabilidad del fondo (de forma que si el valor del subyacente es inferior al “suelo”, se toma éste como referencia para calcular la rentabilidad del fondo garantizado. <p>Tanto los "techos" como las "barreras" y los "suelos" se pueden utilizar de forma complementaria a otras de las modalidades descritas, e incluso se pueden aplicar "techos" y "suelos" en una misma fórmula.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Los “techos” son perjudiciales para el inversor, ya que limitan la rentabilidad máxima que puede obtener. 2. Son condiciones que pueden tener distintos efectos, positivos o negativos, según la estructura. Las “barreras” pueden beneficiar o perjudicar al inversor. 3. La utilización de “suelos” suele ser más beneficiosa para el inversor, pues se reduce la influencia de los datos negativos en el cálculo de la rentabilidad que se puede obtener con el fondo garantizado.
<p>Revalorización media de las observaciones mensuales</p> <p>La revalorización del subyacente se calcula como la media aritmética de sus</p>	<p>En general, puede decirse que esta fórmula perjudica al inversor en mercados alcistas (ya que suaviza las ganancias) y le beneficia en mercados</p>

Tipo de revalorización	Rentabilidad para el partícipe
<p>valores mensuales durante un periodo determinado.</p> <p>Es una de las fórmulas más utilizadas actualmente por los fondos garantizados, que suelen ofrecer el 100% de la evolución del subyacente o incluso un porcentaje superior.</p>	<p>bajistas o cuando, al final del periodo garantizado, el subyacente entra en pérdidas (puesto que también mitiga los descensos).</p> <p>Si el subyacente es un índice o una cesta de valores, su composición es determinante en la rentabilidad. Cuando los componentes pertenecen a sectores o mercados muy distintos (de manera que su comportamiento no tiene por qué ser parecido) los rendimientos de unos y otros tienden a compensarse y es más difícil para el partícipe obtener una rentabilidad apreciable.</p>
<p>Revalorización tipo himalaya</p> <p>Esta fórmula está referenciada a una cesta de distintos valores o índices. La rentabilidad del fondo se calcula como la media aritmética de tantas observaciones como subperiodos haya (suelen ser anuales o de seis meses).</p> <p>El periodo garantizado se divide en tantos subperiodos como valores o índices conformen la cesta. Al final de cada uno se elige el valor que mejor comportamiento haya tenido desde el inicio del periodo garantizado, descartando dicho valor para los subperiodos siguientes. Para el valor seleccionado en el primer subperiodo se toma el comportamiento a lo largo de este primer subperiodo. Para el elegido al final del segundo subperiodo, se toma el comportamiento de los dos primeros subperiodos.</p> <p>Así sucesivamente hasta llegar al último (la fecha de vencimiento de la garantía), en el que se tendrá en cuenta el comportamiento en el periodo completo (incluyendo todos los subperiodos) de aquel valor que no se haya descartado en ninguno de los anteriores.</p>	<p>En esta fórmula no se tiene en cuenta la evolución de los subyacentes durante todo el periodo de garantía, sino que se toman periodos distintos para la evolución de cada uno de los componentes: el periodo más prolongado corresponde al componente con peor comportamiento en los demás periodos.</p> <p>El anterior aspecto y el hecho de que se realice una media aritmética de las distintas observaciones lleva a obtener rentabilidades más moderadas que si se tuviera en cuenta una revalorización tradicional del mismo subyacente. Aunque pueden darse circunstancias que hagan que esta fórmula beneficie a los inversores, con carácter general tendrá como consecuencia la obtención de menores rentabilidades.</p>

Tipo de revalorización	Rentabilidad para el partícipe
<p data-bbox="225 241 774 349">Revalorización teniendo en cuenta como Valor Inicial el mayor valor de un determinado periodo</p> <p data-bbox="225 376 774 607">Es frecuente que se utilicen fórmulas que toman como valor inicial para el cálculo del objetivo de rentabilidad el mayor valor alcanzado por el subyacente a lo largo de un determinado periodo de tiempo.</p> <p data-bbox="225 645 774 913">Así sucesivamente hasta llegar al último (la fecha de vencimiento de la garantía), en el que se tendrá en cuenta el comportamiento en el periodo completo (incluyendo todos los subperiodos) de aquel valor que no se haya descartado en ninguno de los anteriores.</p>	<p data-bbox="802 241 1361 465">Cuanto mayor sea el periodo de observación para el cálculo del valor inicial, mayor será la probabilidad de que el valor inicial sea más elevado, lo que implica que la rentabilidad que podrá obtener el inversor será menor.</p> <p data-bbox="802 510 1361 779">Esta fórmula se puede utilizar conjuntamente con otras, como la de la revalorización media mensual, y ambas influirán de forma significativa en la rentabilidad que podría obtener el inversor al final del periodo de garantía, normalmente a la baja.</p>

Fuente: CNMV (2008)

R: Rentabilidad

V_f : Valor final de la inversión

V_i : Valor inicial de la inversión

