



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

MAPA DE LA DISTRIBUCIÓN DE LOS PRODUCTOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA. DEL GESTOR AL CLIENTE DE BANCA PRIVADA.

Autor: Cristina González-Palenzuela Muro
Director: Javier Morales Mediano

Resumen

España se encuentra en un período en el cual los fondos de inversión cobran cada vez más importancia como canalizador de los ahorros de las familias. Asimismo, la industria de los fondos de inversión está bancarizada, pero progresivamente van ocupando un papel más relevante las gestoras independientes, así como la contratación de fondos a través de plataformas online. La literatura hasta ahora se ha centrado en otros aspectos de los fondos de inversión tales como el rendimiento de los mismos, el auge de los fondos socialmente responsables, o incluso en ciertos mercados tales como el americano. Por todo ello, y dada la escasez de artículos académicos que versen sobre un tema tan esencial como es la distribución de los fondos de inversión, resulta preciso analizar y delimitar los canales en España, a través de los cuales pueden acceder a los fondos los inversores. Por tanto, este Trabajo en primer lugar, establece los agentes que intervienen a la hora de suscribir participaciones en fondos de inversión, para posteriormente configurar el mapa de la distribución de los mismos en España, definiendo las características de cada canal. Además, una vez establecidos los canales de distribución de los fondos de inversión, se procede a analizar como ha afectado a los mismos hasta ahora la entrada en vigor de MiFID II, así como su funcionamiento. En definitiva, con este Trabajo lo que se pretende es arrojar luz a la distribución de los fondos de inversión en España. Por otro lado, en cuanto a la metodología empleada, esta investigación se ha llevado a cabo realizando una revisión de la literatura existente en la materia. Asimismo se ha efectuado un estudio cualitativo, empleando fuentes primarias, en concreto entrevistas en profundidad, con el fin de poder obtener información de primera mano de profesionales del sector.

Palabras clave: fondos de inversión, canales de distribución, sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, MiFID II , arquitectura abierta.

Abstract

Spain is currently in a period in which mutual funds are becoming increasingly important as a channel for the savings of families. Likewise, the mutual fund industry is banked, but independent managers are progressively taking on a more important role, as well as the hiring of funds through online platforms. The literature so far has focused on other aspects of mutual funds such as the performance of them, the rise of socially responsible funds, or even on certain markets such as the American. For all these reasons, and given the scarcity of academic articles that deal with such an essential issue as the distribution of mutual funds, it is necessary to analyse and delimit the channels in Spain, through which investors can access funds. Therefore, this Coursework in the first place, establishes the agents that intervene at the time of subscribing participations in mutual funds, to later configure the map of the distribution of them in Spain, defining the characteristics of each channel. In addition, once the distribution channels of mutual funds have been established, this Coursework analyses how these channels have been affected until now by the entry into force of MiFID II, as well as their functioning. In short, with this Coursework what is intended is to shed light on the distribution of investment funds in Spain. On the other hand, regarding the methodology used, this research has been carried out through a review of the existing literature on the subject. Likewise, a qualitative study has been carried out, using primary sources, specifically in-depth interviews, in order to obtain first-hand information from professionals in the sector.

Key words: mutual funds, distribution channels, management company, MiFID II, open architecture.

Índice

1. Introducción.....	6
1.1. Propósito y contextualización del tema.....	6
1.2. Justificación del tema.....	8
1.3. Objetivos.....	10
1.4. Metodología.....	11
1.5. Estructura del trabajo.....	13
2. Las Instituciones de Inversión Colectiva.....	15
2.1. Definición.....	15
2.2. Clases.....	15
2.3. Agentes que intervienen en la inversión colectiva.....	17
2.4. Requisitos legales de los fondos de inversión.....	18
2.5. Clasificación de las Sociedades de Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC).....	19
2.6. Ventajas de los fondos de inversión.....	21
3. Canales de distribución de los fondos de inversión.....	23
3.1. Configuración de los canales.....	23
3.1.1. Arquitectura abierta.....	23
3.1.2. Fondo de fondos.....	23
3.2. Tipos de canales.....	24
3.2.1. Canal directo.....	24
3.2.2. “Supermercado de fondos”.....	24
3.2.3. EAF- Empresas de Asesoramiento Financiero.....	26
3.2.4. Banca privada.....	27
3.2.5. Banco minorista.....	28
3.2.6. Aseguradora comercializadora.....	29
4. Perspectivas futuras de los canales de distribución.....	31
4.1. MiFID II.....	31
4.2. Resultados de las Entrevistas.....	36
4.2.1. Metodología.....	36
4.2.2. Resultados y Análisis.....	36
5. Conclusiones.....	42
6. Referencias.....	45

7. Anexo: entrevistas en profundidad a profesionales de la industria..... 62

1. Introducción

1.1. Propósito y contextualización del tema

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es establecer el mapa de distribución de los productos de inversión colectiva en España. En concreto, este Trabajo se centra en la distribución de los fondos de inversión, que se tratan de patrimonios integrados por las aportaciones de los partícipes que realizan inversiones en distintos activos con el fin de obtener una determinada rentabilidad (Mardomingo, s.f.).

La distribución de los fondos de inversión juegan un papel creciente en la infraestructura económica europea y probablemente su importancia se incrementará en el futuro (Deloitte y Elvinger Hoss, 2016).

Nos encontramos en un contexto económico europeo en el cual la industria de los fondos de inversión está dominada por el sector bancario (Dieu, 2015). Esto se debe a las ventajas que poseen los bancos a la hora de operar en este mercado ya que, por ejemplo, cuentan con una base de datos de clientes que les facilita su trabajo a la hora de buscar potenciales inversores (Dieu, 2015). Asimismo, tienen mayor poder de influencia en los inversores, puesto que, a la hora de invertir, los clientes se suelen dejar asesorar por su banco de confianza, el cual le recomendará invertir en sus propios fondos de inversión (2015). En contraste, Strachan, Kershaw y Brobova (2015), aportan en su informe un caso particular que es el de Reino Unido, ya que el 89% de su distribución se realiza a través de plataformas y entidades de asesoramiento financiero independiente, por lo que quedaría fuera de la bancarización del sector.

No obstante, García afirma que en la actualidad en España (2018) “las gestoras independientes ya controlan el 10% del patrimonio”. En los últimos 5 años el patrimonio administrado por este tipo de gestoras ha aumentado un 56% respecto a los 18.500 millones de euros gestionados al inicio de ese periodo, lo cual es un incremento muy significativo (Alonso, 2018).

A nivel global, la industria de los fondos de inversión ha ido creciendo desde la Segunda Guerra Mundial (Hull, 2012). El mercado de fondos de inversión europeo es el segundo de mayor tamaño, teniendo por delante únicamente al estadounidense

(Otten y Schweitzer, 2002). Dentro del mercado europeo, los países que lideran la industria de los fondos de inversión son Francia, Italia y Reino Unido (Otten y Bams, 2002). Luxemburgo queda fuera de esta clasificación puesto que, a pesar de ser uno de los países europeos con mayor capital invertido en fondos, su mercado doméstico es bastante reducido, ya que atrae capital extranjero debido a sus ventajas fiscales y regulatorias (Otten y Bams, 2002). En España, al igual que en otros países europeos de menor tamaño, en el periodo comprendido entre 1992 y 1997 se apreciaron ratios de crecimiento de los fondos de inversión del 8000%, siendo su ritmo de crecimiento muy superior al de los activos gestionados bajo los fondos en otros países europeos como Reino Unido o Francia en los que estaban más implantados y la industria era de mayor tamaño (Otten y Schweitzer, 2002). Este fulminante crecimiento de los fondos de inversión en los países europeos más pequeños, que les permitió ponerse al nivel de países como Reino Unido o Francia, se debió a que al inicio del período mencionado esta industria estaba subdesarrollada y era prácticamente inexistente en dichos países.

En la actualidad, los fondos de inversión junto con los fondos de pensiones constituyen el principal canalizador del ahorro de las familias españolas. De los ahorros generados anualmente por las familias españolas se destina generalmente un 24% a la inversión en productos financieros como los fondos de inversión o los fondos de pensiones (Rabadán, 2011). Las instituciones de inversión colectiva han ido teniendo un mayor impacto en la economía con el transcurso de los años, si bien es cierto que durante la crisis, en el período comprendido entre 2007 y 2012, el capital gestionado por dichas instituciones sufrió una caída importante, descendiendo en 2012 hasta el 18% del PIB frente al 35% que representaba en 2007 (García-Vaquero y Alonso, 2015).

Por otro lado, la bancarización del sector se ha visto afectada por la introducción de nuevas herramientas en la comercialización de los fondos, así como por los cambios en el panorama legislativo. Como afirma Thévenoz (2007), en los últimos años, la arquitectura abierta ha ganado popularidad en la industria, puesto que tanto los bancos como otros proveedores de fondos de inversión están utilizando nuevos canales para su distribución tales como agentes de valores, compañías de seguros o asesores financieros independientes. Deutsche Bank (2017) afirma que: “entendemos por

arquitectura abierta cuando la entidad financiera no ofrece únicamente los fondos de inversión de su propia gestora, sino también los de un amplio abanico de las principales gestoras del mundo”. Por lo tanto, las entidades financieras, a través de sus canales de distribución están permitiendo, la comercialización de los fondos de inversión de gestoras independientes (Thévenoz, 2007).

Por otro lado, el cambio legislativo que supone MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), compuesto por la Directiva 2014/65/EU y el Reglamento 600/2014, tiene como fin una mayor protección del inversor e integración de los mercados financieros de la Unión Europea (Baraldi, 2018). Uno de los cambios con mayor trascendencia en la distribución de los fondos de inversión es la prohibición de las retrocesiones que se tratan de aquella parte de la comisión de gestión que la gestora decide ceder a la comercializadora para que incluyan sus fondos en las carteras de los clientes (Busch, 2017). Dicha comisión estará prohibida siempre que no se informe al cliente sobre ella, ya que muchas veces los fondos son incluidos en las carteras por haber recibido el asesor financiero dicha comisión y no porque sean los más rentables para el inversor (Busch, 2017).

1.2. Justificación del tema

Tras una exhaustiva revisión literaria, se ha llegado a la conclusión de que los principales temas sobre los que se ha investigado en relación a los fondos de inversión son:

1. Rendimiento y habilidades de selección
2. Mercado americano
3. Fondos socialmente responsables

En primer lugar, la distribución de los fondos de inversión presentan una oportunidad de estudio puesto que hasta ahora la mayoría de los artículos académicos se han centrado en el rendimiento de los fondos o en las habilidades de selección de los mismos (Otten y Schweitzer, 2002).

Por otro lado, la literatura se ha enfocado en el funcionamiento de esta industria en Estados Unidos ya que juega un papel muy importante en su economía nacional (Zheng, 1999). Además, Estados Unidos representa un 54% mercado mundial de los

fondos de inversión (Vikström,2018). No obstante, en la economía europea los fondos de inversión también tienen un peso importante, y es por ello que es el segundo mercado con mayor cuota por detrás de Estados Unidos (Otten y Bams, 2002) pero no ha sido estudiado tan exhaustivamente como éste (Otten y Schweitzer ,2002). No obstante, resulta curioso que aunque Estados Unidos se sitúe a la cabeza en esta industria, el número de fondos ofertados sea mayor en Europa (Otten y Bams, 2002). El hecho de que Estados Unidos sea la primera potencia mundial en esta industria (Otten y Schweitzer, 2002), justifica que la literatura se haya centrado en el rendimiento y las características de la industria de los fondos de inversión en este país, ya que es un buen referente a la hora de evaluar la industria en términos globales (Vikström, 2018). Esto también se debe en parte a que es una industria muy consolidada en este país y con un mayor recorrido histórico que en Europa (Otten y Bams, 2002). Por ello, se considera pertinente enfocar este Trabajo en el funcionamiento de la distribución de los fondos de inversión en España que es muy semejante a la de otros países europeos debido a la integración de los mercados financieros que ha llevado a cabo la Unión Europea (Otten y Schweitzer, 2002), puesto que hasta ahora había sido poco estudiado por la literatura.

Asimismo, cabe destacar la extensa literatura que existe acerca los fondos de inversión socialmente responsables, que están en auge ya que combinan el rendimiento de los ahorros de los inversores con el valor añadido que proporciona una inversión socialmente responsable (Statman, 2000). No obstante, en el mercado español este tipo de fondos han experimentado un desarrollo más débil en comparación con otros países desarrollados (Fernández-Izquierdo, 2008). Por tanto, tendría más sentido que previamente al estudio de los fondos de inversión socialmente responsables se estudiaran aspectos más básicos como la distribución de los fondos de inversión en términos generales.

En definitiva, la pertinencia del tema escogido se debe a la escasez de literatura que existe en torno a la distribución de los fondos de inversión en España, ya que pese a ser un instrumento financiero muy utilizado por la población para canalizar sus ahorros (Rabadán, 2011), no están claramente definidos y establecidos los canales de distribución a través de los cuales los inversores pueden tener acceso a ellos. Por tanto, esta investigación está orientada a establecer los distintos canales de distribución de

los fondos de inversión en España, partiendo de la base de los distintos canales existentes en el mercado estadounidense, que han sido desarrollados por Reid y Rea (2003), pero adaptándolos a las características de la distribución y legislación española.

Por otro lado, en cuanto a la relevancia del tema escogido, cabe decir que los fondos de inversión comienzan a cobrar importancia como instrumento para canalizar los ahorros a partir de 1980, lo que impulsó la expansión de los canales de distribución de los fondos de inversión, y en consecuencia supuso una mayor competencia y menores comisiones impuestas a los inversores (Reid y Rea, 2003).

Además, debido a la reforma legislativa que supone la transposición de MiFID II al ordenamiento jurídico español, resulta necesario analizar las consecuencias y el impacto que va a tener la Directiva en la distribución de los fondos de inversión en España. Como afirma Busch (2017), la mayor información al cliente y transparencia que exige MiFID II llevará consigo una reducción de las comisiones, lo que puede desencadenar una batalla comercial y la aparición de nuevos canales de distribución.

Además del cambio regulatorio que va a afectar a la industria, la importancia de realizar este Trabajo de Fin de Grado reside también en el hecho de que en los próximos años la distribución de los fondos de inversión se va a ver inmersa en grandes cambios fruto de la influencia que va a tener en dicho sector la tecnología y la mayor formación financiera de las generaciones futuras (Deloitte y Elvinger Hoss, 2016), por lo que se considera que es necesario realizar un trabajo que establezca y defina de forma precisa los canales para que en un futuro se pueda analizar el impacto de la revolución tecnológica en los mismos. En definitiva, la industria de la distribución de los fondos de inversión se va a transformar debido a la influencia de tres factores decisivos: los cambios regulatorios, la tecnología y el crecimiento de la misma.

1.3. Objetivos

El objetivo general de este trabajo es establecer el mapa de distribución de los productos de inversión colectiva en España, como se ha mencionado al inicio de este trabajo. Dicho objetivo general se concreta en los siguientes objetivos específicos:

- Identificar los tipos de instituciones que intervienen en la inversión colectiva en España.
- Definir cada canal de distribución, es decir, las características y las instituciones intervinientes en cada canal.
- Evaluar la importancia de cada canal de distribución, es decir, cuáles son los canales más utilizados por los inversores para acceder a los fondos de inversión.
- Analizar el impacto de la directiva MiFID II en dichos canales, es decir, qué cambios va a traer consigo la directiva en los canales de distribución.

