



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Estudio de viabilidad sobre la creación de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva basada en un nuevo modelo de gestión de patrimonio

Autor: Pablo Vilches Estrada

Director: Leandro Escobar Torres

Tabla de contenido

1. Introducción.....	5
2. Estado de la cuestión	7
3. Marco teórico.....	14
4. Análisis: estudio de viabilidad.....	21
a. Definición de la propuesta.....	21
b. Ingresos y comisiones.....	23
c. Gastos	25
d. Descripción de escenarios.....	27
e. Análisis de los escenarios	30
f. Próximos pasos.....	34
5. Conclusión.....	36
6. Bibliografía.....	38
7. Anexo	40
Anexo 1 – Escenario 1	40
Anexo 2 – Escenario 2	41
Anexo 3 – Escenario 3	42

Índice de tablas

Tabla 1 - Esperanza de vida en España y Europa	11
Tabla 2 - Previsiones de ingresos y gastos de la Seguridad Social como % del PIB.....	12
Tabla 3 – Resumen de las principales diferencias entre SICAV y fondo de inversión	19

Resumen

Este trabajo centra su atención en la viabilidad económica de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva en base a la aplicación de comisiones tradicionalmente reservadas a grandes inversores institucionales. Trata de demostrar que es posible ofrecer un servicio de inversión con un coste menor a la media actual en carteras y fondos de inversión de gestión activa. Para ello, el trabajo revisa la situación actual del sistema de pensiones español, que podría justificar la necesidad de un complemento de ahorro de cara a la jubilación, así como diversos escenarios de ingresos y costes para estudiar la viabilidad económica de la propuesta.

Palabras clave: fondo de inversión, SICAV, sistema de pensiones, viabilidad, SGIIC, IIC, gestión de patrimonio, cartera, ETF, comisión de gestión.

Abstract

This paper focuses on the economic viability of an asset management firm based on applying commissions traditionally reserved for large institutional investors. It seeks to demonstrate that it is possible to offer an investment service at a lower cost than the current average in actively managed portfolios and investment funds. To this end, the paper reviews the current situation of the Spanish pension system, which could justify the need for a retirement savings supplement, as well as various income and cost scenarios to study the economic viability of the proposal.

Key words: investment fund, mutual fund, SICAV, pension system, feasibility, SGIIC, IIC, wealth management, portfolio, ETF, management fee.

1. Introducción

Con el paso del tiempo escuchamos cada vez más comentarios sobre la situación de las pensiones en nuestro país. Que si se ha vaciado la hucha de las pensiones, que no son sostenibles, que se tienen que revalorizar indexadas al IPC... Si lo pensamos bien, la idea del sistema de pensiones es fantástica: los que aún trabajan cotizan a la Seguridad Social para pagar las pensiones de los que no están en condición de trabajar o tienen derecho a recibir una pensión por diversas situaciones, como la viudedad. El problema radica en que fue un sistema diseñado hace más de cincuenta años, en un momento de gran expansión demográfica e inmigración, y que sentó precisamente esta base de expansión demográfica como condición para la sostenibilidad del sistema, ya sea de manera consciente o inconsciente.

Actualmente, nos encontramos con un crecimiento de la población prácticamente nulo, además de con una población que envejece a ritmos alarmantes por la gran esperanza de vida de la que gozamos en España. Es decir, España cada vez tiene menos gente que va a poder trabajar para pagar las pensiones, más gente obteniendo el derecho a percibirla y, además, durante un periodo superior por el aumento de la esperanza de vida.

¿Cómo se puede hacer frente a esta situación? ¿Se tiene que privatizar la gestión de las pensiones? ¿Sistema mixto? Son muchas las propuestas que oímos a los políticos sobre cómo solventar la sostenibilidad de las pensiones a largo plazo, pero muy pocas son concretas. La juventud española debería estar algo preocupada sobre el futuro de su jubilación, y tienen que estar preparados para afrontar que tal vez las pensiones estatales dejen de existir como las conocemos.

Es por ello que este trabajo servirá como un estudio sobre una nueva propuesta en la gestión del patrimonio y los ahorros de sus posibles usuarios, ofreciendo un complemento de ahorro a la pensión estatal y que permita a jóvenes y mayores la posibilidad de disponer de ahorros para su jubilación, independientemente de la deriva que tomen las pensiones públicas.

Realizaremos una breve evaluación de la situación actual del sistema de pensiones y una revisión de las perspectivas a largo plazo del mismo. Esto nos permitirá determinar, en un principio, que el sistema de pensiones *actual* no es sostenible sin

cambios, y nos dará un motivo de peso para justificar la viabilidad de esta nueva propuesta y la demanda que podría tener.

Una vez analizado el sistema de pensiones, pasaremos a explicar esta nueva propuesta enfocada en la inversión *value* y la gestión activa, pero aplicando un esquema de costes mucho más ajustado que lo que se suele dar actualmente en la industria. Se trata, en definitiva, del estudio de la viabilidad de la aplicación de comisiones más bajas que la media en carteras de gestión activa, tratando de llegar a un modelo sostenible enfocado en el volumen de inversión y ofrecer un servicio de gestión de patrimonio *low-cost*. Trataremos la forma jurídica que debe tomar la sociedad en detalle, así como varios escenarios de patrimonio bajo gestión y costes que determinen si el modelo de negocio es viable.

2. Estado de la cuestión

Este apartado centrará su atención en la situación actual del sistema de pensiones español y las perspectivas de futuro, que es el principal motivo que puede justificar la viabilidad de la propuesta. Comenzaremos esta revisión del sistema desde 2011, año en el que entra en vigor la nueva Ley de Actualización, Adecuación y Modernización del Sistema de Seguridad Social, que ha sido probablemente el mayor cambio que se ha producido en el sistema de pensiones español (Pérez, 2011). Para realizar esta revisión, nos serviremos de estudios realizados por expertos del Banco de España e investigaciones académicas que nos ayuden a entender los factores que hacen peligrar la sostenibilidad del sistema de pensiones español.

A modo de introducción, comentaremos cinco principios sobre los que está basado nuestro sistema de pensiones, que discuten Ignacio Conde-Ruiz y Clara González en su estudio sobre la reforma del sistema de 2011. Estos cinco principios son:

1. **Principio de reparto:** las cotizaciones sociales de los trabajadores en activo se destinarán a financiar las prestaciones existentes en el momento. A diferencia de un sistema de capitalización, donde cada individuo cotiza “para sí mismo”, en el sistema de reparto lo que uno paga se destina a la pensión de generaciones anteriores.
2. **Principio de proporcionalidad contributiva:** el importe de las prestaciones tendrá relación directa con las cotizaciones aportadas al sistema público de Seguridad Social y al período durante el que el trabajador haya cotizado.
3. **Principio de universalidad:** los individuos que no hayan cotizado y, por tanto, no hayan contribuido tienen el derecho de acceder a una pensión no contributiva para cubrir sus necesidades vitales básicas
4. **Principio de gestión pública:** el sistema de pensiones, que gestiona la Seguridad Social, así como esta entidad, estarán gestionados y financiados por organismos públicos.
5. **Principio de suficiencia de las prestaciones:** la cuantía de las prestaciones sociales debe ser suficiente como para asegurar las necesidades básicas.

La ley de 2011 supuso una reforma sustancial del sistema con muchos cambios, como la edad de jubilación, y el número mínimo de años cotizados para acceder a la pensión. También advirtió ya de la necesidad de estudiar factores que garanticen la

sostenibilidad a largo plazo del sistema, como es la esperanza de vida. La ley estableció un periodo de transición hasta 2027 para cambiar la edad de jubilación desde los 65 años hasta los 67. Tradicionalmente, a partir de los 65 años el individuo tenía ya derecho a cobrar la totalidad de la pensión siempre que cumpliera las condiciones necesarias, como haber cotizado durante 35 años. Desde que entró en vigor la ley y hasta 2018, la edad de jubilación iría aumentando paulatinamente un mes cada año. A partir de 2018, aumentaría dos meses cada año, para llegar al objetivo final de 67 años como edad legal de jubilación en 2027 (Conde-Ruiz y González, 2013).

También hubo cambios en los años de cotización necesarios para cobrar la totalidad de la prestación, que en el caso de la pensión de jubilación eran 35 años. Como incentivo a seguir cotizando una vez llegados estos 35 años, la pensión se vería incrementada en un 2% adicional por cada año que siguieran en activo. Este incremento llegaría a ser del 4% si el trabajador acredita más de 40 años de cotización. Con la nueva ley, el número de años exigido para el cobro de la totalidad de la pensión se incrementa en dos años, hasta establecer un mínimo de 37 años (Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social).

Otro de los cambios más importantes fue respecto a la jubilación anticipada. Previamente a los cambios introducidos por la ley, los trabajadores podían optar a la jubilación anticipada a los 61 años si cumplían con ciertos requisitos, como haber sido despedido por las empresas y acreditar una cotización superior a 30 años a la Seguridad Social. Al acogerse a esta posibilidad se reduce la pensión de jubilación de manera inversamente proporcional a los años cotizados. Así, aquellos trabajadores con cotizaciones entre 30 y 34 años tenían una reducción del 7,5%; los trabajadores con cotizaciones entre 35 y 37 tenían una pensión un 7% menor; aquellos con 38 y 39 años de cotización tenían una reducción del 6,5%; y los trabajadores con 40 años o más tenían una reducción del 6% (Cebrián y Fabián, 2014).