1.4. Metodología

Con la finalidad de alcanzar los objetivos establecidos en este Trabajo de Fin de Grado, se va a llevar a cabo una investigación de carácter exploratorio puesto que los canales de distribución de los productos de inversión colectiva en España no han sido estudiados y definidos en profundidad. Tal como afirma Robson (2002), la investigación exploratoria implica buscar nuevas visiones sobre un problema, hacerse preguntas al respecto y evaluar un fenómeno desde otra perspectiva. En definitiva, este tipo de investigación es muy útil si se tiene como objetivo un mayor entendimiento sobre el tema en cuestión (Saunders, Lewis y Thornhill, 1997). La escasa literatura, por no decir inexistente, acerca de este tema, es prueba del desconocimiento y falta de claridad que existe en torno a ello, pero no es debido a su falta de importancia y trascendencia como se ha señalado previamente en el quinto apartado sobre su justificación.

Asimismo, se trata de una investigación de carácter descriptivo (Robson, 2002) puesto que una vez definidos los canales de distribución existentes en España, se busca

especificar las características de cada uno de ellos y las diferencias que presenta respecto a otros.

Para llevar a cabo esta investigación se ha realizado una revisión de la literatura existente en la materia, que es principalmente anglosajona, ya que como hemos mencionado anteriormente se trata de un tema poco estudiado en España. Como afirma Jankowicz (2005), la revisión de la literatura tiene que consistir en un descripción y análisis crítico sobre lo que han escrito otros autores. Para ello, se ha acudido a la plataforma GoogleScholar, que ha permitido el acceso a diversos artículos académicos existentes acerca de la industria de los fondos de inversión, pero centrados principalmente en Estados Unidos y países del norte de Europa. Asimismo, se han empleado artículos de prensa españoles e informes corporativos, que dado los cambios que se han producido en el sector han tratado el tema más en profundidad.

El artículo “Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs” de Reid y Rea (2003), ha sido el artículo académico más completo de los analizados en cuanto a la definición de los canales de distribución, aunque sean en el marco norteamericano. Dicho artículo ha permitido una primera aproximación para la construcción de una visión global en cuanto a los posibles canales de distribución existentes, y a partir de los cuales he ido descartando algunos que no eran aplicables a la distribución en España y he perfilado otros nuevos, todo ello en base a las características y la legislación nacional que regula esta industria.

Por otro lado, se ha llevado a cabo un estudio cualitativo con el fin de realizar un preciso retrato de la realidad de la distribución de los fondos de inversión a nivel nacional (Robson, 2002). Para llevar a cabo este estudio, con el fin de tener información de primera mano sobre los canales de distribución en España, desde dentro del sector, se han empleado fuentes primarias, en concreto se han llevado a cabo ocho entrevistas en profundidad a profesionales de la industria de los fondos de inversión, como por ejemplo de sociedades gestoras de fondos de inversión o de entidades financieras. Las entrevistas en profundidad han consistido en tres partes: una primera parte sobre el funcionamiento de la distribución de los fondos de inversión en España, una segunda parte sobre los canales más utilizados por los inversores y por último, una tercera parte sobre el impacto que va a tener MiFID II

en la distribución. Las mismas nos permitirán tener acceso a una información fiable y válida (Saunders et al., 1997).

La metodología se considera válida puesto que permite el conocimiento de los canales de distribución en España a través de la revisión literaria y las entrevistas en profundidad. No obstante, es cierto que ha habido ciertas limitaciones en cuanto a que existe mucha literatura acerca de los fondos de inversión y su distribución en Estados Unidos y en países del norte de Europa, por lo que ha sido laborioso hacer una composición del mapa de distribución en España. Para ello se ha tenido que analizar la literatura existente en la materia sobre la industria estadounidense para ver qué canales distribución tienen en común con España, para luego añadir aquellos que se han extraído de los artículos de prensa, informes corporativos y entrevistas de profundidad.

1.5. Estructura del trabajo

Este Trabajo de Fin de Grado se encuentra estructurado en 5 capítulos.

En el primer capítulo, la Introducción, se expone la contextualización y el propósito del tema, así como la justificación de la elección del mismo y los objetivos que se persiguen con el trabajo. En la última parte de este capítulo, se desarrolla la metodología empleada para llevar a cabo el estudio, y así como la estructura del trabajo.

En el segundo capítulo, se lleva a cabo la revisión de la literatura existente sobre las instituciones de inversión colectiva en España. En primer lugar, se identificarán las dos clases de instituciones de inversión colectiva reguladas en España. A continuación, se procederá a establecer los distintos agentes que intervienen en la inversión colectiva y cuál es su función. Posteriormente se definirán los requisitos legales para la constitución de los fondos de inversión y las SICAV, así como las ventajas que ofrecen a los inversores.

En el tercer capítulo, el cual es el eje central de este Trabajo de Fin de Grado, se procederá a identificar y definir los distintos canales de distribución de los productos

de inversión colectiva en España en base a los artículos académico, informes corporativos y artículos de prensa.

En el cuarto capítulo, nos centraremos en las perspectivas futuras de los canales de distribución. Se expondrán los cambios que implica MiFID II en la industria de los fondo de inversión y como va afectar a los canales de distribución. Asimismo se comentarán las entrevistas en profundidad realizadas a profesionales del sector.

En el quinto y último capítulo, Conclusiones, se hará una evaluación global de la investigación llevada a cabo. Se valorará en que medida se han alcanzado los objetivos propuestos, si el trabajo ha aportado claridad y conocimiento acerca de la distribución de los fondos de inversión en España. También se expondrán las dificultades a las que ha tenido que hacer frente la investigación. Asimismo, se plantean, futuras líneas de investigación.

Finalmente, se incluye las referencias empleadas para la realización del trabajo. Dichas referencias se encuentran recogidas en orden alfabético.

2. Las Instituciones de Inversión Colectiva

2.1. Definición

De acuerdo con la Ley 35/2003 (2003), las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), tienen como finalidad "... la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos". Tal como afirma Larraga y Peña (2008), dichas instituciones posibilitan la intervención de manera sencilla de los inversores en los mercados financieros. Asimismo, de acuerdo con Mardomingo (s.f.), los beneficios que obtiene el inversor dependen de la rentabilidad global obtenida, por tanto, guardan relación proporcional con el mismo. Rabadán (2009) apunta que España fue pionera a nivel europeo en el desarrollo de este tipo de instituciones.

Aunque existen discrepancias entre las fuentes en cuanto al año exacto de despegue de los fondos de inversión, todas coinciden en que se sitúa entre mediados de los 70 y los 80. Por un lado, se considera que desde 1985 los fondos de inversión han ido ganando peso a la ahora de canalizar los ahorros de los españoles, frente a los depósitos, que se han visto perjudicados por este ascenso, y dicha tendencia continuará en los próximos años (Gestión Pasiva, s.f.). En cambio, Rabadán (2009) considera que el auge de los fondos de inversión se debió en gran parte a la expansión económica que tuvo lugar a partir de 1975 y a los buenos resultados de los mercados de capitales.

2.2. Clases

Mardomingo (s.f.) establece que las Instituciones de Inversión Colectiva pueden revestir dos formas jurídicas: el Fondo de Inversión (FI) y la Sociedad de Inversión (SI), cuya diferencia reside en la existencia o no de personalidad jurídica.

En primer lugar nos centraremos en los Fondos de Inversión. Según Inverco (s.f.), se tratan de patrimonios independientes carentes de personalidad jurídica, cuya

propiedad corresponde a un conjunto de inversores. Debido a la inexistencia de personalidad jurídica, su gestión se atribuye a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), que asume también su representación legal (Serrano, 2018). De acuerdo con la clasificación que realiza el Instituto Superior de Estudios Financieros (2018), cabe distinguir entre los Fondos de Inversión financieros que revisten la forma de Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM), y los no financieros que a su vez pueden adoptar dos formas: los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y los Fondos de Capital Riesgo (FCR). Este trabajo se centrará en la distribución de los financieros, es decir, los Fondos de Inversión Mobiliaria. Además, resulta conveniente explicar que son las clases de los fondos de inversión, puesto que posteriormente en este Trabajo se hará alusión a las mismas. Las clases son las distintas variedades que hay de un mismo fondo en función de quién es el partícipe, distinguiendo principalmente entre la clase minorista (retail), la de banca privada (dirigida a grandes patrimonios) y la institucional, ya que la inversión mínima y las comisiones son distintas (Mercado, 2018). Dentro de estas clases, se introduciría una nueva, la limpia que sería aquella libre de retrocesiones, por lo que no le sería cedido al comercializador del fondo una parte de la comisión de gestión del mismo (Belandia, 2018). La constitución de esta clase de fondos puede parecer a priori beneficiosa para las sociedades gestoras, sin embargo supone un inconveniente puesto que implican altos costes que solo les merece la pena afrontar si este canal de distribución les va a permitir atraer un patrimonio considerable, lo cual no está garantizado (Segovia, 2017).

Por otro lado, en cuanto a las Sociedades de Inversión, Martínez-Aldama (s.f.), las define como entidades que revisten la forma jurídica de sociedad anónima, siendo su objeto social el anteriormente citado para las Instituciones de Inversión Colectiva en general. Al tener personalidad jurídica y exigirse un capital social, en este caso estaríamos hablando de accionistas, mientras que en los fondos los inversores serían partícipes (Mardomingo, s.f.). Las mencionadas sociedades, aunque pueden ser autogestionadas, cabe la posibilidad de atribuir la gestión de su activo a una Sociedad Gestora de Inversión (Inverco, s.f.). Además, según Mardomingo (s.f.) podemos distinguir entre dos tipos de sociedades de inversión:

las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) y las Sociedades de Inversión Libre (SIL).

Todas estas figuras a las que se ha hecho referencia se encuentran recogidas en la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y en el Reglamento de desarrollo de la misma.

2.3. Agentes que intervienen en la Inversión Colectiva

Dentro de la Inversión Colectiva, Larraga y Peña (2008) distinguen las siguientes personas físicas y jurídicas que intervienen en las operaciones:

- **Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva:** La Ley 35/2003 (2003, 45) las define como “sociedades anónimas cuyo objeto social consistirá en la gestión de las inversiones, el control y la gestión de riesgos, la administración, representación y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y las sociedades de inversión”.
- **Entidad Depositaria:** ejerce funciones de supervisión sobre la sociedad gestora, por lo que debe ser independiente de la misma (Pérez, 2017b). De acuerdo con el Banco de Sabadell (s.f.), la entidad depositaria actúa como tesorera del patrimonio del fondo de inversión, y tiene responsabilidad frente al inversor por cualquier irregularidad cometida por la sociedad gestora. Rabadán (2009, p.29) establece que “además de custodiar los activos, supervisa el cumplimiento por parte de la Sociedad Gestora de las normas legales y estatutarias”. Asimismo, únicamente pueden ejercer esta función las entidades de depósito, es decir, agencias de valores, cooperativas de crédito, cajas de ahorro y bancos (Luque, 2015). Otro de los requisitos indispensables que han de cumplir este tipo de entidades es que han de obtener la autorización pertinente de la CNMV (Bufete CasadeLey, s.f.).
- **Entidad Comercializadora:** se tratan de aquellas entidades que actúan como vehículo para conectar los fondos de inversión con los inversores, es decir, donde hay que acudir para contratar un fondo (Pérez, 2017a). Las comunes son aquellas que actúan a su vez como entidades depositarias pero cabe la posibilidad de que mediante la correspondiente autorización

de la CNMV las sociedades gestoras puedan comercializar sus fondos, que es lo que suele ocurrir con las independientes (Larraga et al., 2008).

- **Partícipes/Accionistas:** como hemos mencionado anteriormente, el término partícipe hace alusión a los inversores de los fondos de inversión, mientras que los accionistas es la denominación que reciben aquellos que aportan capital a una sociedad de inversión (Mardomingo, s.f.). En ambos casos, según Inverco (s.f.) el partícipe o accionista es propietario de una parte alícuota del patrimonio del fondo o del capital de la sociedad de inversión, respectivamente, por lo que es proporcional a la inversión que ha realizado el mismo.

2.4.Requisitos legales de los Fondos de Inversión

Únicamente se atenderá a los requisitos de los fondos de inversión de carácter financiero, que son en los que se centra este trabajo. El primer paso para la constitución de un fondo de inversión es la obtención del permiso correspondiente de la CNMV, para lo cual habrá que proceder a la presentación de una solicitud ante dicho organismo, en la cual se habrá de incluir: el reglamento de la administración del fondo, el folleto informativo, la memoria, justificar la honorabilidad y profesionalidad de los directivos del mismo (Espada, 2018). Una vez aprobada la solicitud por parte de la CNMV, se procederá a la constitución del fondo de inversión, y a su inscripción en la CNMV, en un plazo máximo de seis meses (Franch, 2016). “Los fondos de inversión de carácter financiero tendrán un patrimonio mínimo de tres millones de euros, que deberá ser mantenido mientras estén inscritos en los registros de la CNMV” (Real Decreto 1082/2012, 2012, art.76). No obstante, de acuerdo con el Bufete CasadeLey (s.f.), se da un margen de seis meses desde su inscripción en la CNMV para alcanzar dicha cantidad mínima, debiendo constituirse el fondo al menos con un patrimonio de 300.000€, de lo contrario deberá procederse a la disolución y liquidación del mismo. Asimismo, el fondo de inversión deberá contar al menos con cien partícipes, y como se ha mencionado anteriormente, éste habrá de ser administrado y gestionado por una SGIIC, y deberá actuar como tesorera una entidad depositaria para garantizar la protección de los inversores (Franch, 2018). En cuanto a la Sociedad Gestora, Mardomingo (s.f.) afirma que para que pueda

operar en otros estados pertenecientes a la Unión Europea, únicamente es necesario comunicárselo a la CNMV, adjuntando un conjunto de documentos, la mayoría de ellos relativos a cuestiones procedimentales, como por ejemplo la forma de afrontar las reclamaciones en dichos estados.

2.5. Clasificación de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)

Podemos clasificar las SGIIC en función de quién es el propietario de las mismas, distinguiendo entre:

- Las no independientes: son aquellas propiedad de las entidades bancarias, cuya finalidad es principalmente la captación de fondos, así como su gestión e inversión (Fondium, 2017). De acuerdo con Strachan et al. (2015) las SGIIC no independientes son las que mantienen un mayor porcentaje de los activos bajo gestión por la ventaja que tienen al ser sus productos comercializados por las entidades financieras.
- Las independientes: son aquellas que no tienen vinculación con entidades financieras, y al ser en general de dimensiones más reducidas carecen de la difusión que podrían tener las otras debido a su cartera de clientes (Fondium, 2017). No obstante, aunque la gran mayoría de las gestoras independientes son de reducida dimensión, resulta paradójico que las grandes gestoras mundiales, como Black Rock o Fidelity, también se encuentren comprendidas en este grupo (Webb, 2018). Dentro de éstas, encontramos también las pertenecientes a aseguradoras, como por ejemplo: Seguros Bilbao Fondos, Mapfre Inversión Dos, Aviva Gestión y Mutuactivos (Escudero, 2014). De acuerdo con Funds Society (2019), este tipo de gestoras destacan por las altas rentabilidades que obtienen en sus inversiones en renta fija debido a su gran experiencia en el ámbito de los bonos emitidos por empresas privadas.