El Real Decreto Ley 2013/05, un complemento de la ley de 2011, incrementó los porcentajes que limitan la pensión a cobrar en casos de jubilación anticipada, que pasaban de 0,25% a 0,50% del máximo de la pensión por cada trimestre de anticipación respecto a la edad legal de jubilación (RDL 5/2013, de 15 de marzo).

Respecto a la jubilación anticipada por voluntad del trabajador, se incrementaron los años de cotización exigidos para poder solicitarla, desde los 33 a los 35 años. Se modificaron también los coeficientes reductores de la pensión, tanto si es por cese involuntario como por voluntad del trabajador. En el caso del cese involuntario, el coeficiente sería de 1,875% para aquellos con menos de 38,5 años de cotización hasta 1,5% para aquellos con 44,5 años de cotización o más, mientras que si fuera por voluntad del trabajador estos coeficientes son mayores, y van desde el 2% hasta el 1,625% para los mismos tramos de años cotizados (Pérez, 2011).

El último punto que trataremos sobre la nueva ley fue la introducción del llamado “factor de sostenibilidad” de la Seguridad Social. Este se creó con el objetivo primordial de mantener una proporción sana y sostenible entre las contribuciones a la SS por medio de las cotizaciones y las prestaciones recibidas por los beneficiarios. Buscaba ser un alivio para dar solución a los dos grandes riesgos a los que se enfrentan las pensiones españolas: la falta de crecimiento demográfico y el aumento de la esperanza de vida. Esto se haría mediante la introducción de dos mecanismos: el Factor de Revalorización Anual (FRA), y el Factor de Equidad Intergeneracional (FEI) (Conde-Ruiz y González, 2013).

El FRA es la diferencia entre la tasa de crecimiento nominal de la SS y los gastos de las pensiones para ajustar su evolución a la de la economía. Implementar este sistema suponía desligar la revalorización de las pensiones al IPC, aunque si el sistema de pensiones no mejoraba las pensiones se revalorizarían un mínimo de 0,25%. Por el contrario, si el sistema mejora y nos encontramos en una situación de bonanza económica, las pensiones podrían crecer a un máximo del 0,5% más IPC. (Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social). Actualmente, se ha vuelto a ligar la evolución de las pensiones al IPC, aunque el ejecutivo de Pedro Sánchez ha comunicado a Bruselas su intención de desligar de nuevo las pensiones del IPC en 2022 para volver al Factor de Revalorización (Tahiri, 2019).

El Factor de Equidad Intergeneracional, que en principio entrará en vigor en 2023, añade la esperanza de vida de la población a la hora de calcular las pensiones, además de los factores que ya utiliza para el cálculo, que son los años de cotización, la cuantía de la misma, y la edad de jubilación. Este factor tendrá en cuenta la esperanza de vida de los jubilados cuando pasen a cobrar su primera pensión y será

revisado cada cinco años, tratando así de atajar el problema de envejecimiento de la población ya que, para las mismas cotizaciones, cada vez vivimos más y cobramos una pensión durante más tiempo (Conde-Ruiz y González, 2013).

Podemos ver como la gran reforma de las pensiones ha tenido como objetivo principal tratar de garantizar la sostenibilidad de las mismas y tratar de impulsar el llamado “envejecimiento activo”, que consiste en envejecer y seguir trabajando y cotizando a la Seguridad Social. Contribuyendo durante más años y, además, cobrando más tarde las prestaciones, se debería conseguir paliar los problemas que actualmente preocupan no sólo ya al Banco de España (Maqueda, 2019), que vela por la sostenibilidad del sistema, sino también a futuros pensionistas. Aunque estas reformas van por buen camino, ¿serán suficientes? Para poder responder a esta pregunta debemos estudiar más en detalle la situación actual de la población española en materia demográfica y económica (Ayuso, Guillén y Valero, 2013).

La primera gran amenaza a la sostenibilidad de las pensiones es la situación demográfica actual. El sistema de pensiones español se diseñó en 1967, un momento de fuerte crecimiento demográfico, época del famoso “baby boom”. En vista de una población creciente, tenía sentido tener un sistema de reparto en el que los que trabajan dan parte de su sueldo para pagar las prestaciones de los que ya no están en edad o condiciones de trabajar. Además, una base de ingresos que previsiblemente aumentaba al tener más personas cotizando garantizaba la sostenibilidad del sistema. El problema llega cuando esa expansión demográfica comienza a estancarse, momento en el cual la base de ingresos por este factor quedaría constante. En principio esto no supondría un problema, pero hemos de tener en cuenta también que, además de no tener a más trabajadores cotizando, cada vez hay más personas cobrando una prestación debido al incremento de la esperanza de vida. En España gozamos de una de las mayores esperanzas de vida del mundo, lo cual es sin duda muy positivo, pero es un gran problema de cara a la sostenibilidad de las pensiones. ¿Cómo se garantiza un sistema en el que los ingresos están estancados y los gastos son cada vez mayores? Es, sin duda, uno de los retos más importantes que deberán afrontar los gobiernos de los próximos años (de Cos, Jimeno y Ramos, 2017).

En la siguiente tabla puede verse la esperanza de vida de España y de Europa.

Tabla 1 - Esperanza de vida en España y Europa

Periodo	Europa			España		
	Ambos sexos	Hombres	Mujeres	Ambos sexos	Hombres	Mujeres
2000-2005	73,79	69,61	78,04	79,64	76,24	83,04
2005-2010	75,36	71,41	79,32	80,48	77,22	83,75
2010-2015	76,51	72,81	80,19	81,80	78,82	84,76
2015-2020	77,45	73,94	80,93	82,49	79,66	85,31
2020-2025	78,33	74,98	81,64	83,18	80,49	85,88
2025-2030	79,11	75,89	82,31	83,77	81,14	86,42
2030-2035	79,82	76,68	82,93	84,30	81,70	86,95
2035-2040	80,48	77,41	83,52	84,80	82,21	87,48
2040-2045	81,11	78,10	84,11	85,32	82,76	88,0
2045-2050	81,73	78,77	84,69	85,82	83,28	88,5

Fuente: Elaboración propia; Ayuso, Guillén y Valero (2013), Population Division of the Department of Economics and Social Affairs of the United Nations Secretariat. World Population Prospects, 2010

Sumado a la decreciente natalidad y al aumento de la esperanza de vida tenemos también el problema de un modelo que es tremendamente dependiente de una buena situación de la economía; la crisis financiera de 2008 fue el mejor ejemplo de ello. Desde el estallido de la burbuja y la posterior recesión, el saldo no financiero de la Seguridad Social entró en terreno negativo y, desde entonces, se ha tenido que ir haciendo uso del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, conocido comúnmente como la “hucha de las pensiones”. Esto fue debido a una enorme disminución de los ingresos del sistema por el aumento del paro. Es cierto que, al fin y al cabo, esto es una situación coyuntural, pero si le sumamos esta dependencia a los problemas demográficos ya mencionados, estamos ante un verdadero riesgo de quiebra del sistema de pensiones español en situaciones de crisis y aumento del paro. Hace años todavía existía un colchón con el Fondo de Reserva, pero este se ha ido descapitalizando poco a poco para hacer frente a los crecientes pagos de prestaciones a los ciudadanos, por lo que la próxima crisis podría ser devastadora (de Cos, Jimeno y Ramos, 2017).

En la siguiente tabla se puede ver un desglose de los ingresos y gastos del sistema de la Seguridad Social en España desde 2016 hasta 2071 como porcentaje del PIB, y en ausencia de reformas al sistema.

Tabla 2 - Previsiones de ingresos y gastos de la Seguridad Social como % del PIB

Año	Ingresos				Gastos			
	Total	RG	RETA	Desempleo	Total	Jubilación	Viudedad	Incapacidad
2016	9,2	7,8	1	0,3	7,8	5,5	1,3	1
2021	9,1	7,8	1	0,3	8,6	6,4	1,2	1
2026	9	7,7	1	0,3	10	7,8	1,1	1
2031	8,9	7,6	1	0,3	11,6	9,4	1,1	1,1
2036	8,6	7,4	1	0,3	13,6	11,3	1,3	1
2041	8,5	7,2	1	0,3	16,1	13,6	1,5	1
2046	8,3	7,1	0,9	0,3	18,3	15,6	1,7	1
2051	8,2	7	0,9	0,3	19	16,1	1,9	0,9
2056	8,1	6,9	0,9	0,3	18,7	15,7	2,2	0,9
2061	7,9	6,8	0,9	0,3	18,1	14,9	2,3	0,9
2066	7,8	6,6	0,9	0,3	17,4	14,1	2,4	0,9
2071	7,7	6,5	0,9	0,3	16,9	13,7	2,3	0,9

Fuente: Elaboración propia; INE, Conde-Ruiz y González (2013)

A la vista de los datos arrojados por esta proyección del estudio de Conde-Ruiz y González en conjunción con datos del INE podemos concluir que, sin reformas, el sistema no es sostenible. Ya en 2031, dentro de poco más de 10 años, los ingresos representan un 8,9% del PIB, mientras que los gastos totales serían un 11,6%. Cabe destacar, además, y confirmando lo que mencionábamos antes, que los ingresos por Régimen General de Trabajadores disminuyen en un 0,2%, mientras que los gastos por pensiones de jubilación se incrementan en nada menos que un 3,9%.

La reforma del sistema introducida en 2011 era claramente necesaria, pero no por la crisis económica, sino por la crisis demográfica de España. A pesar de que introduce medidas como alargar la edad de jubilación y tratar de introducir un sistema contributivo más eficiente, el tiempo dirá si es suficiente para paliar los problemas que hemos discutido. La introducción del factor de sostenibilidad mejorará algo las previsiones pero, ¿podrá sobrevivir el sistema en ausencia de reformas estructurales que atajen el problema desde la raíz? (Cebrían y Fabián, 2014)

Conde-Ruiz y Meseguer introducían además una idea muy relevante extraída de su trabajo sobre las perspectivas del sistema que publicaron en 2004. Hace ya quince años advertían de la necesidad de que los diversos partidos políticos se sienten a negociar y lleguen a un acuerdo real para reformar el sistema de pensiones. Esto se ha conseguido, en parte, con el Pacto de Toledo, pero no se han llevado a cabo

reformas estructurales sino meros retoques que, previsiblemente, no serán suficientes para garantizar la sostenibilidad. Puede argumentarse que, quizá, los políticos están ocultando información relevante a los ciudadanos al no reconocer que el sistema no es sostenible. Esto impediría que el ciudadano pudiera planificar su futuro y sus ahorros de acuerdo a las perspectivas que tenga de recibir una pensión (Conde-Ruiz y Meseguer, 2004).

La finalidad última de esta idea de negocio no sería ya ser rentable y aportar valor económico, sino también dar cierta tranquilidad; se trata de darle la posibilidad al ciudadano informado, que duda ya de la sostenibilidad de este sistema y tiene la opción de dedicar una pequeña parte de su sueldo mensual al ahorro y a la capitalización de este ahorro, para disponer de unos ingresos suficientes a la hora de la jubilación. No concebimos esta idea como una “pensión” o plan de pensiones, sino como un complemento de ahorro que irá capitalizándose progresivamente y por tanto rindiendo cada vez mayores beneficios para su disfrute en la jubilación, aunque sin la limitación tradicional de los planes de pensiones de tener el capital retenido hasta el momento en que el individuo se jubile.

3. Marco teórico

Para comenzar el desarrollo de la propuesta, el primer paso a seguir será determinar qué vehículo de inversión se utilizará para configurar la estructura del fondo. Analizaremos principalmente las SICAV (Sociedades de inversión de capital variable) y los fondos de inversión, ya que son los dos vehículos utilizados principalmente por las sociedades gestoras existentes. También trataremos las directivas UCITS de la Unión Europea, y valoraremos los aspectos positivos y negativos de cada vehículo y las consecuencias de estar registrado como fondo UCITS. La elección de la forma de la institución de inversión colectiva es enormemente importante, pues de ella derivan aspectos como ventajas fiscales, requerimientos de transparencia con la CNMV, la información que se puede y/o debe proporcionar al cliente minorista... Es, en definitiva, uno de los aspectos más importantes en el proceso de creación de una institución de inversión colectiva, y debe ser meditado y valorado con mucho detenimiento. Cada forma de IIC (institución de inversión colectiva) tiene unos requisitos para constituirse, así como unas obligaciones al estar en funcionamiento. Dentro de cada una de las dos IIC, estudiaremos con mayor detenimiento la fiscalidad que aplica, tanto para la sociedad en sí como para el partícipe o accionista del fondo o la SICAV, respectivamente.

La ley española define las IIC como “[...] aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.” (Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva)

Una **SICAV** es una sociedad de inversión de capital variable (*société d’investissement à capital variable*). Su característica principal es que se configura como una sociedad anónima, por lo que es una empresa que divide su propiedad en acciones y tiene, por tanto, accionistas. Reúnen el capital aportado por los accionistas, y este se invierte en los activos que el gestor considere oportunos. Las SICAV están supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y la ley obliga a tener una cartera sustancialmente diversificada, tarea que supervisa la CNMV. Este tipo de vehículo de inversión se beneficia de tener una política de inversión que puede ser bastante

amplia, por lo que gozan de una gran flexibilidad en la estrategia a seguir (Barrero Muñoz, 2000).

La fiscalidad de las SICAV es muy favorable si la comparamos con la fiscalidad de una empresa “tradicional”. Las SICAV pagan un Impuesto de Sociedades del 1% de las plusvalías generadas por la inversión; una ventaja considerable si comparamos este 1% frente al 30% que podría llegar a pagar una empresa que no sea una IIC. Desde el punto de vista del inversor esto resulta muy positivo también, pues una carga impositiva menor supone que la rentabilidad de las inversiones no se ve tan distorsionada por el efecto de los impuestos en las ganancias. En cuanto a la tributación de las plusvalías percibidas por el inversor, tributaría en caso de que venda sus acciones de la SICAV y existieran plusvalías, en cuyo caso tendría que pagar el porcentaje establecido por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) sobre las plusvalías generadas, que va desde el 19% al 23% dependiendo del beneficio obtenido (Almendral y Muñoz, 2006).

Cabe destacar también que un inversor cualquiera puede comprar acciones de una SICAV desde prácticamente cualquier entidad financiera, lo que otorga flexibilidad a la hora de invertir. La CNMV tiene, además, los informes y folletos de las SICAV a disposición del público en su página web (Antón, 2010).

Las SICAV tienen ciertos requerimientos para poder registrarse en la CNMV y poder operar en los mercados. El importe mínimo para la constitución de este tipo de sociedades es de € 2.400.000, y debe tener como mínimo 100 accionistas. En la práctica, este último requisito se cumple en muchas ocasiones otorgando una acción a amigos y familiares y manteniendo el grueso del patrimonio y accionariado a nombre del inversor principal, evitando diluir la propiedad de la SICAV. Al tratarse de una sociedad anónima con personalidad jurídica, las SICAV pueden autogestionarse como si de una empresa se tratara o delegar su gestión en una Sociedad de Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC). Las SICAV deben establecer un Consejo de Administración y tener una Junta General de Accionistas al menos una vez al año donde se aprueben (o rechacen) las diversas acciones que vaya a llevar a cabo el equipo gestor, como puede ser un cambio en la estrategia de inversión o la designación de un nuevo gestor de la sociedad (Barrero-Muñoz, 2000).

Los **fondos de inversión** siguen unas directrices muy similares a las de las SICAV, aunque tienen alguna peculiaridad. En cuanto a la personalidad jurídica del fondo, cabe destacar que no tienen personalidad jurídica como tal, sino que son simplemente un patrimonio compuesto por las aportaciones de capital de los inversores que forman parte del mismo. Esto hace que, al no ser una empresa como tal, necesiten de una sociedad gestora (SGIIC) para su funcionamiento y registro en la CNMV. Además, al no ser una sociedad anónima, no se habla de acciones y accionistas, sino de participaciones y partícipes en el fondo de inversión. Salvo en algún caso concreto, los fondos de inversión suelen tener una política de inversión más estricta y no tan flexible como la de las SICAV. Para un cambio sustancial de la estrategia de inversión del fondo habría que notificar a la CNMV y esperar su aprobación, con la consiguiente entrega de nuevos folletos y Documentos Fundamentales del Inversor (DFI) (Olmo y Olalla, 2002).

La fiscalidad de los fondos de inversión es la misma que en las SICAV: tributan el 1% de las plusvalías generadas, y una vez el inversor vendiera sus participaciones tributaría según el tramo de IRPF correspondiente. No obstante, los fondos de inversión tienen una característica muy favorable: son traspasables. Esto quiere decir que, si un inversor decide vender un fondo de inversión pero inmediatamente reinvierte el importe en otro fondo de inversión, diferiría el pago de impuestos hasta convertir la inversión en líquida. Los fondos registrados en España y, por tanto, en la CNMV, son traspasables (García-Vaquero, 1994). Para poder disfrutar de esta ventaja, las SICAV necesitan tener un mínimo de 500 accionistas.

Otra diferencia entre las dos estructuras es que las acciones de las SICAV, que en muchas ocasiones cotizan en el MAB, se pueden adquirir a través de cualquier entidad, mientras que los fondos de inversión requieren que el comercializador lo haya registrado previamente en la entidad del sujeto inversor (Inversis, ING, Bankinter...). Si el comercializador no lo ha registrado donde el citado sujeto tiene su cuenta inversora, no podrá comprar participaciones del fondo en cuestión (Grandío-Dopico, 2008).

Un aspecto a destacar de ambas estructuras es la nueva directiva europea relativa a los UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*). Se trata de un marco regulador que surgió en 1985 y que permite a los fondos registrados como UCITS esquivar la regulación individual de cada país, siguiendo una regulación

unificada establecida por la UE. Esta directiva crea un régimen armonizado en la Unión Europea para la gestión y la comercialización de fondos de inversión. Estos fondos pueden registrarse en toda la UE y venderse a inversores de todo el mundo. Como hemos mencionado, los fondos UCITS que cumplen las normas establecidas en la directiva están exentos de cumplir la regulación nacional de cada país miembro de la UE, cumpliendo en su lugar la regulación establecida por la directiva UCITS (Muller y Ruttiens, 2013).

La primera directiva UCITS fue adoptada en 1985, buscando facilitar las ofertas transfronterizas de los fondos a inversores particulares. En 2002, tras largos debates entre los miembros de la Unión, se adoptaron dos nuevas directivas. Las directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE, ampliaron el espectro de inversión de los fondos UCITS y relajaron la regulación de los fondos de gestión pasiva o “fondos índice”. Estas dos directivas se conocen conjuntamente como UCITS III. La directiva 2009/65/CE, conocida popularmente como UCITS IV, se adoptó en 2011 e incluía nuevos cambios técnicos que facilitarían la oferta y el control de estos fondos. Por último, la directiva 2014/91/UE, o UCITS V, entró en vigor en 2016 y concretó los deberes y responsabilidades de los depositarios de participaciones de fondos de inversión. Asimismo, también ajustó los requisitos de remuneración de los gestores de fondos a lo ya establecido en la directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) (Directive 2014/91/EU, 2014).