Asimismo, otra clasificación relevante es aquella que distingue entre las gestoras por el tipo de gestión que llevan a cabo:

- Las que llevan a cabo una gestión pasiva: De acuerdo con Economipedia (s.f.), consiste en la gestión de los fondos de inversión en base a unos índices de referencia, es decir, la elección de los valores a incorporar en el fondo no depende de los gestores, sino de la evolución de dichos índices. En España, este tipo de gestión es muy reciente, prueba de ello es el nacimiento de la primera gestora centrada en gestión pasiva en 2018 (Pinto, 2018).
- Las centradas en la gestión activa: son aquellas en las cuales los gestores deciden subjetivamente en base a sus análisis qué valores incorporar a la cartera del fondo de inversión (Bastida, 2018). Por tanto, la elección de valores depende de las valoraciones realizadas por el gestor, así como por el reglamento del fondo (Bastida, 2018). Dentro de este tipo de gestoras cabe una subdivisión en función de su estrategia de inversión, distinguiendo principalmente 3 tipos:
 - Las gestoras *value*: que son aquellas cuya filosofía de inversión consiste en invertir en valores que coticen a la baja con el fin de que en un futuro se reconozca lo que realmente valen (Soriano, 2018). Por tanto, implica un análisis profundo de la proyección a largo plazo de las empresas.
 - Las gestoras *growth*: que gestionan fondos de inversión cuya cartera está compuesta por valores de empresas que se encuentran en desarrollo y cuya evolución futura se espera que sea favorable, suelen ser compañías relacionadas con la tecnología (Vasileva, 2017).
 - Las gestoras *blend*: podría considerarse la categoría mixta puesto que combinan las filosofías de inversión *value* y *growth* previamente mencionadas (Vasileva, 2017).

2.6. Ventajas de los fondos de inversión

El hecho de que los fondos de inversión constituyan uno de los principales canalizadores de los ahorros de la sociedad (Lusardi, 2008), lleva a asumir que deben presentar grandes ventajas para los inversores. Rabadán (2009) hace alusión al atractivo que ofrecen a los inversores, afirmando que suponen una “reducción de costes para afrontar las inversiones con la mayor diversificación y menor riesgo posible, en todo tipo de mercados y haciendo uso de las mejores técnicas e instrumentos de gestión”. Pero las ventajas de los fondos, no quedan reducidas a lo que establece el autor, ya que podemos destacar además las siguientes (Edufinet, s.f.):

- Seguridad jurídica
- Diversificación
- Rentabilidad
- Liquidez
- Gestión Profesional
- Costes reducidos
- Información
- Ventajas fiscales

En primer lugar, la seguridad jurídica queda garantizada puesto que los fondos de inversión están ampliamente regulados por la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y por el Reglamento que desarrolla la misma con el fin de proteger a los inversores (Mardomingo, s.f.). Asimismo, la supervisión de la industria se encomienda a un organismo específico del Estado, a la CNMV (Coronado, 2003). Además dicha seguridad jurídica se observa al exigirse la independencia de la entidad depositaria para poder llevar a cabo adecuadamente sus funciones de supervisión sobre la sociedad gestora (Pérez, 2017b).

En segundo lugar, tal y como afirma Ribes (2018), los fondos de inversión al invertir en distintas clases de activos permiten que el riesgo no se concentre en uno solo y que por tanto, se reparta entre ellos.

Por otro lado, de acuerdo con BBVA Asset Management (2018), las instituciones de inversión colectiva al tener este carácter colectivo, son más eficientes y permiten por tanto a los inversores beneficiarse de las economías de escala, a las cuales no tendrían acceso si negociasen en los mercados individualmente.

En cuanto a la liquidez, con carácter general los fondos de inversión no tienen un plazo de permanencia, pudiendo solicitar el reembolso de las participaciones cuando el inversor lo desee, y una vez solicitado, recupera el dinero en un plazo máximo de tres días (SelfBank, s.f.). No obstante, hay fondos que ponen ciertas limitaciones como es el caso de los fondos garantizados que al estar libres de comisiones de suscripción y reembolso dentro de los plazos estipulados, se penaliza económicamente el reembolso fuera de dicho término garantizado (Santander Asset Management, s.f.). También los que siguen estrategias de inversión a largo plazo penalizan el reembolso temprano, tal es el caso del fondo Cobas Selección (Cobas Asset Management, 2018).

Asimismo, tal y como afirma Coronado (2003), los fondos de inversión suponen para los inversores una forma de canalizar sus ahorros, sin necesidad de que cuenten con grandes conocimientos financieros y por tanto, les permite despreocuparse delegando las decisiones en profesionales cualificados. Por lo tanto, destacan por su sencilla accesibilidad ya que no se requieren amplios conocimientos en la materia a los inversores (Larraga et al., 2008).

Por otro lado, una de las grandes ventajas que presentan los fondos de inversión y que por ello, suscitan mucho interés en los inversores, es su favorable tratamiento fiscal (Larraga et al., 2008). Según señala Ramírez (2009), los inversores deberán tributar por las ganancias obtenidas únicamente cuando soliciten el reembolso definitivo del valor líquido de las participaciones, mientras que si solicitan el traspaso de un fondo a otro, no tendrá repercusión fiscal. En cuanto a los fondos de inversión en sí, Ribes (2018) establece que están sometidas al Impuesto de Sociedades (IS) y tributarán al 1% por las ganancias generadas, por lo que la rentabilidad para los inversores será mayor.

3. Canales de distribución de los productos de inversión colectiva

3.1. Configuración de los canales

Este Trabajo presenta un complejo mapa de distribución de los fondos de inversión, en el cual tiene cabida diversos canales a través de los cuales pueden tener acceso a los mismos los inversores (Reid y Rea, 2003).

Antes de proceder a la delimitación y desarrollo de los distintos canales, es preciso hacer alusión a dos instrumentos que sirven de apoyo en la distribución de los fondos de inversión.

3.1.1. Arquitectura abierta

Esta herramienta fue introducida en España por Inversis Banco en 2011 (Andbank, 2011). No se trata de un canal como tal, sino que consiste en ofertar una amplia gama de fondos de inversión tanto propios como de otras gestoras más pequeñas o incluso internacionales (Selfbank, 2017). Por tanto, no es necesario que las gestoras internacionales cuenten con una red de comercialización propia en España, lo que les permite reducir costes (Andbank, 2011). Asimismo, la arquitectura abierta beneficia a los inversores puesto que les permite el acceso a una mayor oferta de fondos de inversión y de forma más eficaz (Luque, 2004). La arquitectura abierta ofrece un valor añadido a los canales de distribución puesto que por ejemplo a través de la banca privada se puede suscribir participaciones en fondos de inversión que no pertenezcan a la entidad financiera pero sean más adecuados según el perfil del inversor (Selfbank, 2017). Dicha estructura se ha visto impulsada con la aparición de los supermercados de fondos, que han obligado a las entidades financieras a ser más competitivas y facilitar el acceso a sus clientes a fondos de terceros (Selfbank, 2017).

3.1.2. Fondo de fondos

En cuanto al fondo de fondos, Abante (2015) establece que “ permiten a los inversores particulares el acceso a fondos y opciones de inversión solo disponibles para clientes institucionales”. Por tanto, consiste en la

contratación de un fondo de inversión a través de una entidad bancaria, que en vez de invertir directamente en valores en bolsa, suscribe participaciones de otros fondos de inversión con el fin de beneficiarse de las economías de escala que tienen los inversores institucionales (Devis, 2016). De tal modo que son un eslabón de la cadena de distribución pero no el último en contacto con el cliente final. Es decir, no se trata de un canal de distribución sino de un instrumento que permite a los inversores acceder a determinados fondos.

Los fondos de fondos fueron regulados por primera vez a nivel nacional en 1999 (Muñoz, 2017). Para que pueda ser considerado un fondo de fondos es necesario que al menos un 50% de la cartera del mismo esté constituida por dos o más fondos, no pudiendo sobrepasar la participación en cada uno de ellos el 45% (Devis, 2016).

Dicha forma de acceder a otros fondos tiene muchas ventajas para los inversores, puesto que además de tener acceso a fondos dirigidos a clientes institucionales beneficiándose de las economías de escala, supone un ahorro en comisiones que se vería incrementado si invirtiesen individualmente en casa uno de ellos (Devis, 2016).

3.2. Tipos de canales

3.2.1. Canal directo

El canal directo supone la suscripción de participaciones directamente a través del fondo de inversión, que al estar administrados por una sociedad gestora implica el contacto directo con la misma (Reid y Rea, 2003). Por tanto, en este canal no existen intermediarios y las operaciones se ordenan mediante el uso del email, teléfono, página web o incluso los centros de los que dispongan para atender presencialmente al cliente (Reid y Rea, 2003). En definitiva, este es el canal más sencillo en el cual la gestora del fondo ejerce como comercializadora del mismo (Quílez, 2017).

3.2.2. “Supermercado de fondos”

Según establece AhorroCapital (2018), se tratan de aquellas plataformas en las cuales encuentras una amplia oferta de fondos, a la cual difícilmente tienes acceso a través de tu banco habitual puesto que en las entidades financieras están más interesados en que contrates sus propios fondos de inversión. Según establece el Instituto de Estudios Bursátiles (2017), los supermercado de fondos fueron “diseñados para que asesores e inversores directos tuviesen un único punto de encuentro de una amplia gama de fondos de diferentes proveedores”. Algunas de las más destacadas en España son las pertenecientes a Renta4, Inversis o Tressis (Dirigentesdigital.com, 2017). Dichas plataformas son muy recomendables cuando dispones de conocimientos financieros suficientes para tomar las decisiones adecuadas o cuando hayas contratado un asesoramiento independiente (AhorroCapital, 2018).

Por otro lado, las gestoras más beneficiadas por el uso de este canal de distribución son las de reducida dimensión puesto que al no disponer de una amplia red de comercialización, a diferencia de las entidades financieras, pueden acceder a una mayor difusión y estar al alcance de un mayor número de inversores (Busconómico, 2017). Asimismo, se verán beneficiadas también por el hecho de que no tendrán que retroceder a la plataforma parte de su comisión de gestión por sus labores de comercialización (Gómez y Martín, 2017). Mientras que los más damnificados por esta red distribución son los bancos que se ven presionados por una mayor competencia (Gómez et al., 2017).

Una novedad dentro de este canal de distribución es el lanzamiento de la plataforma perteneciente a Bolsas y Mercados Españoles (BME) (Dirigentesdigital.com, 2017). La idea de lanzarlo surge en el 2010 con el objetivo de que los inversores puedan suscribir participaciones en una gran variedad de fondos tanto nacionales como extranjeros, de una forma sencilla, siguiendo un procedimiento similar a la compra de acciones en bolsa (Palomares, 2017). Sin embargo, su lanzamiento no se produjo hasta el 7 de julio de 2017 y a día de hoy sigue sin tener registrado ningún fondo de inversión debido a los requisitos que se les exige, entre los cuales se encuentra la exigencia de que las gestoras constituyan clases limpias de los fondos (Palomares, 2018). Tal como afirma Muñoz (2018), “lo cierto es que ya sea por trámites burocráticos internos, por exceso de costes o

por exigencias regulatorias, no hay ni un solo fondo cotizando un año después del lanzamiento”.

Otra de las plataformas de fondos más importantes es AllFunds (Fortuño, 2017). No obstante, AllFunds, no tiene acceso directo al cliente final, es un eslabón más en la cadena ya que sus clientes son institucionales es decir, bancos, aseguradoras y otros comercializadores de fondos (AllFunds, 2016). Es decir, AllFunds es el instrumento de arquitectura abierta al cual se hacía referencia anteriormente en el apartado 3.1.1

3.2.3. EAF- Empresas de Asesoramiento Financiero

Tal como establece el Real Decreto 4/2015 (2015), “las empresas de asesoramiento financiero son aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar los servicios y actividades inversión previstos en el artículo 140.1.g) y los servicios auxiliares previstos en el artículo 141.c) y e)”. En resumen, dichos artículos hacen alusión a los servicios y actividades que están legalmente reconocidos para que las EAF lleven a cabo, tales como hacer recomendaciones a sus clientes en cuanto a inversiones atractivas así como en operaciones de fusiones y adquisiciones (Real decreto 4/2015, 2015). Por tanto, las EAFS, al no ser bancos propiamente, tienen que apoyarse en el banco habitual de su cliente o, como es habitual, en un banco con el que tienen acuerdo, para que el cliente mantenga ahí su cartera de fondos. Como este Trabajo de Fin de Grado está enfocado en la distribución de los fondos de inversión, se centrará en el papel de estas empresas como asesores de inversiones.

Dicho asesoramiento debe adecuarse a las características de cada cliente, en función de su perfil y del riesgo que quiera asumir (Asociación de Empresas de Asesoramiento Financiero, s.f.).

A la hora de constituir una EAF hay que cumplir una serie de requisitos. En primer lugar, los directivos y administradores deben reunir los mismos requisitos relativos a su profesionalidad que se les exigen a los de las sociedades gestoras de inversión (Bombín, 2010). Asimismo, en el momento de la constitución han de reunir un capital mínimo de 50.000 euros y deberán contar con un seguro de

responsabilidad civil para poder hacer frente a las indemnizaciones a sus clientes derivadas de irregularidades en sus actuaciones (Bombín, 2010). Además deberán acreditar que su sede social se encuentra en España y entregar un conjunto de documentos relativos a su estructura, recursos y comisiones (López, 2015). Aparte de reunir todos estos requisitos, deberán proceder a solicitar la autorización correspondiente para el ejercicio de la actividad ante la CNMV (CNMV, s.f. c).

Las EAF son relativamente recientes en el ámbito de las empresas de servicios de inversión (Foster Swiss, 2014). De hecho, su origen se remonta a la entrada en vigor de la Directiva europea MiFID I, pero paradójicamente el cambio que supone MiFID II en cuanto a unos requisitos más restrictivos para las mismas puede desembocar en su desaparición al dejar de ser rentables (Moreno, 2017b). Entre esos cambios, se encuentra la obligación de suprimir la “I” de sus siglas, ya que puede dar pie a que se considere erróneamente que la empresa de asesoramiento es independiente, es decir, que no hay relaciones contractuales con determinadas gestoras de fondos para favorecer la comercialización de los mismos (Roa, 2018). Esto último se debe a otra de las modificaciones que supone la entrada en vigor de MiFID II, ya que deberán declarar si son independientes o no en función de si cobran retrocesiones de las gestoras de los fondos para que recomienden los suyos (Roa, 2018). Por tanto, el cliente va a ser conocedor de las comisiones que cobra el asesor por ofertar ciertos fondos de inversión, lo cual puede hacer que el inversor opte por las empresas de inversión que sean independientes y le ofrezcan aquellos que se adecúen mejor a su perfil (Sisternes, 2017).