Aunque los fondos de inversión no tengan por qué estar registrados como fondos UCITS, en la práctica la mayoría de grandes gestoras con fondos basados en Europa comercializan sus fondos de inversión como UCITS. El proceso puede resultar algo más complejo, pero al fin y al cabo estaría expandiendo la oferta del fondo no sólo a un país, sino a los 28 países que forman la UE. Registrar el fondo en cada país es ineficiente y costoso, por lo que es una directiva que ha facilitado la inversión en estos instrumentos a todos los ciudadanos europeos (y del mundo) y ha permitido a las gestoras llegar a un público mucho mayor con un coste prácticamente similar. A diciembre de 2018, los fondos UCITS tenían unos activos netos totales de €9.284 miles de millones, más de un 60% del total de activos de fondos de inversión en Europa (Delbecque, Tilley y Yang, 2019).

Algo que puede sorprender a muchos es el hecho de que Luxemburgo, ese pequeño país del que oímos poco (o nada), concentra nada menos que el 36% de los activos

totales de fondos UCITS (Delbecque, Tilley y Yang, 2019). ¿Cómo es posible que un país tan pequeño, con tan poca población, tenga más de un tercio de los activos totales de fondos de inversión UCITS en Europa? Simplemente por la fiscalidad. A diferencia de en España, donde los fondos de inversión, UCITS o no, pagan un 1% de las plusvalías generadas en el período, en Luxemburgo los fondos pagan un 0,01% de su patrimonio total (Olmo y Olalla, 2002).

Pongamos el ejemplo de un fondo con un patrimonio de €100M que ha obtenido una rentabilidad del 5% en el año, una rentabilidad positiva pero nada fuera de lo común. Ese 5% sobre los 100 millones de patrimonio son 5 millones de euros de plusvalías. Estando el fondo registrado en España, los impuestos a pagar por el fondo de inversión ascienden a €50.000. Si el fondo estuviera registrado en Luxemburgo, al pagar un 0,01% sobre el patrimonio del fondo, los impuestos a pagar serían de nada más que €10.000. Es cierto que en España no habría que tributar si no se generan plusvalías, es decir, si el fondo obtuviera una rentabilidad negativa, pero imaginemos que en lugar de un 5% de rentabilidad hubiera obtenido un 15%... Los gastos por impuestos ascenderían a nada menos que €150.000, quince veces más que en Luxemburgo. Al fin y al cabo, esto es un coste que se le repercute al inversor, por lo que se debe analizar en detalle las perspectivas de patrimonio bajo gestión (AuM; Assets under management) del fondo, así como su rentabilidad esperada para determinar cuál es el mejor país para registrar el fondo y minimizar este coste.

Ahora estudiaremos cuál es el procedimiento para crear una SICAV o fondo de inversión, el primer paso de este proyecto.

- I. El primer paso en la creación de una IIC es obtener autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el proyecto de constitución del fondo o SICAV. Para obtener esta autorización, la solicitud debe incluir una memoria, la acreditación pertinente de la honorabilidad y profesionalidad de aquellos que desempeñen cargos en la dirección y administración de la IIC, y datos o informes que se consideren como necesarios para demostrar el cumplimiento de los requisitos y condiciones de formación de la IIC. Si quisiéramos crear un fondo de inversión, debemos incluir también el Documento Fundamental del Inversor (DFI), el folleto informativo y el reglamento de gestión del fondo, mientras que si lo que queremos es establecer una SICAV, tendríamos que aportar los estatutos sociales (Barrero-Muñoz, 2000).

Cabe destacar que la CNMV ha denegado en numerosas ocasiones las solicitudes de constitución de una SICAV, principalmente por los siguientes motivos:

- Falta de transparencia en la estructura del grupo al que pertenezca la entidad;
- SICAVs que no hayan establecido una SGIIC, cuando la sociedad mantiene vínculos estrechos con “otras entidades” que no permitan la supervisión correcta de la CNMV;
- cuando exista la posibilidad de que haya graves dificultades para obtener la información que la CNMV necesite o se considere que pueda haber dificultades a la hora de las inspecciones rutinarias de la CNMV.

Para la obtención de esta autorización, debemos cumplir con los requisitos que mencionamos anteriormente explicando cada una de las dos IIC. En la siguiente tabla se hace un resumen de lo comentado hasta ahora, así como las principales diferencias:

Tabla 3 – Resumen de las principales diferencias entre SICAV y fondo de inversión

	SICAV	Fondo
Importe mínimo de constitución	€2.400.000	€3.000.000
¿Personalidad jurídica?	Sociedad Anónima	No
Obligación de designación de sociedad gestora	No	Sí
Inversor	Accionista	Partícipe
Mínimo de partícipes	100	100
Fiscalidad	1% de plusvalías	1% de plusvalías
¿Traspasable?	Sí (con 500 accionistas)	Sí

Fuente: Elaboración propia

En el caso de ser una SICAV, se establecen ciertos requerimientos adicionales (Grandío-Dopico, 2008):

- tener una organización administrativa y contable, que además cuente con los procedimientos de control interno necesarios y que garanticen la gestión adecuada y prudente de la IIC;
- tener su domicilio social y órganos de dirección y administración en España;
- que los administradores tengan una reconocida honorabilidad profesional;
- que la mayoría de los miembros del Consejo de Administración tengan conocimientos y un nivel de experiencia acorde en materias relacionadas con el mercado de valores.

II. Habiendo obtenido la autorización de la CNMV se ha de establecer o constituir una sociedad anónima (SICAV) o un fondo de inversión (FI). Si se trata de una SICAV, la ley requiere de escritura pública y la consiguiente inscripción en el Registro Mercantil. Los fondos de inversión no tienen este requerimiento, aunque pueden hacerlo igualmente. El próximo paso es la inscripción de la nueva sociedad o fondo en el registro de la CNMV, así como el registro definitivo del folleto informativo de la IIC en cuestión (Grandío-Dopico, 2008).

Una vez han quedado definidas las diferencias existentes entre las dos estructuras que estamos considerando, las peculiaridades de cada una, y el proceso de constitución de una IIC, resultará más fácil elegir el vehículo que mejor se adapte al modelo que se propone en este trabajo más adelante, en el apartado de análisis.

4. Análisis: estudio de viabilidad

En este apartado vamos a centrar nuestra atención en la viabilidad económica de la propuesta, utilizando para ello distintos escenarios de AuM y esquemas de costes. También analizaremos el efecto positivo de la capitalización del ahorro del que carece nuestro sistema actual de pensiones. Este análisis nos llevará, con suerte, a determinar que es un modelo viable en escenarios razonables, y podremos demostrar también los beneficios para los usuarios que decidan invertir en él. En un primer momento, definiremos brevemente cómo se va a constituir la sociedad y la IIC.

a. Definición de la propuesta

La propuesta fundamental de este trabajo es la creación de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectivas con un enfoque que no existe actualmente en la industria. Además de crear una SGIIIC, se crearía una IIC que estaría gestionada por la sociedad.

El nuevo modelo, que creemos no está presente en la industria, consiste en la gestión de patrimonio de inversores minoristas con un enfoque de aportaciones mensuales y comisiones muy ajustadas. La revisión del sistema de pensiones español ha servido para confirmar que el sistema actual no es sostenible, y da pie a la viabilidad de este nuevo modelo. Consideramos que, en un futuro, las pensiones podrían no existir o ser radicalmente distintas de cómo las conocemos a día de hoy, por lo que ofrecer este complemento de ahorro a inversores minoristas puede tener una gran demanda.

Completando el apartado del marco teórico, concluimos que la mejor estructura para la IIC es el fondo de inversión (FI). A pesar de requerir un capital mínimo superior al de una SICAV, la sociedad no puede estar expuesta a que su única fuente de ingresos (las comisiones cobradas a los inversores) pudiera verse amenazada por una votación del Consejo de Administración de una SICAV. Esta podría decidir conceder la gestión de la IIC a otra SGIIIC, por lo que nuestra sociedad quedaría sin ingresos. Además, la posibilidad de traspasar el fondo posiblemente ayudará a captar inversores, pues el hecho de poder vender las participaciones y reinvertir el importe difiriendo el pago de impuestos es un factor muy positivo.

La estrategia de inversión a seguir es una estrategia de inversión *value*, basada en el análisis de compañías sólidas y referentes en su sector que estén incorrectamente valoradas por el mercado. Esto puede darse por motivos como una decepción en los resultados a corto plazo, un cambio en el equipo de gestión, ruido de mercado general, etcétera. Será una estrategia *long-only* (no se permiten ventas en corto), sin uso de derivados ni cobertura de divisas, en el mercado de renta variable europea. El análisis de las compañías y del mercado será la tarea principal de los dos socios, que definirán las compañías a invertir y el peso de cada una en la cartera de manera conjunta. Eventualmente, si el modelo funciona y la empresa genera suficientes beneficios, se incorporarán analistas que se encarguen de una parte de este análisis para su posterior presentación a los socios y una toma de decisiones conjunta entre todo el equipo.

La piedra angular del proyecto son las bajas comisiones que proponemos. Además de la confianza en los gestores, el porcentaje sobre el patrimonio que se le cobra al inversor es un factor muy a tener en cuenta a la hora de escoger entre fondos de inversión. Teniendo en cuenta que proponemos la creación de un fondo de gestión activa con comisiones sensiblemente menores a las tradicionales para inversores minoristas, creemos que la demanda puede ser suficiente como para garantizar la viabilidad a corto plazo y un crecimiento más que razonable.