3.2.4. Banca privada

En primer lugar, conviene definir lo que se entiende por banca privada. Según Berbis (2009), es aquella rama de las entidades financieras que se dedica de forma personalizada a aquellos clientes con grandes patrimonios con el fin de sacar el mayor rendimiento a los mismos. Morales Mediano y Ruiz-Alba (2018) resalta la importancia de que se trate de un servicio personalizado y adaptado a las necesidades de cada cliente, y dicha personalización del servicio se trata de garantizar asignando al cliente un único banquero privado con el que estreche una relación profesional basada en la confidencialidad y la confianza. La distribución

en España de los fondos de inversión a través de este canal, representa un 15% de la distribución total de los mismos (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017). Como regla general los bancos buscan atraer a aquellos clientes que tengan un patrimonio mínimo de 500.000 euros, aunque en algunos casos la cifra mínima para acceder a sus servicios puede alcanzar el millón de euros (Castelló, 2018). Jiménez (2015) resume de forma precisa las características de la banca privada, estableciendo que “en banca privada el asesoramiento es mucho más personal, los productos financieros que le ofertarán son más complejos, la confidencialidad será máxima y el asesoramiento fiscal estará a la orden del día”.

El ser cliente de banca privada permite al inversor en muchas ocasiones tener acceso a clases de fondos sujetas a comisiones de comercialización más bajas (Castelló, 2018). No obstante, una de las desventajas de acceder a la distribución de los fondos de inversión a través de la banca privada es que los bancos pueden tender a recomendar a sus clientes aquellos fondos que pertenezcan a la gestora propiedad de la entidad financiera, priorizando el interés de la misma sobre el del cliente, cuyo fin es obtener la mayor rentabilidad posible (Berbis, 2009). Esto es debido a que como el cliente ha de pagar una comisión de gestión a la sociedad gestora del fondo, el comercializador tratará de favorecer la suscripción de participaciones en aquellos que pertenezcan a la gestora de su entidad financiera porque así revierte en el grupo bancario (Berbis, 2009).

3.2.5. Banco minorista

El Banco minorista se trata de una clase de banco que se distingue de las otras ramas, como por ejemplo la banca comercial o la banca corporativa, por los servicios que ofrecen y el público al que se dirigen (ING, s.f.). También se conoce como banco de consumo (Facto, 2016). Dicha rama tiene como público objetivo a las personas físicas, por lo que cuentan con una amplia red de establecimientos (BancaFácil, s.f.). En cuanto al tipo de actividades que llevan a cabo, Facto (2016) establece que “ofrecen servicios de banca cotidianos como préstamos personales, hipotecas, emisión de tarjetas de crédito, concesión de avales, etc.”.

Uno de los servicios que ofrecen a sus clientes es el acceso a los fondos de inversión (Indexa Capital, 2016). Como hemos mencionado previamente, cada

fondo tiene distintas clases en función de quien es el partícipe, siendo la clase “retail” ,también conocida como minorista, la que corresponde a los inversores que suscriben las participaciones a través del banco de consumo, y que por tanto, no alcanzan el patrimonio suficiente para beneficiarse de las ventajas de la clase de banca privada (Indexa Capital, 2016). Por tanto, invertir en fondos de inversión a través del banco retail únicamente es recomendable para el inversor si no alcanza los niveles de patrimonio exigidos en la banca privada puesto que tal y como afirma García (2016) “ a veces la clase de banca privada tendrá menores comisiones de gestión que la retail, pero requerirá de una inversión mínima más elevada”.

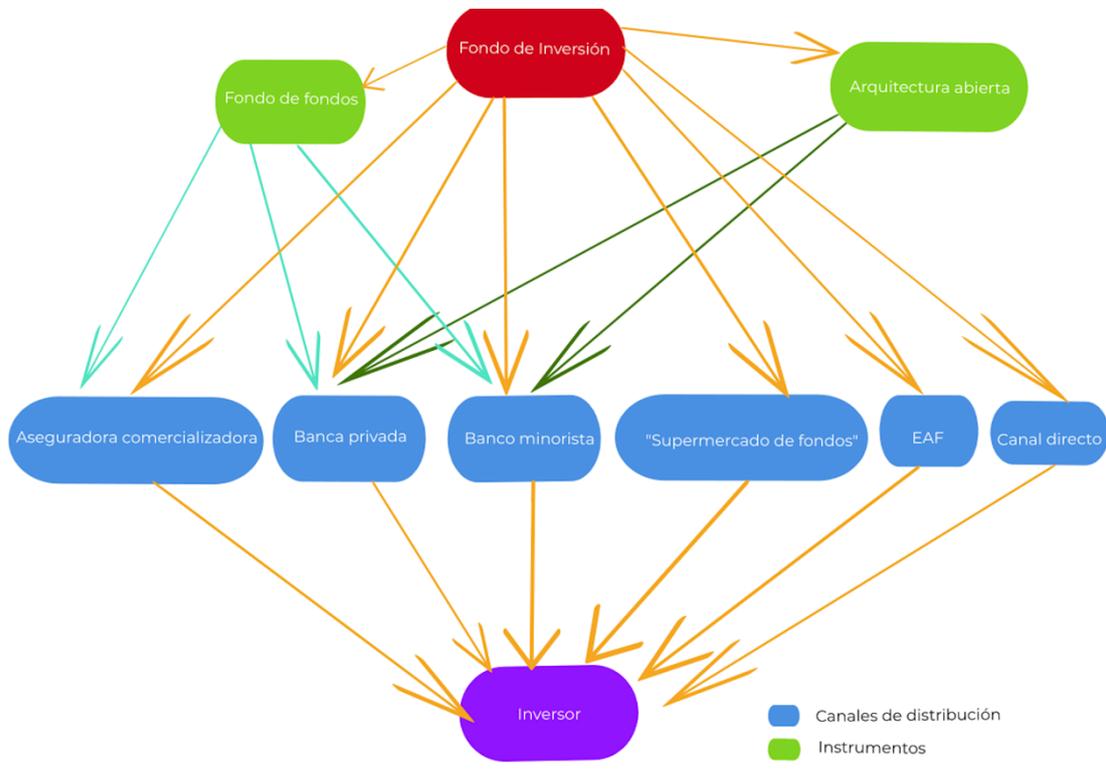
3.2.6. Aseguradora comercializadora

Las compañías aseguradoras en los últimos años han aumentado su peso en la venta de fondos de inversión (Segovia, 2018). Las grandes aseguradoras españolas cuentan con sus propias gestoras de fondos de inversión que originariamente se constituyeron con el fin de gestionar el propio capital de la compañía (Moreno, 2017c). El know-how desarrollado en la gestión de activos, junto a la amplia base de datos de asegurados que poseen, les ha permitido comercializar a éstos sus propios fondos (Moreno, 2017c). Además de contar con sus propias gestoras, la mayoría de ellas proporcionan servicios de asesoramiento patrimonial con el objetivo de reducir la cuota de mercado de la banca privada (Moreno, 2017c). En España, la comercialización de los fondos de inversión a través de las compañías de seguros tiene un peso del 8% (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017).

Si atendemos al ranking de gestoras españolas con mayor capital captado en 2018, por detrás de las gestoras de las grandes entidades bancarias, se encuentra Mutuactivos, la gestora del Grupo Mutua Madrileña, ocupando el octavo lugar, y siendo por tanto, la gestora de una aseguradora mejor posicionada (Rubio, 2019). Mutuactivos nació con el objetivo de gestionar el capital de la propia compañía a través de los fondos de inversión (Moreno, 2017c). Al ser una de las aseguradoras líder a nivel nacional, junto con Mapfre, ya que cuenta aproximadamente con 12, 5 millones de asegurados, ha sabido aprovechar esta base de clientes y la seguridad que transmite como empresa para comercializar sus productos de inversión

(Giménez, 2018b). Esto es lo que se conoce en el sector como venta cruzada (Giménez, 2018b). Cortés (2015) define la venta cruzada como “ una técnica que consiste en la venta de varios productos o servicios complementarios al que el cliente desea comprar inicialmente”. Por tanto, en el caso de Mutuactivos y otras aseguradoras consiste en ofrecer a sus clientes además de sus seguros, productos de inversión.

A modo resumen, se puede representar la distribución de los fondos de inversión en España de la siguiente manera:



Fuente: elaboración propia

4. Perspectivas futuras de los canales de distribución

A continuación, en el apartado 4.1 se estudiará el impacto de la normativa europea MiFID II en la distribución de los fondos de inversión. Posteriormente, en el apartado 4.2 se procederá al análisis de las entrevistas efectuadas a profesionales de la industria, no sin antes explicar la metodología de las entrevistas en profundidad llevadas a cabo.

4.1 MiFID II

A nivel comunitario se ha llevado a cabo una revisión de MiFID I cuyo objeto de regulación era la industria de los productos financieros, teniendo como resultado la entrada en vigor el 3 de enero de 2018 de una directiva (MIFID II) y de un reglamento (MIFIR) (Palomares, 2018b). Ambos textos corresponden al primer nivel de regulación, es decir, serán los más importantes, seguidos de un nivel 2 compuesto por otras directivas y reglamentos cuyo fin es suplementar y desarrollar en más detalle los anteriores (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017). Por último, encontramos el tercer y cuarto nivel que está compuesto por directrices y recomendaciones dictadas por ESMA, que es la autoridad comunitaria de valores y mercados, cuyo objetivo es ir supervisando el cumplimiento por parte de los Estados de los niveles regulatorios anteriores (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017). La diferencia entre la directiva y el reglamento, es que la primera requiere de su transposición al ordenamiento estatal de los países miembros de la Unión Europea (Palomares, 2018b). En el caso de España, esta transposición se llevó a cabo a través de la aprobación de un Real Decreto-ley en octubre de 2018, con varios meses de retraso, lo que estuvo a punto de suponer la imposición de una multa por parte de la Comisión Europea (Egea y Guillén, 2018). Lo mismo ocurrió con MiFID I puesto que se dio un plazo de 24 meses desde su entrada en vigor y fue imposible cumplir el mismo, transponiéndose al ordenamiento español un año y ocho meses más tarde desde que finalizó dicho plazo (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017).

MiFID II supone cambios respecto a la forma en la que los canales de distribución son remunerados por sus servicios de comercialización de los fondos de inversión y también relación a su estructuración hacia ciertos segmentos de inversores (Deloitte y Elvinger Hoss, 2016). A grandes rasgos, la normativa europea que engloba a la directiva MiFID II y a los distintos reglamentos, demás directivas que la desarrollan, tiene como objetivo principal reforzar la protección del inversor mediante una mayor transparencia de información para eludir los conflictos de intereses que surgen en la comercialización de los productos financieros (Price Waterhouse Coopers e IE Business School, 2011).

A continuación se tratarán los cambios y medias que conlleva MiFID II en mayor profundidad. En primer lugar, la entrada en vigor de MiFID II implica que las comercializadoras deberán elaborar un test de idoneidad a cada inversor al que se preste un servicio de asesoramiento financiero, de forma que se pueda comprobar el nivel de riesgo que desea asumir el mismo y que se le recomienden los fondos de inversión que más se ajusten a su perfil (García-Juarez, 2017). Dicho test tiene como fin que el comercializador tenga un mayor conocimiento sobre el perfil y las características del inversor con el fin de evitar suscribir participaciones en productos de inversión que no sean concordantes con el riesgo que el cliente desea asumir (Roa, 2018).

En relación con este punto, las sociedades gestoras de los fondos se verán obligadas a establecer a qué público van dirigidos, acotando el perfil de inversor al que van destinados (Roa, 2018).

Por otro lado, supone la prohibición de los incentivos que hasta ahora venían percibiendo las empresas de servicios de inversión para favorecer la comercialización de ciertos fondos de inversión (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017). Estos incentivos se conocen en el sector como retrocesiones y se denominan así porque es la parte de la comisión que cobra la sociedad gestora del fondo de inversión por

administrarlo y que decide ceder al comercializador del mismo para que favorezca la suscripción de participaciones de un fondo concreto (Roa, 2018). Dicha prohibición afecta de distinta forma según el tipo de actividad que lleva a cabo la empresa de inversión, distinguiendo MiFID II 4 tipos: aquellas que llevan acabo únicamente ejecuciones de operaciones de inversión (es el caso de las plataformas de fondos); las de asesoramiento pudiendo ser independientes o no independientes; y las de gestión discrecional de carteras (Palomares, 2018c). Como establece el informe del Instituto de Estudios Bursátiles (2017) “estarán prohibidos siempre que la entidad preste el servicio de asesoramiento independiente o de gestión discrecional de carteras”. No obstante, aunque las empresas de asesoramiento independiente no pueden cobrar las retrocesiones, podrán continuar percibiendo comisiones de sus clientes por las recomendaciones de inversión y por la distribución de los fondos (Asesora.com, 2017). Por tanto en las empresas de asesoramiento no independiente y las de sólo ejecución, dichas comisiones continuarán estando permitidas siempre que se informe en detalle a los clientes sobre ellas (Instituto de Estudios Bursátiles, 2017). Además, como requisito adicional, en el caso de aquellas empresas de inversión que únicamente lleven a cabo ejecuciones, su oferta de fondos de inversión deberá estar compuesta por al menos un 25% proveniente de gestoras de terceros, mientras que en el caso de aquellas que presten asesoramiento independiente se exige para que puedan seguir cobrando las retrocesiones que ofrezcan un valor añadido a sus clientes (Palomares, 2018c). Este cambio guarda relación con otro que introduce MiFID II puesto que se establece también la obligación de que las empresas de servicios de inversión declaren si son independientes o no, con el fin de que públicamente se sepa si pueden cobrar de las gestoras de los fondos las mencionadas retrocesiones (Roa, 2018). En el caso de aquellas que se hayan declarado independientes, como ya no podrán cobrar incentivos por parte de las gestoras de los fondos, deberán cargar dicha comisión a los clientes pero siempre y cuando les informen de ello, para mantener el mismo nivel de ingresos (Roa, 2018). Por tanto, resulta evidente que

para las empresas de asesoramiento financiero no resulta rentable declararse independiente, y prueba de ello es que en España hasta la fecha el porcentaje de las mismas que se han declarado así no alcanza ni el 20% (Aspas, 2019). Asimismo, como se les obliga a declarar si son independientes o no, para evitar equivocaciones, las EAFI se verán obligadas a prescindir de la “i” de sus siglas, puesto que puede dar pie a que el cliente caiga en el error de creer que es una empresa de asesoramiento independiente, cuando a lo mejor no lo es (Roa, 2018). En definitiva, lo que se pretende con esta medida es evitar que se dé por sentado que todas las EAF prestan asesoramiento independiente (Roa, 2018).

También otro cambio relacionado con los anteriores, es la obligación de que las gestoras creen una modalidad de los fondos llamada “clase limpia”, con el fin de que las empresas de asesoramiento independiente o las de gestión discrecional de carteras puedan cumplir con la prohibición de no obtener retribución a través de las mencionadas retrocesiones (Palomares, 2018d).

Además, se han endurecido los requisitos para poder prestar servicios de asesoramiento (García-Juez, 2017). Los asesores deberán contar con un título específico que acredite que cuentan con la formación financiera suficiente para poder prestar dicho servicio y asimismo, para poder operar de forma autónoma será necesario demostrar una trayectoria profesional de al menos seis meses en el sector (García-Juez, 2017). El título más común que acredita su formación financiera es el EFA (European Financial Advisor) que es expedido por la entidad EFPA (European Financial Planning Association) (Vicente, 2017).

Asimismo, como hemos mencionado brevemente previamente, otro de los cambios que supone MiFID II es una mayor transparencia, lo que implica una mayor información al inversor ya que uno de los objetivos principales de la nueva normativa es reforzar la protección del mismo

(Aspas, 2019). Se deberá trasladar al inversor toda la información relativa a los gastos y comisiones que debe asumir (Roa, 2018).

En cuanto a los cambios relativos a la fiscalidad de este sector, se introduce la obligación de que aquellas empresas que presten servicios de asesoramiento independiente deberán gravar este servicio con el IVA, lo cual ha sido entendido como un perjuicio para este tipo de empresas, siendo incoherente con la finalidad perseguida por MiFID II que es la de favorecer el asesoramiento independiente para frenar el crecimiento del no independiente (Roa, 2018).

Además, las empresas dentro de la industria de los fondos de inversión se verán obligadas a solicitar en el registro mercantil un código identificador de las mismas, lo que se conoce como un LEI (Legal Entity Identifier) que les será necesario para poder actuar en el mercado de valores (Sánchez, 2017).

Por otro lado, los derechos y obligaciones tanto de la empresa de servicios de inversión como del cliente, deben quedar explícitamente reflejados en un contrato, en el que ha de constar la firma de los dos (Doménech, 2018).

Además, las empresas de asesoramiento deberán recoger explícitamente por escrito la sugerencia de inversión efectuada al cliente (Doménech, 2018).

En el caso de que las empresas de inversión no lleven a cabo los cambios y las exigencias que supone MiFID II, se contemplan sanciones que pueden alcanzar hasta el 10% de la cifra de negocio de la empresa que contravenga la normativa europea (Sánchez, 2017). Por tanto, para evitar estas sanciones, el Consejo de Administración de las empresas deberán llevar a cabo funciones de supervisión periódicamente para corroborar que se está adecuando la entidad a la normativa MiFID II (Sánchez, 2017).

4.2 Resultados de las Entrevistas

4.2.1 Metodología

Como se ha mencionado en el apartado 1.4, para realizar esta investigación, con el objetivo de recabar información fiable sobre los canales de distribución en España, se han llevado a cabo ocho entrevistas en profundidad a profesionales de la industria de los fondos de inversión, como por ejemplo de sociedades gestoras de fondos de inversión o de entidades financieras (véase Anexo). Las entrevistas en profundidad estaban estructuradas de la siguiente manera: una primera parte sobre el funcionamiento de la distribución de los fondos de inversión en España, una segunda parte sobre los canales más utilizados por los inversores y por último, una tercera parte sobre el impacto que va a tener MiFID II en la distribución.

Todas las entrevistas se desarrollaron a lo largo del mes de febrero de 2019 de forma presencial en las oficinas de las compañías en las que trabajaban los entrevistados, teniendo una duración media de 30 minutos. Se fueron haciendo anotaciones de las respuestas de los participantes durante el transcurso de las entrevistas, completándolas inmediatamente después de finalizar las mismas.

4.2.2 Resultados y Análisis

Tras las entrevistas llevadas a cabo a profesionales de la industria de distribución de los fondos de inversión, se han obtenido los siguientes resultados.

En primer lugar, en cuanto al funcionamiento de los diferentes canales de distribución de los fondos de inversión, destaca la bancarización de la industria. Las entidades financieras logran un mayor margen de beneficios comercializar a sus clientes en la mayoría de los casos aquellos fondos pertenecientes a su propia gestora por lo que además de la comisión de comercialización, ingresan la comisión de gestión. Tal

como afirma el entrevistado uno (E1) “esto ha dado lugar a que los productos más ofertados sean la gestión delegada de carteras y los fondos de fondos”. También sobresale la mayor accesibilidad a los fondos de inversión gracias a la venta online puesto que como señala E3 “en las páginas web se encuentra toda la información necesaria sobre los distintos productos de inversión y sus características de riesgo”. Sin embargo, E2 apunta que “es muy complicado que haya una oferta de comercialización masiva de fondos de inversión online, por la diversidad y complejidad de la demanda y porque se trata de inversiones de riesgo y no se pueden ofrecer a la ligera cumpliendo la normativa”. Realmente, la venta online es recomendable para aquellos inversores con altos conocimientos financieros que no precisan de asesores. No obstante, gracias a la transformación digital de esta industria, si el inversor decide acceder a los fondos a través de la venta online, aunque no tenga conocimientos financieros, puede hacer uso del asesoramiento online a través de los *robo advisors*, que como indica E7 “recomiendan una cartera de fondos según el perfil del cliente”.

E4 realiza un perfecto resumen sobre el funcionamiento de la distribución de los fondos de inversión al señalar que “aunque todavía queda mucho camino que recorrer para situar el mercado español al nivel del mercado americano (mucho más maduro), los avances en la digitalización de las entidades financieras harán de lo ‘digital’ el canal predominante en la distribución de fondos de inversión”.

Por otro lado, se les ha preguntado a los entrevistados acerca de qué aspectos consideran que habría que cambiar del modelo de distribución de los fondos de inversión en España. En primer lugar, sería necesario una mayor formación financiera de los inversores ya que esto favorecería un modelo de distribución más eficiente. Prueba de esta incultura financiera es “la aversión al riesgo” que como señala E4 existe entre los inversores. Asimismo, dado que los inversores españoles tienen un perfil muy conservador en comparación con los países del norte de Europa y su cartera se centra mayoritariamente en el mercado doméstico, E5 apunta que “los bancos tenemos el reto de “seguir educando al cliente”

con el fin de que se abra hacia una mayor diversificación con una visión de más a largo plazo”. Además, se hace alusión a la rigidez del modelo de distribución puesto que como afirma E3 “la excesiva regulación que tenemos hoy en día resta agilidad en la toma de decisiones por parte de los gestores presenciales e inversores a la hora de confeccionar y realizar cambios en las carteras”. Por ello, E8 es partidario de “liberalizar la distribución de fondos, desburocratizar y homogeneizar modelos de suscripción, traspasos y retiradas de los fondos”. Asimismo, aquellos pequeños ahorradores que no tienen acceso a la Banca Privada, están bastante limitados a la oferta de fondos pertenecientes a la gestora de su propia entidad financiera ya que como apunta E7 “las sucursales bancarias no están interesadas en distribuir fondos de terceros ya que tienen menos margen que en los propios”. Este problema se acentúa cuando el pequeño ahorrador es una persona mayor que está familiarizado con las nuevas tecnologías y por ello es más fácil para él recurrir a la suscripción de fondos a través de su banco habitual.

En tercer lugar, se les ha preguntado acerca de cuál consideran que es su ventaja competitiva como canal de distribución frente a los demás canales. Los entrevistados que prestan asesoramiento patrimonial en una Agencia de Valores propiedad de una aseguradora (E2, E3, E4) coinciden en que son eficientes en costes, lo que les permite ofrecer a sus clientes unas bajas comisiones por sus servicios. Asimismo, dado que su principal cliente es la propia aseguradora, que gestiona su propio patrimonio a través de los mismos vehículos puestos a disposición de sus clientes minoristas, por lo que sus intereses están alineados con los de sus clientes. Además, el hecho de ser independientes y no pertenecer a una entidad bancaria, y tener un tamaño considerable con una amplia red de comercialización, les permite acceder a fondos de terceros con el fin de aportar un valor añadido a sus clientes, permitiéndoles confeccionar carteras diversificadas que se ajusten a las necesidades de los mismos.

La ventaja competitiva de cada canal puede depender del tipo de cliente al que va dirigido en función de sus conocimientos financieros, ya que

aquellos con mayores conocimientos tenderán a la contratación online, mientras que aquellos con escasa cultura financiera optarán por el asesoramiento. Por ello, E5 considera que la ventaja competitiva de la Banca Privada como distribuidor de fondos es que pueden tener como mercado objetivo a cualquier tipo de cliente ya que ofrecen “distintos tipos de contratos (gestión, asesoramiento e intermediación) garantizando al cliente que accede a la clase más barata de fondos disponible”.

Por otro lado, E8, comercializador en una gestora independiente, señala que su ventaja competitiva es su propia independencia ya que considera que “la flexibilidad y no pertenecer a un grupo con intereses particulares es especialmente positivo”.

En cuarto lugar, en cuanto la evolución de los diferentes canales de distribución en los últimos 10 años, la mayoría de los entrevistados coincide en que se ha incrementado sustancialmente el peso de la venta online de fondos, en perjuicio de la presencial, y como apunta E5 se debe a “la incorporación de las nuevas generaciones cada vez más digitales y menos propensas a visitar las oficinas físicas”. Igualmente, el acceso a los fondos a través de la venta online, permite a los inversores hacer un seguimiento de sus carteras a cualquier hora del día, así como ejecutar cualquier tipo de operación.

Asimismo, en estos últimos años han ido ganando cuota de mercado las gestoras independientes, en detrimento de las entidades bancarias. E2 considera que esto ha sido debido a “la crisis financiera mundial en 2008, las malas praxis llevadas a cabo por los bancos, la reestructuración del sistema financiero Español después de la intervención del BCE en 2012”, lo que supuso la desaparición de muchas entidades bancarias en España. También el mayor peso de las gestoras independientes ha venido motivado por el alto valor añadido que aportan a los inversores, debido a su amplia oferta de fondos y al asesoramiento personalizado que ofrecen a éstos. Y otro de los factores que ha impulsado el crecimiento

de las gestoras independientes sin lugar a dudas ha sido la implantación de la arquitectura abierta, ya que hasta ahora los bancos tendían a comercializar únicamente sus propios fondos.

Además, la incursión de las gestoras internacionales en el mercado español ha aumentado considerablemente, lo cual ha motivado la apertura en España de oficinas propias.

Por último se les preguntó acerca del impacto que ha tenido MiFID II en la distribución de los fondos de inversión. La entrada en vigor de MiFID II está suponiendo una reestructuración de la industria, lo cual implica un consumo de recursos económicos, técnicos y humanos considerable si se quiere seguir siendo una entidad competitiva. No obstante, E1 apunta que “el impacto más importante va a ser la reducción de costes. Este hecho, dará lugar a la fusión de gestoras o EAFIS con el fin de generar sinergias y mejorar la eficiencia del sector”.

Por otro lado, aunque el objetivo principal de MiFID II es proteger al inversor de los abusos que hasta ahora se venían produciendo por parte de las comercializadoras de fondos, E2 señala que implícitamente “también viene a proteger a las entidades que se ciñan con rigor a esta nueva normativa frente a otras entidades que no lo hagan o frente a clientes que quieran sacar beneficio de denuncias no justificadas, cuando la entidad pueda demostrar que actuó conforme a la ley”. Asimismo, supone la integración de la industria de distribución a nivel europeo, lo cual facilitará la ejecución de operaciones. Desde el punto de vista del inversor, los entrevistados coinciden en que esta normativa es positiva ya que la mayor transparencia de la industria, les permitirá comparar los canales de acceso a los fondos siendo conocedores de una mayor información en cuanto a gastos y comisiones, ya que como apunta E7 el cliente va a saber “ en todo momento que margen se lleva cada participante en la cadena de distribución de los fondos”.

En cuanto a los aspectos negativos de la normativa, E3 considera que “restan agilidad en la toma de decisiones a la hora de realizar nuevas propuestas de inversión y hacer modificaciones en las carteras de los clientes. Esto es debido a la burocratización de la industria que ha supuesto la normativa, así como a la mayor supervisión por parte de la CNMV. E8 también considera que la nueva normativa es perjudicial para la industria ya que “encarece el producto y se limita la flexibilidad y la negociación bilateral” por lo que las entidades lo que acabarán haciendo será buscar lagunas jurídicas, para que dicha normativa no sea tan lesiva para las mismas.

5 Conclusiones

En este último capítulo del Trabajo se desarrollarán las conclusiones que se pueden extraer del mismo. En primer lugar, se hará una evaluación global del estudio llevada a cabo, es decir, se valorará en que medida se han alcanzado los objetivos propuestos, si el trabajo ha arrojado luz y un mayor conocimiento acerca de la distribución de los fondos de inversión en España. También se expondrán las dificultades a las que se ha tenido que hacer frente a la hora de elaborar el Trabajo, así como las limitaciones que se han encontrado. Por otro lado, se propondrán futuras líneas de investigación.

En primer lugar, a partir de este trabajo se ha establecido de forma clara aquellos agentes que intervienen a la hora de contratar un fondo de inversión. Asimismo, se ha construido un mapa de los canales de distribución en España, de forma que se pueda tener una visión global de las distintas vías que tiene el inversor para acceder a los fondos de inversión, definiendo las características de cada canal y determinando la relevancia de cada uno de ellos. Con este Trabajo se ha podido establecer que los fondos de inversión en España se distribuyen a través de los siguientes canales: el canal directo, los “supermercados de fondos”, las EAF, la banca privada, el banco minorista y las aseguradoras comercializadoras. Igualmente, se ha podido corroborar que en dicho modelo de distribución, destacan dos instrumentos que son la arquitectura abierta y los fondos de fondos, y que constituyen un eslabón más en la cadena.

Por otro lado, se ha analizado el impacto que ha supuesto la entrada en vigor de MiFID II, que a grandes rasgos supone una mayor protección del inversor a través de diversas medidas y una mayor competencia de la industria debido a la reducción de costes que trae consigo. Además, se han extraído conclusiones de las entrevistas realizadas a profesionales de la industria sobre el funcionamiento de la distribución en España y sobre las consecuencias que ha supuesto la nueva normativa europea. A través de este trabajo se ha podido evidenciar que los canales que requieren la presencia física del inversor, han ido dando paso a aquellos online, con los que ya cuentan las propias entidades bancarias y gestoras a través de su página web, así como los “supermercados de fondos”.

Respecto a las dificultades a las que se ha tenido que hacer frente a la hora de hacer este Trabajo cabe decir en primer lugar que en un escenario en el que los fondos de inversión cobran cada vez más importancia a la hora de canalizar los ahorros de las familias españolas, no se entiende cómo es tan escasa la literatura existente acerca de los canales de distribución de los mismos. Ha sido una labor compleja la búsqueda de artículos, tanto académicos como de prensa, que ayuden a componer el mapa de distribución en España. Es por ello, que se ha tenido que ir contrastando información para poder llegar a los canales existentes en España, puesto que ningún artículo trataba de forma global la distribución a nivel nacional. En consecuencia, se ha tenido que recurrir a la literatura anglosajona que ha tratado en mayor medida la distribución de los fondos de inversión, aunque tampoco de forma muy extensa. Al tener que acudir a la literatura anglosajona, se han tenido que analizar los canales existentes en el modelo de distribución norteamericano para ver cuáles tienen presencia en España, de acuerdo con la normativa europea y nacional. Asimismo, se han añadido otros canales a partir de los escasos artículos que versan sobre la distribución de los fondos en España.

En cuanto a las limitaciones que se han encontrado a la hora de elaborar este Trabajo, son en primer lugar la muestra de las entrevistas puesto que al haberlas realizado únicamente a ocho profesionales de la industria, cabe la posibilidad de que se haya quedado fuera de dicha muestra algún perfil de un profesional del que hubiera sido interesante analizar sus valoraciones sobre el funcionamiento de la distribución y sobre el impacto de MiFID II. Asimismo, la falta de experiencia por parte del autor constituye una limitación del trabajo, puesto que al no ser un experto en la materia, ha tenido que estudiar sobre el funcionamiento de los fondos para posteriormente investigar sobre su distribución. También cabe mencionar la limitación geográfica puesto que el Trabajo se circunscribe a España, y como se aprecia el modelo de distribución puede variar mucho de un país a otro, ya que por ejemplo como se mencionó en el apartado 1.1 el 89% de la distribución en Reino Unido se realiza a través de plataformas y entidades de asesoramiento financiero independiente.