Además de las bajas comisiones, el otro pilar fundamental y diferenciador de este proyecto es la posibilidad de realizar aportaciones mensuales así como de realizar aportaciones una vez. El esquema de aportaciones mensuales sólo está presente en planes de pensiones (en fondos se puede hacer, pero es un proceso algo tedioso), que suelen llevar asociados altos costes de gestión y obligan a mantener el capital “preso” hasta el momento de la jubilación. Este fondo ofrece la posibilidad de aportar mensualmente sin demasiadas complicaciones (la ejecución perfecta sería una domiciliación en el banco), así como de rescatar el capital cuando el inversor crea conveniente. Creemos que ofreciendo una buena estrategia, bajas comisiones y flexibilidad al inversor podemos conseguir un abanico de clientes muy amplio, que vaya desde jóvenes que quieran comenzar a ahorrar a una edad temprana y beneficiarse en gran medida de la capitalización y reinversión de ganancias, como de individuos de edad más avanzada que vean en nuestro fondo una buena oportunidad de inversión y quieran aportar parte de su patrimonio.

b. Ingresos y comisiones

El primer paso que realizaremos para determinar la viabilidad es estudiar las posibles fuentes de ingresos. Los ingresos en la gestión de patrimonio provienen en su gran mayoría de las comisiones de gestión y comisiones de rendimiento. Los distintos tipos de comisiones más comunes son los siguientes:

- **Comisión de gestión:** es la más común y de donde provienen la mayoría de los ingresos. El fundamento de esta comisión es que se cobra por el servicio de gestionar el dinero del individuo y ofrecer la posibilidad de que ese dinero esté invertido y posiblemente retornando un beneficio. Las comisiones de gestión varían mucho en función del tipo de cliente (minorista o institucional), la cantidad invertida, y el propio fondo en el que se invierta. Hay que distinguir entre la comisión de gestión en carteras de gestión activa o pasiva. Lógicamente, en carteras de gestión activa la comisión es mayor, y actualmente suele estar cercana al 1,5% del patrimonio invertido de media (excluye clases de inversor institucional ya que nuestro producto va dirigido principalmente a clientes minoristas). Por el contrario, las carteras de gestión pasiva tienen una comisión menor al llevar asociado menos trabajo, y actualmente estarían cerca de un 0,4% de media, aunque existen ETFs con comisiones tan bajas como el 0,1% (Oey, 2018).
- **Comisión de rendimiento:** esta comisión se cobra cuando se obtiene un rendimiento superior al rendimiento del índice de referencia, el cual viene establecido en el folleto del fondo para evitar que se utilice un índice u otro según la conveniencia. Algunos valores típicos están entre el 10% y el 20% del rendimiento superior al del índice. Se cobraría únicamente en casos de haber hecho una buena gestión y haber obtenido un rendimiento superior al índice. Actúa también como un incentivo para el equipo gestor, y únicamente se cobra en carteras de gestión activa (en gestión pasiva los fondos “siguen” al índice y no hay rendimiento superior).
- **Comisiones de suscripción y reembolso:** estas comisiones son más peculiares, pues únicamente se cobran una vez, ya sea en el momento de compra (suscripción) o venta (reembolso) de las participaciones. Las comisiones de suscripción pueden servir como un pequeño empujón de arranque para los costes iniciales del fondo, y las de reembolso sirven como

retén para que los inversores mantengan su dinero en el fondo. En algunas ocasiones, las comisiones de reembolso únicamente se mantienen durante el primer o los primeros años, eliminándose cuando ya se ha tenido el dinero invertido cierto tiempo.

- **Comisiones de depósito, custodia y negociación:** se cobran por los servicios del banco depositario del fondo en concepto de tener las acciones o participaciones del fondo en cuestión, y a los brókers por la negociación de las compras y ventas de acciones. Estas comisiones se revierten al patrimonio del fondo pero no son un ingreso como tal, pues su destino es compensar al banco depositario y no a los gestores de patrimonio.

Existen más comisiones que podríamos desglosar, pero son comisiones similares a las de custodia que se revierten al patrimonio del fondo y no representan un ingreso para la sociedad, por lo que no entraremos a discutir las. Sí es importante destacar que existe un concepto para agrupar todas las comisiones en un dato homogéneo que podemos comparar entre diversos fondos: el **TER** (*total expense ratio*, o ratio total de gastos). El TER engloba todos los gastos que se revierten al patrimonio del fondo, desde la comisión de gestión hasta las comisiones de negociación de los valores, aunque excluye las comisiones de suscripción y reembolso al no ser cobradas de manera recurrente.

Habiendo realizado los cálculos, y para garantizar la solvencia a corto plazo y tener un pequeño fondo de maniobra durante los primeros años, sería conveniente contratar un crédito de establecimiento. El importe sería de €100.000, previsiblemente a diez años y con un interés del 5% anual. Cabe la posibilidad de que, en lugar de un crédito, esta aportación de €100.000 la hicieran los propios socios de su patrimonio y del patrimonio familiar. Esto supondría reducir sustancialmente los costes, especialmente de los primeros años, al no tener que pagar intereses ni amortización del principal. Por el momento, realizaremos el análisis con la contratación del crédito.

Respecto a las comisiones que cobrará la IIC de esta propuesta, tratarán de ajustarse al mínimo posible pues una de las premisas de esta idea es que los inversores puedan tener su dinero invertido con los menores costes posibles. Por ello:

- tomaremos como referencia un valor inicial de 0,9% de comisión de gestión, que permitirá tener un TER cercano al 1% pues las comisiones de custodia y depósito no suelen superar el 0,1%;
- estableceremos también una comisión de rendimiento del 10% para incentivar la buena gestión y tratar de conseguir un pequeño ingreso extra;
- dado el horizonte de inversión a largo plazo que se propone, pondremos también una comisión de suscripción del 1% y una comisión de reembolso del 3% durante los tres primeros años, en un intento de que los inversores mantengan su capital en el fondo y sigan el plan a muy largo plazo que proponemos.

Los valores mencionados están sujetos a posibles cambios, y es posible que, conforme vaya creciendo el margen de beneficios al aumentar los AuM, se estudie la posibilidad de reducir las comisiones para reducir aún más el TER del fondo.

c. Gastos

Los gastos de funcionamiento de una IIC y de una SGIIC son numerosos. Además de la remuneración de los trabajadores, que es el más cuantioso, existen ciertas necesidades de asesoría legal y de *compliance* (cumplimiento) para asegurar que el funcionamiento de la IIC se adecúa a la ley y evitar así cualquier tipo de sanción de la CNMV. Además, existe una necesidad de promocionar el fondo ya que, al tratarse de una entidad nueva, no disponemos del prestigio que puedan tener otras gestoras de patrimonio (como azValor, Magallanes o Bestinver en España). Estas oficinas de inversión también destinan una parte de los ingresos a promocionar sus fondos, pero cuentan con la ventaja de tener ya una cierta reputación, y no tienen tanta necesidad. Queda clara la necesidad, entonces, de hacer una “fuerte” inversión en la promoción del fondo ya que queremos llegar a un gran número de posibles inversores. La inversión del primer año será de €10.000, e irá principalmente enfocada en medios online que son considerablemente más económicos que los medios tradicionales en TV. A partir del segundo año será de €6.000 y será también incrementada conforme la sociedad sea viable y haya beneficios que se puedan destinar a ello.

En un primer momento, la idea es que haya sólo dos socios en la empresa, y las demás tareas necesarias se externalicen. Los salarios irán ajustados a la viabilidad

del fondo y se incrementarán paulatinamente conforme aumenten los AuM. En el momento de constitución de la entidad, los salarios brutos anuales de cada socio serán de €25.000, muy por debajo de lo que cobraría un gestor de un fondo de renombre, pero somos conscientes de que hemos de empezar desde abajo, con sacrificio y trabajo duro, e ir incrementando poco a poco. Los gastos de asesoría legal y *compliance* serán de €6.000 anuales cada uno. Cuando los AuM alcancen los €10.000.000, no obstante, hemos previsto incorporar un tercer trabajador que se encargue de toda la relación con los inversores y el departamento legal, por lo que podremos eliminar el gasto de asesoría legal, e irá incorporado en los €25.000 de salario del trabajador. Esto, además, permitirá que los dos socios se centren más en la estrategia de inversión y en la propia gestión de las inversiones, lo que con seguridad llevará a tener resultados más satisfactorios. Los gastos por asesoría en materia de cumplimiento con la ley irán aumentando conforme aumente el patrimonio del fondo, pues al tener más clientes tendremos que vigilar más atentamente que todo está conforme a la legislación vigente.

Hay que incluir también unos gastos iniciales de constitución de la IIC y SGIC para los que hemos provisionado un estimado de €4.000. Creemos que es un importe más que suficiente para cubrir el proceso de redacción de los documentos necesarios para la constitución, la autorización de la CNMV y el registro tanto de la IIC como de la Sociedad Gestora en el Registro Mercantil de Madrid.