Por último, a partir de este Trabajo sería interesante continuar investigando en un futuro sobre cómo afectará la tecnología y la mayor cultura financiera de los inversores a la distribución de los fondos de inversión en España. También resulta necesario que en un futuro se estudie en mayor profundidad el impacto de MiFID II en la industria cuando dicha normativa europea esté plenamente asentada e integrada en la legislación nacional, ya que será más fácil valorar su repercusión que ahora, puesto que ha entrado en vigor recientemente. Asimismo, dadas las limitaciones que se han encontrado, sería oportuno completar este Trabajo realizando entrevistas de una forma más sistemática y completa que cubriesen a profesionales de los diferentes canales. Además sería interesante realizar este estudio sobre la distribución para otros países europeos como Francia o Alemania.

6 Referencias

Abante (2015). El fondo de fondos como alternativa más eficiente para el inversor [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.abanteasesores.com/blog/el-fondo-de-fondos-como-alternativa-mas-eficiente-para-el-inversor/>

Accenture (2015). Banca Privada Forward. Recuperado de <http://www.afi.es/afi/libre/pdfs/grupo/documentos/estudio-banca-privada-forward.pdf>

Agudo, L. F., y Ortiz, C. L. (2007). Cuarenta años de fondos de inversión en España: marco legislativo y novedades del mercado. *Boletín Económico de ICE*, (2913)

AhorroCapital (2018). Mejores plataformas de fondos donde comprar fondos de inversión. Recuperado de <https://www.ahorrocapital.com/2018/01/plataformas-donde-comprar-fondos-inversion.html>

AllFunds Bank (2016). *IV Congreso de Asofiduciarias* [Archivo en PDF]. Recuperado de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2017/10/carlos-felipe-stozitzky.pdf>

Alonso, A. (2018). Las gestoras independientes buscan su trozo del pastel. Funds&Markets. Recuperado de <https://dirigentesdigital.com/fondos/las-gestoras-independientes-buscan-su-trozo-del-pastel-DX246401>

Alonso, J., Franco, S., y Gallego, I. (2013). MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones. Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, (89), 95-122.

Andbank (2011). Inversis banco trae a España la arquitectura abierta de gestión. Recuperado de <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/inversis-banco-trae-a-espana-la-arquitectura-abierta-de-gestion-2/>

Asesora.com (17 de octubre de 2017). ¿Qué es la Mifid II y cómo cambia el asesoramiento financiero? [Blog]. Recuperado de <https://www.asesora.com/blog/la-mifid-ii-cambia-asesoramiento-financiero/>

Asociación de Empresas de Asesoramiento Financiero (s.f.). Qué es una EAFI. Recuperado de <http://www.aseafi.es/eafi/>

Aspas, A. (2019). MiFID II: un año después. Invertia.com. Recuperado de <https://www.invertia.com/es/noticias/opinion/20190128/mifid-ii-un-ano-despues-235819>

BancaFácil (s.f.). ¿Qué tipos de bancos existen?. Recuperado de <http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/Contenido?indice=1.2&idPublicacion=600000000000122&idCategoria=2>

Banco de Sabadell (s.f.). ¿Qué son las entidades gestoras y depositarias?. Recuperado de https://www.activobank.com/applic/cms/jsps/activo/g3repository/PDF/PEN8_8QUE_SON_LAS_GESTORAS_Y_DEPOSITARIAS.PDF

Baraldi, R. (2018). Manufacturer and distributor of financial products and their role to protect the end client. Tesi di laurea. Università Degli Studi di Padova, Padua, Veneto, Italia. Recuperado de: http://tesi.cab.unipd.it/61766/1/Baraldi_Riccardo.pdf

Bastida, J.M. (17 de noviembre de 2018). ¿Qué es la gestión activa y gestión pasiva en los fondos de inversión? [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/jose-miguel-bastida/4085049-que-gestion-activa-pasiva-fondos-inversion>

BBVA Asset Management (2018). Las ventajas de la inversión vía fondos vs inversión directa en activos. bbvaassetmanagement.com. Recuperado de <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-737054/ventajas-inversion-fondos>

Belantia, M. (26 de marzo de 2018). La clase limpia (o clean), sinónimo de fondos de inversión rentables [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.finanbest.com/blog/clase-limpia-fondos-de-inversion-rentables/>

Berbis (9 de diciembre de 2009). ¿Qué es la banca privada?: ventajas e inconvenientes [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/berbis-swap/380462-que-banca-privada-ventajas-inconvenientes>

Bombin, G. (2010). *Requisitos para constituir una EAFI* [Archivo PDF]. Recuperado de www.efpa.es/download/1279023687.fichero1.tbl_descargas.../Gloria_Bombin.pdf

Bufete CasadeLey (s.f.). Fondos de inversión: Concepto, tipos y marco normativo. Recuperado de <https://www.bufetecasadeley.com/fondos-de-inversion-concepto-tipos-y-marco-normativo/>

Busch, D. (2017). MiFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms. *Capital Markets Law Journal*, 12(3), 340-380.

Busconómico (2017). Así funcionará el nuevo supermercado de fondos. Recuperado de <https://www.busconómico.com/post/funcionamiento-supermercado-fondos.aspx>

Castelló, V. (24 de enero de 2018). Banca privada a los pies del cliente vip. *Cinco Días*. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/01/23/mercados/1516724115_842857.html

CNMV (s.f. a.). Fondos de inversión: suscripción, reembolso y traspaso. Recuperado de http://www.cnmv.es/tutorialesinversores/ordenesvalores/01_cnmv_accesible/050601.htm

CNMV (s.f. b.)Traspasos entre fondos de inversión. Recuperado de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FICHA_FI_05.PDF

CNMV (s.f. c.) Manual solicitud de autorización de empresas de asesoramiento financiero [E.A.F.I]. Recuperado de <http://www.cnmv.es/PORTAL/Legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=EAFI>

Cobas Asset Management (2018). Folleto Cobas Selección, FI. Recuperado de https://www.cobasam.com/wp-content/uploads/folleto_seleccion.pdf.

Coronado, I. (2003). Entidades bancarias y sus relaciones con clientes de fondos de inversión. Tesis doctoral, Universidad de Málaga, Málaga, España.

Cortés, E. (23 de septiembre de 2015). Venta cruzada: el arte de incrementar las ventas [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.sage.com/es-es/blog/venta-cruzada-el-arte-de-incrementar-las-ventas/>

Creswell, J. (2009) *Research design: qualitative, quantitative and mixed methods approaches* (3ª ed.). California: Sage Publications.

Deloitte y Elvinger Hoss (2016). Investment Fund Distribution White Paper. Where now for fund distribution? Recuperado de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/IM/lu_cross-border-investment-fund-distribution.pdf

Deutsche Bank (2017). Cinco razones para exigir arquitectura abierta en fondos. Deutsche-bank.es Recuperado de <https://www.deutsche-bank.es/pbc/solucionesdb/edf-cinco-razones-para-exigir-arquitectura-abierta-en-fondos.html>

Devis, R. (23 de febrero de 2016). ¿Qué son los fondos de fondos y qué ventajas nos aportan? [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3134809-que-son-fondos-ventajas-aportan>

Dieu, L. T. (2015). A comparison of bank and non-bank funds in the french market. *Journal of Financial Services Research*, 47 (3), 273-294.

Dirigentesdigital.com (2017). Plataformas de fondos y MiFID II. Recuperado de https://dirigentesdigital.com/hemeroteca/plataformas_de_fondos_y_mifid_ii-CCFM22765

Doménech, E. (8 de enero de 2018). Novedades en el entorno MiFID II [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.bdo.es/es-es/blogs-es/blog-coordenadas-bdo/enero-2018/novedades-en-el-entorno-mifid-ii>

Economipedia (s.f.). Gestión pasiva. Recuperado de <https://economipedia.com/definiciones/gestion-pasiva.html>

Edufinet (s.f.). ¿Qué ventajas presentan los fondos de inversión para el pequeño inversor?. Recuperado de <http://www.edufinet.com/inicio/fondos-de-inversion/aspectos-generales/que-ventajas-presentan-los-fondos-de-inversion-para-el-pequeno-inversor>

Egea, J., y Guillén, A. (9 de octubre de 2018). MiFID II: transposición por vía de urgencia. *Expansión*. Recuperado de <http://www.expansion.com/especiales/pwc/2018/10/04/5bb6289722601dea1d8b45f0.html>

Escudero, R. (2014). ¿Cómo articulan las cuatro gestoras españolas pertenecientes a aseguradoras su gama de fondos?. *Funds people*. Recuperado de <https://es.fundspeople.com/news/como-articulan-las-cuatro-gestoras-espanolas-pertenecientes-a-aseguradoras-su-gama-de-fondos>

Escudero, R. (2017). Los distribuidores españoles ante MiFID II: retos y primeras soluciones. *Funds people*. Recuperado de <https://es.fundspeople.com/news/los-distribuidores-espanoles-ante-mifid-ii-retos-y-primeras-soluciones/>

Espada, B. (26 de junio de 2018). Cómo crear un fondo de inversión. *Ok diario*. Recuperado de <https://okdiario.com/howto/2018/06/26/como-crear-fondo-inversion-paso-paso-2473281>

Facto (2016). ¿Qué tipo de bancos existen y cuáles son las diferencias entre ellos?. Recuperado de <http://www.cuentafacto.es/tu-interes/tipos-bancos-existen-cuales-diferencias/>

Fernandez-Izquierdo, A., y Matallin-Saez, J. C. (2008). Performance of ethical mutual funds in Spain: sacrifice or premium? *Journal of Business Ethics*, 81(2), 247-260.

Fondium (2017). Gestoras independientes de fondos de inversión. Recuperado de <https://fondium.com/gestoras-independientes-de-fondos>

Fortuño, M.(21 de marzo de 2017). ¿Cómo se distribuyen los fondos de inversión en España?[Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.euribor.com.es/bolsa/como-se-distribuyen-los-fondos-de-inversion-en-espana/>

Foster Swiss (2014). EAFI, la novedad del asesoramiento financiero. Recuperado de <https://www.fosterswiss.com/2014/08/02/eafi-la-novedad-del-asesoramiento-financiero/>

Franch, M. (21 de junio de 2016). ¿Cómo crear un fondo de inversión o una SICAV?[Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3249678-como-crear-fondo-inversion-sicav>

Funds Society (2019). Las gestoras propiedad de aseguradoras se convierten en un jugador cada vez más competitivo. Recuperado de <https://fundssociety.com/es/noticias/negocio/las-gestoras-propiedad-de-aseguradoras-se-convierten-en-un-jugador-cada-vez-mas>

García, C. (10 de mayo de 2018). Las gestoras independientes ya controlan el 10,33% del patrimonio en fondos. *El Economista*. Recuperado de

<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9128605/05/18/Las-gestoras-independientes-ya-controlan-el-1033-del-patrimonio-en-fondos.html>

García, C. (14 de julio de 2016). Las pistas para distinguir entre más de 20.000 fondos. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/7704296/07/16/Las-pistas-para-distinguir-entre-mas-de-20000-fondos.html>

García, E. (2017). Asesoramiento mixto, el preferido por la banca privada ante MIFID II. *Inversión & finanzas: el seminario líder de bolsa, economía y gestión de patrimonios*, (1046), 38-39.

García-Juez, I. (16 de diciembre de 2017). MiFID II: los cuatro cambios que notarás en tu relación con tu banco a partir del 1 de enero. *Ok diario*. Recuperado de <https://okdiario.com/economia/mifid-ii-cuatro-cambios-notaras-relacion-banco-partir-del-1-enero-1610211>

García-Vaquero, V., y Alonso, F. (2015). Desarrollos recientes de la industria de la inversión colectiva en España. *Boletín económico-Banco de España*, (12), 73-81.

Gestión Pasiva (s.f.). ¿Qué es una Institución de Inversión Colectiva?. Recuperado de <https://www.gestionpasiva.com/que-es-institucion-de-inversion-colectiva/>

Giménez, O. (22 de julio de 2018a). Batalla por el ahorro familiar: los seguros pierden por culpa de Draghi. *El Confidencial*. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-07-22/seguros-ahorro-fondos-batalla-familias-inversion_1595558/

Giménez, O. (20 de agosto de 2018b). Mutua impulsa la venta cruzada de fondos y planes de pensiones a sus asegurados. *El Confidencial*. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-08-20/mutua-madrilena-mutuactivos-fondos-planes-asegurados_1605575/

Gómez, V., y Martín, P. (7 de abril de 2017). BME ataca a la gran banca en la venta de fondos de inversión. *Cinco Días*. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/04/04/mercados/1491307551_120490.html

Hernández, G., y Gutiérrez, S. (2008). Valoración de la transposición del MiFID en España.

Hull, J. (2012). *Risk management and financial institutions*, (Vol. 733, 3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

IndexaCapital (24 de agosto de 2016). Por qué nadie te habla de las clases de los fondos (e Indexa sí) [Entrada en blog]. Recuperado de <https://blog.indexacapital.com/2016/08/24/clases-fondos-inversion/>

ING (s.f.). ¿Sabes cuales son los diferentes tipos de bancos que existen?. Recuperado de <https://www.ennaranja.com/economia-facil/sabes-cuales-son-diferentes-tipos-de-bancos-que-existen/>

Instituto de Estudios Bursátiles (2017). Nuevos modelos de negocio en el asesoramiento financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II. Recuperado de <https://www.ieb.es/ww2017/wp-content/uploads/2017/05/InformMIFID.pdf>

Instituto Superior de Empresa y Finanzas (2018). Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Inversión. Recuperado de <https://isefi.es/las-instituciones-de-inversion-colectiva-y-los-fondos-de-inversion/>

Inverco (s.f.). Qué son los fondos y sociedades de inversión (IIC). Recuperado de <http://www.inverco.es/20/22/25>

Jankowicz, A.D. (2005). *Business Research Projects* (4ª ed.). London: Thomson Learning.

Jiménez, A. (13 de marzo de 2015). ¿Qué es la banca privada?[Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.elblogsalmon.com/entorno/que-es-la-banca-privada>

Knuutila, M., Puttonen, V., y Smythe, T. (2006). The effect of distribution channels on mutual fund flows. *Journal of Financial Services Marketing*, 12(1), 88-96.

Lakonishok, J., Schleifer, A., Vishny, R.W., Hart, O., y Perry, G. L. (1992). The Structure and Performance of the Money Management Industry. *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 339-391.

Larraga, P., y Peña, I. (2008). *Conocer los productos financieros de inversión colectiva: Tipos de fondos y sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección* (Vol. 6). Profit Editorial.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, 5 de noviembre de 2003, núm. 265.

Liaño, R. (2015). Las SICAVS: Sociedades de inversión de capital variable. Trabajo de Fin de Grado, Universidad de Valladolid, Valladolid, España.

López, S. (11 de junio de 2015). ¿Cómo constituir una EAFI? [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/2824599-como-constituir-eafi>

Luque, F. (25 de octubre de 2004). Arquitectura abierta. *Fund Times*. Recuperado de <http://www.morningstar.es/es/news/25850/arquitectura-abierta.aspx>

Luque, F. (18 de marzo de 2015). Sobre la importancia de la entidad depositaria. *Fund Times*. Recuperado de <http://www.morningstar.es/es/news/135676/sobre-la-importancia-de-la-entidad-depositaria.aspx>

Lusardi, A. (2008). Household saving behavior: The role of financial literacy, information, and financial education programs. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 13824.

Malkiel, B.G. (2013). Asset Management Fees and the Growth of Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 97-108.

Mardomingo, J. (s.f.). Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero. Recuperado de https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_inversion_colectiva_de_caracter_financiero__187.pdf

Marín, J. (2005). La banca privada en España. *Mediterráneo económico*, (8), 189-201.

Martínez-Aldama, A. (s.f.). Características Generales y Regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva en España.

McKinsey&Company (2014). McKinsey Global Wealth Management Survey. Recuperado de [https://www.bourbonfm.com/sites/default/files/users/PatrickBourbon/file/Global_Wealth_Management_Survey_2014%20\(1\)%20\(1\).pdf](https://www.bourbonfm.com/sites/default/files/users/PatrickBourbon/file/Global_Wealth_Management_Survey_2014%20(1)%20(1).pdf)

McKinsey&Company (2015). European Private Banking Survey 2015- Fundamental changes behind the scenes. Recuperado de https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/industries/financial%20services/our%20insights/european%20private%20banking%20survey%202015%20fundamental%20changes%20behind%20the%20scenes/european-private-banking-survey-2015.ashx

Mercado, P. (16 de julio de 2017). Compartimentos y clases de participaciones de fondos. *Futuro a Fondo*. Recuperado de <https://www.futuroafondo.com/es/educacion-financiera/compartimentos-y-clases-de-participaciones-de-fondos>

Morales, J., y Ruiz-Alba, J.L.(2018). New Perspective on Customer Orientation of Service Employees: A Conceptual Framework.

Moreno, M. (19 de agosto de 2017a). Quién es quién entre las mejores firmas de gestión activa. *Cinco Días*. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/08/02/mercados/1501673940_354235.html

Moreno, M. (13 de septiembre de 2017b). La nueva regulación pone en jaque a las firmas de asesoramiento financiero. *Cinco Días*. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/09/11/mercados/1505139110_355085.html

Moreno, M. (15 de mayo de 2017c). Las aseguradoras se lanzan a vender fondos de inversión a clientes ricos. *Cinco Días*. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/05/12/midinerio/1494597521_485533.html

Muñoz, J. (28 de marzo de 2018). BME, la plataforma fantasma. CapitalMadrid. Recuperado de <https://www.capitalmadrid.com/2018/3/28/49131/bme-la-plataforma-fantasma.html>

Muñoz, M. (5 de febrero de 2017). Fondo de fondos: maximizar la rentabilidad de forma más sencilla y menos costosa. *Ok diario*. Recuperado de <https://okdiario.com/economia/fondo-fondos-maximizar-rentabilidad-forma-mas-sencilla-menos-costosa-721158>

Otten, R., y Schweitzer, M. (2002). A comparison between the European and the U.S. mutual fund industry. *Managerial Finance*, 14-34.

Otten, R., y Bams, D.(2002). European mutual fund performance. *European Financial Management*, 8(1), 75-101.

Palomares, A. (25 de abril de 2016). Así funcionará el mercado de fondos de inversión que ultima BME. *El Economista*. Recuperado de

<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/7519050/04/16/Asi-funcionara-el-supermercado-de-fondos-de-inversion-que-ultima-BME.html>

Palomares, A. (6 de julio de 2018a). BME Fondos cumple su primer aniversario sin ningún producto listado. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9256443/07/18/BME-Fondos-cumple-su-primero-aniversario-sin-ningun-producto-listado.html>

Palomares, A. (3 de enero de 2018b). Mifid II entra en vigor: ¿Qué supone la nueva normativa de los mercados financieros de la Unión Europea?. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8839865/12/17/El-Gobierno-aprueba-un-kit-basico-de-Mifid-II-para-no-perder-competencia-.html>

Palomares, A. (26 de febrero de 2018c). Estos son los cambios que hace la gran banca para adaptarse a Mifid II. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8963803/02/18/Estos-son-los-cambios-que-hace-la-gran-banca-para-adaptarse-a-Mifid-II.html>

Palomares, A. (11 de octubre de 2018d). Las gestoras se rinden ante Mifid II: bajan un 40% su comisión de gestión. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8861766/01/18/Las-gestoras-se-rinden-ante-Mifid-II-bajan-un-40-su-comision-de-gestion-.html>

Palomares, A. (26 de noviembre de 2017). Lo que hay que saber del fondo de fondos. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8769337/11/17/Lo-que-hay-que-saber-del-fondo-de-fondos.html>

Pérez, D. (9 de febrero de 2017a). Conceptos básicos sobre fondos de inversión [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/2226685-conceptos-basicos-fondos-inversion>

Pérez, D. (24 de noviembre de 2017b). ¿Cuál es la función de la entidad depositaria de un fondo de inversión? [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3425932-cual-funcion-entidad-depositaria-fondo-inversion>

Pinto, J. (2018). Nace la primera gestora española centrada en gestión pasiva: Universe Asset Management. *Funds people*. Recuperado de <https://es.fundspeople.com/news/nace-la-primera-gestora-espanola-centrada-en-gestion-pasiva-universe-asset-management>

Price Waterhouse Coopers e IE Business School (2011). MiFID 2: un desafío para las entidades financieras. Recuperado de http://csf.ie.edu/sites/default/files/informe_mifid_2_final.pdf

Private Client Wealth Management (17 de junio de 2017). *Financial Times Money Guide*, pp. 2-12. Recuperado de <http://im.ft-static.com/content/images/ed6adf8a-512b-11e7-a1f2-db19572361bb.pdf>

Quílez, J.D. (13 de febrero de 2017). Diferencias entre agencias de valores, Eafis y comercializadoras [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3450896-diferencias-agencias-valores-eafis-comercializadoras>

Rabadán, M. (2009). La inversión colectiva: concepto y evolución. Sus funciones. Situación actual y perspectivas. Fundación de Estudios Financieros. *Papeles de la Fundación*, 27-42.

Rabadán, M. (2011). La inversión en fondos como destino del ahorro de las familias españolas. Perspectivas. Ahorro familiar en España. Fundación de Estudios Financieros. *Papeles de la Fundación*, 39, 285-302.

Ramírez, E. (2009). El tratamiento fiscal de la inversión colectiva. Fiscalidad española. Análisis comparado. Fundación de Estudios Financieros. *Papeles de la Fundación*, 85-114.

Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero de 2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. Boletín Oficial del Estado, 16 de febrero de 2008, núm.41.

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio de 2012, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, 20 de julio de 2012, núm.173.

Real Decreto 4/2015, de 23 de octubre de 2015, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 24 de octubre de 2015, núm. 255.

Reid, B. K., y Rea, J. D. (2003). Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs. *Investment Company Institute Perspective*, 9 (3), 1-20.

Ribes, A. (2018). Análisis del régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva y de sus socios o partícipes en el sistema español. *Crónica tributaria*, 168, 215-253.

Roa, A. (4 de enero de 2018). Fondos: ¿qué cambia con MiFID II?. *Expansión*. Recuperado de <http://www.expansion.com/mercados/fondos/2018/01/03/5a4bdb45e2704ee3028b45c7.html>

Robson, C. (2002). *Real World Research* (2ª ed.). Oxford: Blackwell.

Rubio, A. (17 de febrero de 2018). Los ‘pupilos’ de los mejores gestores value. *Eleconomista.es*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8945175/02/18/Los-pupilos-de-los-mejores-gestores-value.html>

Rubio, A. (15 de enero de 2019). Las gestoras con mayores captaciones en 2018: estas han sido las fortalezas de cada una. *Funds people*. Recuperado de

<https://es.fundspeople.com/news/las-gestoras-con-mayores-captaciones-en-2018-estas-han-sido-las-fortalezas-de-cada-una>

Sánchez, L.J. (2017). 10 razones por las que la directiva MiFID II está en la agenda de los Bancos. Recuperado de <https://confilegal.com/20171213-10-razones-por-las-que-la-directiva-mifid-ii-esta-en-la-agenda-de-los-bancos/>

Santander Asset Management (s.f.) Preguntas frecuentes sobre fondos de inversión. Recuperado de <https://www.santanderassetmanagement.es/aula-virtual/preguntas-frecuentes-fondos-inversion/>

Saunders, M., Lewis, P., y Thornhill, A. (1997). *Research methods for business studies* (5ª ed.). Harlow: Pearson Education.

Segovia, E. (6 de julio de 2017). La plataforma de fondos de la bolsa debuta con rebajas y el rechazo de los bancos. *El Confidencial*. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-07-06/fondos-inversion-bme-plataforma-bolsa-banca-costes_1409998/

Segovia, E. (22 de marzo de 2018). Órdago de las grandes aseguradoras para quitar a los bancos la gestión de patrimonios. *El Confidencial*. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-03-22/aseguradoras-banca-privada-gestion-patrimonio-mutua-mapfre_1539086/

SelfBank (s.f.). ¿Qué ventajas me aporta un fondo de inversión?. Recuperado de <https://www.selfbank.es/centro-de-ayuda/fondos-de-inversion/que-ventajas-me-aporta-un-fondo-de-inversion>

SelfBank (2017). Arquitectura abierta: las ventajas de no casarte con una única gestora de fondos. Recuperado de <https://blog.selfbank.es/arquitectura-abierta-las-ventajas-de-no-casarte-con-una-unica-gestora-de-fondos/>

Serrano, A. (16 de octubre de 2018). ¿Qué son las Instituciones de Inversión Colectiva? [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.antonioserranoacitores.com/instituciones-inversion-colectiva/>

Sisternes, A. (19 de diciembre de 2017). Cómo afecta MiFID II a los asesores financieros [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3760498-como-afecta-mifid-ii-asesores-financieros>

Soriano, D. (20 de mayo de 2018). Qué es el ‘value investing’ y por qué está de moda en España. *Libremercado*. Recuperado de <https://www.libremercado.com/2018-05-20/que-es-el-value-investing-y-por-que-esta-de-moda-1276618996/>

Statman, M. (2000). Socially responsible mutual funds (corrected). *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39.

Strachan, D., Kershaw, J., y Bobrova, K. (2015). Fund distribution under MiFID II. Strategic considerations for investment managers distributing funds across the EU. *Performance magazine*. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/performancemagazine/articles/lu-fund-distribution-under-mifidii-012016.pdf>

TheBanks.eu (2015). Private Banking. Recuperado de <https://thebanks.eu/articles/private-banking>

Thévenoz, L. (2007). Conflicts of Interest in the Distribution of Investment Funds. In L.Thévenoz & R. Bahar (Eds.). *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets* (Chap. 11, pp. 337-361). The Netherlands: Kluwer Law International.

Vasileva, A. (31 de julio de 2017). Diferencias entre fondos growth, fondos value y fondos blend [Entrada en blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3158846-diferencias-fondos-growth-value-blend>

Velasco, G. (8 de enero de 2019). Las aseguradoras apuestan por la gestión patrimonial ante la necesidad de cambiar. *CapitalMadrid*. Recuperado de <https://www.capitalmadrid.com/2019/1/8/51792/las-aseguradoras-apuestan-por-la-gestion-patrimonial-ante-la-necesidad-de-cambiar.html>

Vicente, J.L. (2017). Mifid II: una nueva banca para Europa. *Efpa.es*. Recuperado de <https://www.efpa.es/actualidad/articulos/articulo-mifid-ii-una-nueva-banca-para-europa-por-juan-luis-vicente>

Vikström, J. (2018). Too big to risk: risk profile in different sized mutual funds. Master's thesis, University of Tampere, Tampere, Pirkanmaa, Finlandia. Recuperado de: <https://tampub.uta.fi/bitstream/handle/10024/103202/1523261474.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Webb, R.R. (2018). Las mayores gestoras del mundo son también los reyes de la gestión indexada. *Funds people*. Recuperado de <https://es.fundspeople.com/news/las-mayores-gestoras-del-mundo-son-tambien-los-reyes-de-la-gestion-indexada>

Zheng, L. (1999). Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability. *The Journal of Finance*, 54(3), 901-933.

7 Anexo: entrevistas en profundidad a profesionales de la industria

	Tipo de entidad	Cargo
Entrevistado 1 (E1)	SGIIC propiedad de una aseguradora	Gestor
Entrevistado 2 (E2)	Agencia de Valores propiedad de una aseguradora	Asesoramiento patrimonial
Entrevistado 3 (E3)	Agencia de Valores propiedad de una aseguradora	Asesoramiento patrimonial
Entrevistado 4 (E4)	Agencia de Valores propiedad de una aseguradora	Asesoramiento patrimonial
Entrevistado 5 (E5)	Banca Privada de una entidad financiera	Banquero privado
Entrevistado 6 (E6)	SGIIC independiente	Comercializador
Entrevistado 7 (E7)	Sociedad de Valores	Venta institucional
Entrevistado 8 (E8)	SGIIC independiente	Comercializador

1. ¿Cómo valora el funcionamiento de los diferentes canales de distribución de los fondos de inversión?

E1: Los canales de distribución en España están principalmente dominados por las redes bancarias. En la mayoría de los casos esto favorece a la colocación de productos propios de la red bancaria (mayor margen). Esto ha dado lugar a que los productos más ofertados sean la gestión delegada de carteras y los fondos de fondos.

E2: *Las líneas principales de distribución de fondos utilizadas por las entidades en España son la presencial, a través de sucursales o centros especializados, o a través de la venta online por internet. La entrada en vigor de la nueva normativa MiFID, dota de limitaciones y restricciones a las entidades a la hora de hacer una oferta abierta y libre de su portfolio de fondos. Tanto en la oferta presencial, como en sus plataformas online, las entidades tratan de ceñirse escrupulosamente a esta nueva normativa pero no siempre lo consiguen. Las entidades, dependiendo del target de cliente al que se dirigen (cliente minorista, cliente patrimonial o de Banca Privada y cliente Profesional e Institucional) han tratado de ajustar sus canales de distribución a cada línea de demanda. Es muy complicado que haya una oferta de comercialización masiva de fondos de inversión online, por la diversidad y complejidad de la demanda y porque se trata de inversiones de riesgo y no se pueden ofrecer a la ligera cumpliendo la normativa. Aunque la decisión final recaiga en el cliente, es la entidad que ofrece esas inversiones y las pone accesibles en su plataforma la que tiene la responsabilidad final. Cada vez más es necesaria la presencia de especialistas que ayuden a los clientes a encontrar e identificar lo que realmente necesitan dentro de un universo casi infinito de posibilidades.*

E3: *Hoy en día, debido a la transformación digital en las entidades financieras, el canal de distribución más utilizado es Internet. En las páginas web se encuentra toda la información necesaria sobre los distintos productos de inversión y sus características de riesgo. Además, se puede realizar el seguimiento de la cartera a través de la web de forma ágil y sencilla. Por supuesto siguen existiendo canales presenciales o telefónicos con asesores (cada vez más cualificados) que pueden realizar distintas labores de asesoramiento y seguimiento de carteras. Por tanto, la transparencia, y la posibilidades de obtener distintos productos de forma global es bastante accesible para la mayoría de los inversores.*

E4: *La industria de distribución de fondos de inversión ha experimentado una gran evolución. El modelo bancario tradicional ha girado hacia un entorno más digital, donde el cliente tiene una mayor información sobre los fondos de inversión. Esto supone poner al cliente en el centro de la toma de decisiones. El entorno digital ha posibilitado una mayor penetración de los*

fondos de inversión en el mercado nacional, tratando de movilizar ahorro en depósitos y cuentas corrientes hacia productos más profesionales en términos de gestión. Aunque todavía queda mucho camino que recorrer para situar el mercado español al nivel del mercado americano (mucho más maduro), los avances en la digitalización de las entidades financieras harán de “lo digital” el canal predominante en la distribución de fondos de inversión.