Los gastos por alquiler y suministros variarán en función de las necesidades de contratación. En un primer momento, se han cuantificado en €17.000, que deberían ser más que suficientes para cubrir el alquiler del primer año en espacios de *co-working* como WeWork. Hay disponibilidad de oficinas privadas (un espacio completamente privado) por tan sólo €500, aunque creemos que sería mejor disponer de algo más de espacio y contrataríamos la opción de €980 al mes, que incluye todos los suministros necesarios. El gasto sería por tanto de unos €12.000, y los €5.000 restantes irían destinados a la compra de material operativo esencial como podrían ser dos ordenadores, pantallas, teclados, el software necesario para la operativa del fondo, etc. Este espacio sería únicamente temporal hasta conseguir que la sociedad “despegue” y la estructura económica permitiera el alquiler de una oficina como tal. Una vez se consiga que la sociedad esté en resultados positivos, se procederá a buscar un nuevo espacio para tener como sede permanente. En un primer momento

creemos que sería suficiente con €25.000 anuales de gastos de alquiler y suministros, ya que no tendremos más de tres trabajadores en un principio. Estos gastos se incrementan en un 2% anual por la inflación.

A estos gastos debemos sumar también los gastos de amortización del crédito, tanto el pago del principal como de los intereses. El primer año supone un coste adicional de €15.000.

Convendría también estudiar en detalle la necesidad de contratación de una Terminal de Bloomberg. En esta plataforma podríamos consultar toda la información financiera a tiempo real y ejecutar compras y ventas de activos desde un portal centralizado, aunque consideramos que, en un primer momento, no sería necesario. Sí conviene, al menos, introducir la idea en este análisis de viabilidad, ya que la licencia tiene un coste aproximado de €25.000 al año.

d. Descripción de escenarios

Hemos definido tres escenarios sobre los que analizaremos la viabilidad de la empresa. Los escenarios consisten en el análisis de ingresos y costes bajo diferentes cantidades de AuM para determinar los niveles a partir de los cuales la idea generaría flujos de caja positivos. El horizonte de análisis es desde 2020 hasta 2026, siete años completos. Hay que destacar que el análisis tiene ciertas peculiaridades para evitar una distorsión sobre factores que no podemos calcular. Se ha tratado de realizar de manera que esas distorsiones se materialicen en posibles ingresos no contabilizados, poniéndonos en una situación “pesimista” que nos garantice la viabilidad en la peor de las situaciones. Si es viable en esta situación, debería ser viable en todas las demás, aunque es cierto que partimos de la base de unas suposiciones de AuM que podrían no cumplirse.

De esta manera, los escenarios de AuM no incluyen los posibles aumentos o disminuciones cada año por la rentabilidad obtenida. En caso de ser positiva, algo que esperamos sea así todos los años, se incrementarían los ingresos por comisión de gestión al tener mayor patrimonio bajo gestión. Además, al no incluir la rentabilidad, omitimos también el cálculo de un posible ingreso de comisiones de rendimiento si se superara la rentabilidad del índice. Tampoco se considera que vaya a haber reembolsos, aunque a corto plazo esto ayudaría a la sostenibilidad pues la comisión

de reembolso del 3% supondría un ingreso muy superior a la comisión de gestión anual de 0,9%. A largo plazo, no obstante, sí sería muy perjudicial tener menos patrimonio, pues la base de la principal fuente de ingresos recurrentes disminuiría.

- I. El primer escenario es un escenario de crecimiento muy limitado, con las comisiones que hemos establecido anteriormente. Comienza con un patrimonio de €3.000.000, el mínimo para constituir un fondo de inversión, y asume un crecimiento de €1.000.000 por año. Creemos que la idea de negocio es buena y, si la estrategia de inversión es exitosa, podemos aspirar a mucho más. Es, por tanto, una situación relativamente pesimista, ya que consideramos que los AuM pueden crecer a un ritmo mucho mayor si conseguimos captar la atención del público con la campaña inicial de marketing. Para ponerlo en perspectiva, los AuM del fondo azValor Internacional FI son €922 millones (mayo de 2019) y tiene una comisión de gestión del 1,8% (frente a nuestra comisión de 0,9%). Los AuM de Magallanes European son €582 millones (abril de 2019) en su vehículo UCITS con una comisión de gestión para clientes minoristas de 1,75%. Esperamos que una estrategia bien desarrollada, que guardará sin duda algún parecido a la estrategia de estos dos fondos de renta variable europea, junto con unos costes mucho menores hagan que inversores que tienen su dinero en estos fondos traspasen su capital a nuestro fondo. Si consiguiéramos captar sólo un 1% del capital de estos fondos, habremos conseguido nada menos que €15 millones.

- II. El segundo escenario es un escenario más neutral con incrementos sustanciales de AuM. De igual manera, comienza con el mínimo exigido de €3.000.000, pero la evolución de AuM es mucho más rápida, llegando a los €10.000.000 en 2023 y €25.000.000 en 2026. Aunque 25 millones de euros pueda parecer mucho para una empresa de nueva creación y gestores con poca experiencia, debemos considerar que esta idea no está enfocada a los grandes patrimonios que inviertan millones en el fondo, sino en ir captando poco a poco a individuos “de a pie” que dediquen una pequeña parte de su salario a un complemento de ahorro para la jubilación. Imaginemos que conseguimos captar 1.000 clientes, que aporten €100 mensualmente. Esto

supondría un flujo positivo al fondo de €100.000 al mes, o €1,2 millones al año. Según la última Encuesta de Población Activa del INE en el primer trimestre de 2019, en España hay 22,82 millones de personas que forman parte de la población activa, y 19,47 millones actualmente ocupadas. Si todo sale bien, sin duda deberíamos conseguir más de 1.000 clientes recurrentes.

En este escenario, relativamente conservador, los salarios de los dos socios se mantendrían estáticos los tres primeros años en €25.000. Cuesta creer que estos dos socios vayan a estar gestionando una IIC y una SGIIC por este salario que, sin desmerecerlo, no compensaría el inmenso esfuerzo que conlleva la gestión de estas dos entidades. Los salarios se irían acrecentando desde el cuarto año hasta llegar a €50.000 en 2026.

- III. El tercer escenario es un escenario razonablemente optimista, y parte de la base de que la idea cale en el público y muchos individuos decidan aportar al fondo una cantidad todos los meses. Así, el segundo año el patrimonio medio sería de €10.000.000, y en 2026 el patrimonio bajo gestión sería de €50.000.000. La base fundamental de esta propuesta es la suscripción mensual de capital, y creemos que si la campaña de comunicación es exitosa, este escenario es más que factible. Estamos centrándonos principalmente en un modelo de pequeñas aportaciones mensuales, pero no hay que descartar que pueda llegar un inversor institucional e invertir varios millones de un día para otro, sobretodo dados los bajos costes de gestión que ofrecemos. El incremento de €7 millones del primer año al segundo viene también motivado, precisamente, por la posibilidad de poder captar algunos inversores que tengan algún patrimonio acumulado y decidan invertir en nuestro fondo sin necesidad de hacer suscripciones mensuales.

Este último escenario presenta también unos salarios de los socios que crecen a ritmos mucho mayores que en los anteriores y son más acordes a lo que se suele ver en la industria, evitando así que decidan desistir de la idea o buscar otros horizontes laborales.

Una idea interesante que estudiar sería tratar de conseguir que un gran inversor institucional hiciera una aportación inicial al patrimonio del fondo que garantizara la viabilidad desde un primer momento, seguramente ofreciéndole un pequeño

porcentaje de participación en la sociedad, aunque esto no sería una tarea fácil. De esta manera, los dos socios podrían dedicarse completamente a la gestión de las inversiones y no tanto a cuadrar números para garantizar la viabilidad de la sociedad.

e. Análisis de los escenarios

Una vez han quedado definidos los escenarios, podemos proceder a analizar cada uno de ellos en detalle para determinar en cuáles la sociedad podría funcionar de manera sostenible.

El **primer escenario** representa una situación pesimista en la que los AuM crecen a ritmo de €1.000.000 por año. Sería una situación en la que las campañas de marketing no habrían tenido tanto éxito como en un principio se esperaba, y la captación de clientes sería bastante lenta. Además, tendríamos poco efecto “boca a boca”, en el que confiamos bastante para que se de a conocer la propuesta. En esta situación tampoco habríamos sido capaces de captar una cantidad significativa de clientes de otras gestoras españolas, haciéndolo aún más complicado.

Los salarios de los socios se mantienen constantes en €25.000 durante todo el período de estudio. Resulta difícil pensar que los dos socios fundadores de la empresa vayan a estar durante siete años trabajando a destajo por un sueldo inferior a lo que cobraría un analista de un fondo. Sin desmerecer la cantidad del sueldo, creemos que los dos socios, que estarían desempeñando la totalidad del trabajo del fondo, deben estar remunerados adecuadamente. Su trabajo no sería ya únicamente el análisis del mercado y la definición de la estrategia de inversión, con todas las horas que eso conlleva, sino que además tendrían que realizar labores administrativas, de relación con clientes, ejecución de compraventa, registro de operaciones, y un largo etcétera. Creemos que no es sostenible mantener los salarios en este nivel considerando la carga de trabajo que tendrían.

Además, tampoco se podría contratar al tercer trabajador de apoyo, pues la empresa está en pérdidas y no puede soportar otro salario de €25.000. El alquiler de la oficina sería permanente en WeWork, lo que creemos resulta negativo si se hace durante un periodo de tiempo prolongado. Los inversores quieren seguridad y confianza, y consideramos que, aunque en un primer momento es aceptable, tener una oficina “permanente” en un espacio de co-working no transmitiría esa seguridad al inversor.