E5: *Desde hace varios años coexisten en la entidad dos canales distribución, oficina física y web del banco. Dentro de la oficina física cabe distinguir la red minorista y la Banca Privada. En relación a la banca online ha irrumpido el asesoramiento online a través de los robo advisors, si bien no se han implantado todavía. Con la nueva normativa MiFID se exige, para poder seguir cobrando la comisión de comercialización (rebate) en fondos de inversión, ofrecer al cliente un valor añadido y continuado, y en alguno de los canales, abrir la oferta a un amplio abanico y oferta de fondos de gestoras internacionales (nuevas plataformas). Este aspecto ha ampliado la oferta existente y la competencia de productos y gestoras en el sector.*

E6: *Depende del comercializador. Hay comercializadores que dada su red trae mucho negocio y hay otros que por interés (retros, asesores no independientes) al estar declarados como asesores no independientes priman el importe de las retrocesiones en contra de las retrocesiones del cliente. Para eso MIFID II ha sacado la figura del asesor independiente el cual, solo puede comercializar clases limpias. Entonces no puede cobrar retrocesiones.*

E7: *Los fondos de inversión se pueden distribuir a través de varios canales:*

- *En la sucursal bancaria: suelen ser fondos de la gestora del banco, con bajo valor añadido (altas comisiones y un tracking error muy bajo), donde predominan fondos conservadores y garantizados.*
- *A través de internet: en la web de su banco los inversores con algo de conocimiento financiero pueden comprar fondos o a través de robo advisors que recomiendan una cartera de fondos según el perfil del cliente*
- *A través de su banca privada: bajo las modalidades de mera ejecución (para inversores profesionales), asesoramiento o gestión discrecional*

- *Suscripción directa con la gestora de fondos de inversión: para clientes con conocimientos financieros, pueden suscribir directamente con gestoras españolas que no distribuyen sus productos a través de otros canales como Bestinver*

E8: *Bastante deficiente.*

2. ¿ Qué considera que habría que cambiar del modelo de distribución de los fondos de inversión en España?

E1: *La eliminación de las retrocesiones y el pago explícito por el servicio. Esto fomentaría la libertad de elección enfocado sobre el mejor producto y no el que mayor aporte a la entidad.*

E2: *La entrada en vigor de la nueva normativa MiFID, exige la identificación de las plataformas de oferta, gestoras, boutiques, entidades, EAFIS, bancos, etc, y les identifica con detalle lo que pueden y no pueden ofrecer, sus fondos y cómo deben comercializarlos. También la identificación de los clientes a través del Test de Idoneidad y el hecho de enmarcarlos dentro de categorías en base a sus conocimientos, capacidad de asumir riesgo, edad, horizonte temporal etc, da una serie de directrices claras a las entidades de cómo dirigirse a dichos clientes.*

E3: *La CNMV tiene la obligación de controlar los fondos y proteger a los partícipes de la mala actuación de los gestores. Además, el acceso a la información actualizada cada día es más instantánea a través de la tecnología, por lo que creo que la excesiva regulación que tenemos hoy en día resta agilidad en la toma de decisiones por parte de los gestores presenciales e inversores a la hora de confeccionar y realizar cambios en las carteras.*

E4: *Probablemente la cultura de la aversión al riesgo. En España se da poca importancia a la formación en términos financieros, y puede que ese sea una de las principales variables a modificar a largo plazo. En términos más prácticos, proveer de información sencilla y clara de los instrumentos financieros podría hacer que el mercado español evolucione positivamente.*

E5: *El sector en España está evolucionando rápido y en línea con lo exigido por la normativa. En este sentido se ha ampliado mucho la oferta de productos y se ha hecho muy accesible a través de distintos canales de*

distribución pero estos cambios no están necesariamente acompañados de un mayor conocimiento por parte del inversor, lo cual, ante escenarios de alta volatilidad del mercado pueden conllevar malas experiencias.

Sería deseable que el acceso a estos productos estuviese siempre acompañado de buen asesoramiento puntual o, mejor dicho, recurrente, que dará un gran valor añadido a los clientes.

Las entidades han preparado y certificado a sus asesores para estar a la altura de la exigencias normativas y poder prestar un mejor asesoramiento.

La gran diferencia entre el mercado español y el sajón es que aquí las gestoras de fondos pertenecen a los grandes grupos bancarios versus el modelo de gestoras independientes que hay en esos países.

A su vez el cliente en España es más conservador que en el resto de Europa y tiene una cartera más focalizada en el mercado doméstico. En este sentido, los bancos tenemos el reto de “seguir educando al cliente” con el fin de que se abra hacia una mayor diversificación con una visión de más largo plazo.

E6: *Como apuntábamos en la primera pregunta, gracias a MIFID II y la figura del asesor independiente se vela por los intereses del cliente frente a los personales. Brindando el mejor producto que se ajusta más a las necesidades del mismo.*

E7: *La dificultad de suscribir fondos de gestoras españolas ISIN ES a través de las plataformas de distribución. Las cuentas españolas no son Omnibus lo que supone que hay que firmar mucho papeleo y revelar el nombre y datos del cliente final. Esto ha dificultado que las gestoras españolas no hayan podido crecer en volumen, a menos que tengan un fondo clon en Luxemburgo donde las comisiones son más altas.*

Como resultado, los fondos de gestoras españolas con un buen track record son difíciles de comprar a través de otras bancas privadas / comerciales ya que suelen estar domiciliados en España y no retroceden comisiones (o muy pocas) al distribuidor.

Por otro lado, las sucursales bancarias no están interesadas en distribuir fondos de terceros ya que tienen menos margen que en los propios. Por esta razón, la gente mayor que no tiene un patrimonio alto solo tiene acceso a este tipo de productos de menos valor. No suelen estar familiarizados con

nuevas tecnologías como los robo advisors y prefieren suscribir productos con el director de la sucursal que conocen de toda la vida.

E8: *Liberalizar la distribución de fondos, desburocratizar y homogeneizar modelos de suscripción, traspasos y retiradas de los fondos.*

3. ¿Cuál considera que es su ventaja competitiva como canal de distribución frente a los demás canales de distribución?

E1: *Pienso que no existe una ventaja competitiva respecto a los demás canales de distribución de nuestra competencia. Donde sí podemos generar valor para el ahorrador es a través de la selección de aquellos productos que ofrezcan precios más competitivos de la competencia y la atención al cliente.*

E2: *Nuestra eficiencia en costes, mucho más competitivos que los de la competencia, nuestra calidad y flexibilidad de gestión, nuestra independencia y no pertenencia a entidad bancaria, nuestro tamaño, ni muy grande ni muy pequeño que nos permite gestionar con eficacia, y nuestra alineación de intereses con la aseguradora a la que pertenecemos como nuestro principal cliente, son nuestras principales ventajas con respecto a nuestra competencia directa.*

E3: *Fuera ya de poder obtener tanto gestión activa como pasiva, la gestión que realizamos en mi entidad no obedece a dictados de una red comercial que determina qué productos hay que lanzar y comercializar. Nuestro mayor partícipe es la propia compañía, que gestiona su propio patrimonio a través de los mismos vehículos que ponemos a disposición de los inversores minoristas. Además, tenemos la posibilidad de acceder a terceras gestoras que nos da un valor añadido a la hora de realizar carteras diversificadas a los inversores que trabajan con nosotros.*

E4: *La ventaja competitiva de mi entidad son sus bajas comisiones combinado con un modelo de Gestión Activa.*

E5: *La ventaja competitiva de cada canal depende del tipo de cliente que lo utilice. Un cliente con amplios conocimientos estará muy interesado en un canal digital-online con amplia oferta, información transparente y operativa rápida. En cambio, para clientes con un menor conocimiento será fundamental acercarse a una oficina y recibir un buen asesoramiento*

puntual y seguimiento de sus inversiones. Desde Banca Privada podemos abarcar toda la tipología de clientes ya que funcionamos con distintos tipos de contratos (gestión, asesoramiento e intermediación) garantizando al cliente que accede a la clase más barata de fondos disponible.

E6: *Las ventajas competitivas de una gran entidad de distribución es la red de distribución. Pudiendo llegar a multitud de clientes de diversos patrimonios.*

E7: *NA*

E8: *Ser independiente no te ata con ningún canal concreto de distribución. Creemos que la flexibilidad y no pertenecer a un grupo con intereses particulares es especialmente positivo.*

4. ¿Cómo ha cambiado el peso de los diferentes canales en los últimos 10 años?

E1: *Sin ninguna duda, el canal de distribución por internet ha ganado mayor relevancia en detrimento del canal presencial.*

E2: *Casi la totalidad de los fondos comercializados hace 10 años estaban concentrados en las principales entidades bancarias del país. Sólo una pequeña parte estaba custodiada a través de otras entidades no bancarias, independientes, boutiques, etc. La crisis financiera mundial en 2008, las malas praxis llevadas a cabo por los bancos, la reestructuración del sistema financiero Español después de la intervención del BCE en 2012, ha llevado a una reducción enorme en el número de bancos en España. Esto ha sido acompañado también por un crecimiento de oferta de esas otras entidades, no bancarias, mucho más amplia, independiente y especializada.*

E3: *Antiguamente se realizaba tanto la comercialización, como el asesoramiento (puntual o continuo) de forma presencial en la oficina bancaria o la gestora. Actualmente a través de internet se permite una disponibilidad de 24 horas para acceder a cualquier tipo de consulta y realizar cualquier tipo de operación.*

E4: *Hace 10 años eran pocos los que buscaban un servicio profesional en fondos de inversión, para la gestión patrimonial. Cuando se comercializaban fondos, éstos solían ser de la propia entidad bancaria. Actualmente, existe una arquitectura abierta. Además, han surgido muchas*

entidades independientes ofreciendo servicios de asesoramiento de alto valor añadido. Por último, el gran cambio que ha existido ha sido la entrada en vigor de MiFID II.

E5: *Ha cambiado sustancialmente por la evolución tecnológica, el desarrollo de internet, su acceso y fundamentalmente por las nuevas exigencias normativas.*

La incorporación de las nuevas generaciones cada vez más digitales y menos propensas a visitar las oficinas físicas es un hecho que las entidades no pueden obviar, por lo que tienen que ir evolucionando y ajustando su modelo de prestación de servicio al cliente.

E6: *Hace 10 años los canales de distribución y la industria en nuestro país estaban centrados en los grandes grupos bancarios, siendo residual la gestión independiente. Afortunadamente, aunque lentamente, esta situación va cambiando, siendo aproximadamente un 90% de los productos comercializados procedentes de los grandes grupos bancarios y el 10% restante de las gestoras independientes.*

E7: *En los últimos años, el peso de las gestoras internacionales se ha incrementado sustancialmente. Muchas de ellas han abierto oficina propia y han ganado una cuota de mercado muy importante. De la misma manera, el peso de los ETFs y fondos indexados se ha disparado.*

Estas gestoras internacionales han crecido de la mano de las bancas privadas. Estas suelen trabajar con plataformas como Allfunds Bank, Inversis, Tressis o plataformas propias como Qualitas de BBVA o Fondcenter de UBS.

E8: *La red propia y de terceros no bancarios ha ido creciendo al tiempo que los bancos han ido perdiendo capacidad comercial y peso en la distribución.*

5. ¿Cómo valora el impacto de MiFID II en la distribución de los fondos de inversión?

E1: *El impacto más importante va a ser la reducción de costes. Este hecho, dará lugar a la fusión de gestoras o EAFIS con el fin de generar sinergias y mejorar la eficiencia del sector. Hasta la entrada de MiFID dichos canales no eran eficientes para el ahorrador. Con la nueva reglamentación, se tiende a una reducción de costes y mejoras en la transparencia.*

E2: *La entrada en vigor de esta nueva normativa está provocando un consumo de recursos enormes por parte de las entidades tanto económicos como humanos y técnicos. Ese consumo de recursos está siendo imprescindible si es que quieres ser una entidad de referencia en el sector. Esta normativa busca la eliminación de malas praxis que se venían produciendo en el pasado por parte de las entidades, protegiendo al inversor de abusos que se puedan producir en las ventas. Pero de alguna manera también, viene a proteger a las entidades que se ciñan con rigor a esta nueva normativa frente a otras entidades que no lo hagan o frente a clientes que quieran sacar beneficio de denuncias no justificadas, cuando la entidad pueda demostrar que actuó conforme a la ley.*

E3: *Por una parte, normaliza de forma común la comercialización de fondos de inversión en toda la zona Euro. Puede imponer sanciones para luchar contra el blanqueo de capitales, los inversores están más protegidos a la hora de seleccionar un producto adecuado para su perfil, las compañías que ofrecen cualquier vehículo de inversión están más protegidas a la hora de ofrecer productos que se adecúen a su perfil de riesgo, los asesores están mejor formados, etc. Pero, por otra parte, restan agilidad en la toma de decisiones a la hora de realizar nuevas propuestas de inversión y hacer modificaciones en las carteras de los clientes.*

E4: *Provee de una mayor seguridad y transparencia al cliente, en sus productos financieros.*

E5: *El impacto es muy grande y positivo para este producto que cumple y se adapta muy bien a esta normativa frente a otros productos más complejos y, por tanto, restringidos.*

Ha aumentado su oferta, especialización y calidad. También los canales han evolucionado y se han especializado por lo que el acceso se ha facilitado y mejorado.

Con esta normativa se ha reforzado la información al cliente, su seguimiento y la transparencia con la información de incentivos y costes y gastos obligatorios.

E6: *La principal diferencia es la figura del asesor independiente. Consideramos que el impacto es muy positivo para la industria y especialmente para el cliente.*

E7: *MiFID II es un cambio importante para todas las bancas privadas que van a tener que cambiar sus modelos de negocio. El mercado va hacia un modelo mas transparente donde haya clases limpias de fondos (sin retro) y donde el cliente sepa en todo momento que margen se lleva cada participante en la cadena de distribución de los fondos.*

El cliente español está aun por educar, siempre se ha creído que el banco no le cobraba nada ya que las comisiones estaban encubiertas. A partir de ahora el cliente va a tener que pagar una comisión de asesoramiento a su banco y habrá una única clase fondos sin retro. Hasta ahora un mismo fondo de inversión tenía una multitud de clases (cada una con una comisión distinta) según quien fuese el cliente final y el importe que suscribir.

E8: *Intenta paliar intereses económicos inherentes a la naturaleza humana. Creemos que el impacto será negativo y tenderá a compensarse mediante vacíos legales que se vayan descubriendo y poniendo en práctica en los próximos años. Se encarece el producto y se limita la flexibilidad y la negociación bilateral.*