Estaríamos, por tanto, perdiendo potenciales clientes que no sintieran que la sociedad es “seria” y tiene su propia oficina. Debemos dar la sensación de que estamos aquí y hemos venido para quedarnos y revolucionar completamente el mercado, y para ello debemos tener unas oficinas donde reunirnos con posibles clientes que de esa imagen de seriedad, confianza y estabilidad que hemos mencionado.

Por los motivos que acabamos de comentar, determinamos que esta primera situación sería insostenible para la empresa, tanto en el corto como en el largo plazo. Durante el primer año se registra un resultado positivo de €48.730 por el ingreso del crédito contratado. No obstante, los resultados de años posteriores son todos negativos y, a final del último año de análisis, las pérdidas acumuladas serían ya de más de €120.000. Aunque somos conscientes de que los primeros años al crear una nueva empresa suelen ir acompañados de pérdidas, en este caso son demasiado prolongadas en el tiempo como para poder ser sostenibles. Además, los socios no estarían bien remunerados y cabe la posibilidad de que desistan de la idea o decidan irse a otra gestora. A pesar de que a partir del séptimo año la sociedad está ya muy cerca de entrar en beneficios, las pérdidas acumuladas son demasiado cuantiosas como para poder hacerles frente, y los ingresos crecen a un ritmo demasiado lento como para poder mejorar la infraestructura de la empresa y tener oportunidades de crecimiento.

A pesar de considerar este escenario como no viable, debemos matizar el porqué. Como ya se ha comentado anteriormente, el objetivo de esta propuesta es ofrecer un complemento de ahorro a inversores minoristas para su jubilación, y al mismo tiempo, hacerlo de manera accesible y “barata” para el inversor. Este escenario sería viable si subiéramos las comisiones de suscripción a, digamos, un 3%. Hay fondos hoy en día que cobran hasta un 5% de comisión de suscripción. No obstante, el objetivo es ofrecer esta posibilidad de inversión, pero hacerlo de manera que no sea excesivamente costoso para el inversor. Por ello, a pesar de que si aumentáramos la comisión de suscripción sería viable, no lo haremos salvo en caso de extrema necesidad.

En el **segundo escenario**, que representa una situación moderada o neutral, los AuM crecen a un ritmo más acorde a lo que esperamos, incrementándose en €2 millones el segundo y tercer año, y después €1 millón adicional a estos dos millones por cada año que pasa. Así, en 2026 los AuM medios serían de €25.000.000. La sociedad

presenta un resultado total de €48.730 el primer año, con pérdidas de €34.383 el segundo año y €16.979 el tercero. A partir del cuarto año la empresa generaría beneficios. El colchón que ofrece el crédito de establecimiento, no obstante, hace que las pérdidas acumuladas de la empresa sólo lleguen a €2.632 en el tercer año.

En este escenario, los salarios de los socios se mantienen en €25.000 durante los cuatro primeros años. A partir del quinto, suben a €40.000 y se incrementan hasta llegar a los €65.000 en 2026. También se incorpora al tercer trabajador el cuarto año y se eliminan los servicios de asesoría legal, al haber llegado a la sostenibilidad y los €10.000.000 de AuM. El traspaso de oficina se retrasaría hasta el quinto año, momento a partir del cual este coste se revaloriza un 2% anual reflejando la inflación. Como hemos comentado antes, esto es algo negativo ya que no disponer de oficina propia no genera confianza en el inversor.

Los gastos de marketing y promoción suben en €1.000 por año a partir del tercer año, reflejando el esfuerzo de la sociedad en dar a conocer este modelo de gestión de patrimonio. A partir del quinto año, estos gastos suben considerablemente al disponer de beneficio “no utilizado” y poder dedicarlo a tratar de captar nuevos clientes mediante campañas agresivas de marketing.

En definitiva, en este escenario podemos concluir que la idea es viable con ciertas reservas. Económicamente, la propuesta es viable, ya que de manera acumulada sólo se incurre en unas pérdidas de €2.632, lo cual es más que aceptable considerando una sociedad de nueva creación. No obstante, hay ciertas limitaciones en esta situación que podrían poner en peligro la viabilidad. Una de ellas es, sin duda, y una vez más, los salarios de los socios. ¿Querrán aguantar en la empresa cobrando €25.000 durante cuatro años? Es cierto que a partir del quinto año los salarios se incrementan considerablemente y hay todavía más margen para que sigan creciendo, pero los primeros cuatro años tendrían un salario acorde con un analista recién ingresado en una empresa. También resta viabilidad el hecho de que, durante cuatro años, la sociedad tuviera su sede en un espacio de *co-working*, aunque este factor parece menos importante que el recién mencionado. A final del séptimo año, los beneficios acumulados ascienden a €103.137, por lo que aún podrían hacerse ajustes e incrementar gastos como el gasto de marketing, la asesoría de *compliance* o amortizar totalmente el crédito antes del vencimiento y así ahorrar en intereses.

El **tercer y último escenario** sería un escenario ideal en el que la propuesta ha tenido una gran difusión y tendría un número considerable de clientes que invertirían mediante el programa de aportaciones mensuales, además de captar también actuales clientes de las grandes gestoras españolas que traspasaran parte de su patrimonio al fondo. De esta manera, el incremento de AuM del primer al segundo año sería nada menos que €7 millones. Este rápido aumento del patrimonio bajo gestión del fondo permite que ya en el segundo año se traspase la oficina a una sede permanente. En este segundo año se incorporaría también al tercer trabajador, al alcanzar la sostenibilidad y €10 millones de AuM. El salario de este trabajador comienza en €25.000 y se incrementaría cada año en €5.000 hasta llegar a los €40.000.

Los salarios de los socios crecen a pasos agigantados, incrementándose en €10.000 durante los tres primeros años, y llegando a ser un sueldo de €130.000 al término del séptimo año. Este salario representa ya una retribución más acorde con lo que se ve en la industria de la gestión de activos, y aún habría margen para aumentarlo. A la vista del buen margen que presenta este escenario, se podría barajar la posibilidad de incorporar nuevos trabajadores a partir del cuarto año que desempeñaran funciones administrativas, de *back-office*, y de análisis de compañías que “liberaran” algo a los dos socios.

Además, este fuerte crecimiento permite también cancelar el crédito de establecimiento mucho antes de su vencimiento. Esto supondría reducir considerablemente los costes de la sociedad a medio plazo pues se cancelarían completamente los pagos de intereses, que suponen un gasto considerable.

Los gastos de marketing comienzan al igual que en los demás escenarios en €10.000, bajan a €6.000 en el segundo año y a partir de ahí suben considerablemente debido al acolchado margen que tiene la sociedad en este escenario. De esta manera, en el último año se estarían destinando €30.000 a campañas de marketing y promoción.

Podemos concluir, sin duda alguna, que en este escenario de rápido crecimiento la sociedad es viable. Además, es viable con unos gastos considerablemente mayores que los de los demás escenarios, pues los salarios de los socios y los gastos de marketing van ajustados según el beneficio que se genere cada año. En 2026, la empresa tendría un beneficio total de €160.569, y a lo largo de los siete años el

beneficio acumulado sería de nada menos que €358.428. Con todo este capital, podría procederse a contratar más analistas y equipo administrativo y de gestión que permitieran a los socios centrarse en su tarea principal: la gestión de las inversiones.

f. Próximos pasos

La estrategia comentada hasta ahora está enfocada principalmente a dar el producto a conocer en el mercado español a clientes principalmente minoristas y tratar de conseguir que el modelo de aportaciones mensuales sea popular y la principal fuente de ingresos. No obstante, no debemos limitar el crecimiento de la sociedad y del fondo al mercado español.

El primer paso sería ampliar el número de trabajadores de la empresa para “liberar” a los gestores de tareas más mecánicas como la ejecución de las compras y ventas, la relación con clientes minoristas (atención al cliente), tareas de presentación de resultados mensuales, etcétera. Los fondos de inversión llevan consigo un gran número de tareas que llevar a cabo, y la ayuda siempre viene bien. Además de incorporar personal para tareas más de gestión de la empresa, también sería muy interesante contratar analistas que ampliaran el espectro de empresas sobre el que analiza el fondo las oportunidades de inversión. De esta manera, se tendría una visión más global y habría más oportunidades entre las que elegir, lo que muy posiblemente conseguiría mejores rentabilidades.

Como ya mencionamos en el marco teórico del trabajo, los fondos UCITS tenían unos activos totales en 2018 de más de €9.000 miles de millones, por lo que limitar la exposición del fondo a clientes sólo a España no es una buena estrategia. Una vez hayamos conseguido una mínima sostenibilidad económica, procederíamos a crear un nuevo vehículo de inversión UCITS que permitiría ofertar el fondo de inversión a clientes europeos, multiplicando así los potenciales clientes de la sociedad. Al ofrecer la flexibilidad de aportaciones mensuales o una única aportación, los inversores europeos podrían invertir utilizando el modelo diseñado en España para clientes que buscan pequeñas aportaciones y revalorización muy a largo plazo, o directamente invertir de una vez parte de su patrimonio en el fondo. Si la estrategia de inversión es buena y conseguimos una rentabilidad superior a la del índice, conseguiremos

generar confianza en los inversores, que podría hacer que el fondo recibiera fuertes flujos positivos no ya sólo de inversores españoles, sino de inversores de toda Europa.

También sería interesante estudiar la posibilidad de lanzar nuevas clases de acciones para inversores institucionales. Estas clases tendrían asociadas unas comisiones de gestión menores, y posiblemente se suprimirían las comisiones de suscripción y reembolso. Tendrían una condición, no obstante, de una inversión mínima bastante cuantiosa, posiblemente de €1 millón. Esta clase de acciones sólo estaría disponible para inversores institucionales, como entidades de banca privada, *family offices*, bancos de inversión, otras IIC... A pesar de que este tipo de clases llevan asociadas comisiones menores, los inversores institucionales suelen hacer inversiones muy cuantiosas y las mantienen durante un período largo de tiempo, por lo que acarrear relativamente poco trabajo una vez se han efectuado las compras iniciales.

Con el tiempo, si la sociedad es viable y todo va bien, sería ideal lanzar nuevos productos basados en el mismo modelo que hemos comentado. Actualmente sólo concebimos lanzar un fondo de inversión de renta variable europea, pero si efectivamente la SGIIC va bien se podrían incorporar más analistas y socios y lanzar nuevos fondos de renta fija, fondos monetarios, fondos de renta variable estadounidense, global, asiática... Existe todo un universo sobre el que poder desarrollar nuevas estrategias. Contando con la estructura básica de la sociedad, lanzar nuevos productos no debería resultar complicado siempre y cuando analicemos bien la demanda y sepamos que habrá un mínimo de AuM en los nuevos fondos. Tener una SGIIC para un solo fondo no es eficiente, ya que podemos beneficiarnos en gran medida de las tareas de administración, legal y *compliance* que deben hacerse indistintamente del número de fondos que gestione la IIC, y además conseguir ingresos adicionales de otros fondos, diversificando el riesgo de tener sólo un generador de caja en la empresa.

5. Conclusión

A modo de conclusión, haremos un breve repaso por los diversos capítulos del trabajo que hemos tratado y recopilaremos los principales mensajes extraídos de cada apartado.

Se ha realizado una breve revisión del sistema de pensiones español, tratando la reforma de 2011 así como los dos principales problemas que podrían poner en peligro la sostenibilidad de la Seguridad Social. Llegamos a la conclusión de que, en ausencia de reformas, el sistema no es sostenible principalmente por una base de gastos creciente y una base de ingresos que se estanca por la falta de crecimiento demográfico. Así, conseguimos justificar la posible demanda de esta idea de negocio por ahorradores que busquen un complemento de ahorro para su jubilación.

Hemos revisado también las dos principales estructuras de IIC que se utilizan en la industria de la gestión de activos, que son las SICAV y los fondos de inversión. Una vez realizado el análisis de las ventajas y desventajas de cada una de las estructuras, determinamos que la más favorable para la propuesta es el fondo de inversión. Esto es principalmente porque las SICAV, al ser una sociedad anónima, requieren de un consejo de administración que, en casos extremos, podría decidir cambiar de sociedad gestora. Por ello, resulta una mejor opción constituir la IIC como un fondo de inversión y mantener el control total sobre el mismo.

Una vez queda elegido el fondo de inversión como estructura preferible para el modelo, pasamos a analizar económicamente la viabilidad de la propuesta. Determinamos tres escenarios en los que se analizan ingresos y costes. El primero, que es el más pesimista de todos, no sería viable. Asume unos crecimientos de AuM muy pequeños que no harían sostenible la propuesta, a pesar de mantener los costes al mínimo posible y sin incrementos de ningún tipo. Sería viable si se aumentaran las comisiones, pero esto iría en contra de uno de los fundamentos del proyecto. El segundo escenario, más neutral, sí sería viable, aunque con ciertas reservas. Los salarios de los socios deberían ser mayores para tener la seguridad de que no dejarán la empresa en busca de nuevas oportunidades con salarios más acordes a su puesto. Aún así, en esta situación la propuesta es viable económicamente. El tercer y último escenario representa una situación ideal, en la que se ha conseguido captar un gran público que ha invertido en el fondo. Este escenario permite una rápida subida de los

sueldos de los socios, así como un mayor gasto en marketing y el traspaso a una oficina permanente en el segundo año.

En vista de todo lo mencionado anteriormente, la propuesta puede considerarse viable. Si la acogida del producto es mínimamente buena, la empresa debería ser capaz de subsistir económicamente sin mayores dificultades. La situación de las pensiones hace de este producto algo necesario y que puede tener una gran demanda. Sumado a esto, el nuevo enfoque de aplicar comisiones tradicionalmente reservadas para inversores institucionales a todo tipo de inversores, junto con el modelo de aportaciones mensuales, puede hacer que este fondo se convierta en uno de los grandes fondos de renombre de España, a la altura de grandes gestores como Francisco García-Paramés o Álvaro Guzmán de Lázaro.

6. Bibliografía

Almendral, V. R., y Muñoz, D. R. (2006). Los problemas tributarios de las Sociedades de Inversión en Capital Variable (SICAV). *Quincena fiscal*, (18), 9-34.

Antón, J. A. (2010). Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV). *Cuadernos de Información económica*, (217), 33-36.

Ayuso, M., Guillén, M., y Valero, D. (2013). Sostenibilidad del sistema de pensiones en España desde la perspectiva de la equidad y la eficiencia. *Presupuesto y gasto público*, 71(2013), 193-204.

Barrero Muñoz, M. (2000). Manual de SICAV y fondos de inversión extranjeros. Inversor Ediciones.

Cebrián, B. R., y Fabián, I. D. (2014). Solvencia Financiera y Equidad en el Sistema de Pensiones Español tras las reformas de 2011 Y 2013. *Anales del instituto de Actuarios Españoles*, (20), 117-164. Instituto de Actuarios Españoles.

Conde-Ruiz, J. I., y González, C. I. (2013). Reforma de pensiones 2011 en España. *Hacienda Pública Española/Review of Public Economics*, 204(1), 9-44.

Conde-Ruiz, J. I., y Meseguer, J. A. (2004). El futuro de las pensiones en España: perspectivas y lecciones. *ICE, Revista de Economía*, (815).

de Cos, P. H., Jimeno, J. F., y Ramos, R. (2017). El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma.

Delbecque, B., Tilley, T., & Yang, H. (2019). *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2018 & Results for the Full Year of 2018*. Bruselas: EFAMA.

European Parliament. Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (2014).

García-Vaquero, V. (1992). Los fondos de inversión en España. Banco de España.

Grandío-Dopico, A. (2008). Mercados financieros e inversión colectiva. Netbiblo.

INE. (2019). Encuesta de Población Activa (EPA). Recuperado de https://www.ine.es/prensa/epa_tabla.htm

Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social. *Boletín Oficial del Estado*, 184, 2 de agosto de 2011.

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

Maqueda, A. (2019). El Banco de España pide que se haga la reforma de pensiones antes de que el votante medio envejezca más. Recuperado de https://elpais.com/economia/2019/05/28/actualidad/1559039291_511429.html

Muller, C., y Ruttiens, A. (2013). A practical guide to UCITS funds and their risk management. Edipro.

Oey, P. (2018). *U.S. Fund Fee Study*. Morningstar.

Olmo, B. T., y Olalla, M. G. (2002). El mercado español de fondos de inversión de renta variable. *ICE, Revista de Economía*, (800).

Oria, I. Z., y Escudero, C. M. (2003). *El futuro del sistema de pensiones en España*. Instituto de Estudios Fiscales.

Pérez, J. L. M. (2011). La reforma concertada de las pensiones: el Acuerdo Social y Económico de 2011 y su desarrollo legislativo. *Revista General de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social*, (25).

Real Decreto-Ley 05/2013, de 15 de marzo, de medidas para favorecer la continuidad de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad y promover el envejecimiento activo. *Boletín Oficial del Estado*, 65, 16 de marzo de 2015.

Tahiri, J. (2019). El Gobierno promete a Bruselas dejar de ligar las pensiones al IPC dentro de cuatro años. Recuperado de https://www.abc.es/economia/abci-gobierno-promete-bruselas-dejar-ligar-pensiones-dentro-cuatro-anos-201905091434_noticia.html

World Population Prospects - United Nations. (2017). Recuperado de <https://population.un.org/wpp/>

7.Anexo

Anexo 1 – Escenario 1

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AuM medio	€ 3.000.000	€ 4.000.000	€ 5.000.000	€ 6.000.000	€ 7.000.000	€ 8.000.000	€ 9.000.000
Suscripción	€ 30.000	€ 10.300	€ 10.103	€ 10.101	€ 10.101	€ 10.101	€ 10.101
AuM #2 medio	€ 2.970.000	€ 3.989.700	€ 4.989.897	€ 5.989.899	€ 6.989.899	€ 7.989.899	€ 8.989.899
Gestión	€ 26.730	€ 35.907	€ 44.909	€ 53.909	€ 62.909	€ 71.909	€ 80.909
Custodia	€ 2.079	€ 2.793	€ 3.493	€ 4.193	€ 4.893	€ 5.593	€ 6.293
Crédito	€ 100.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
TOTAL INGRESOS	€ 158.809	€ 49.000	€ 58.505	€ 68.203	€ 77.903	€ 87.603	€ 97.303

Custodia	-€ 2.079	-€ 2.793	-€ 3.493	-€ 4.193	-€ 4.893	-€ 5.593	-€ 6.293
Alquileres y suministros	-€ 17.000	-€ 14.000	-€ 14.000	-€ 14.000	-€ 14.000	-€ 14.000	-€ 14.000
Salario Socio 1	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000
Salario Socio 2	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000
Salario Trab. 3	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Asesoría legal	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000
Asesoría compliance	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000
Constitución IIC, SGIC	-€ 4.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Marketing	-€ 10.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 10.000	-€ 12.000
Amort. Crédito	-€ 15.000	-€ 14.500	-€ 14.000	-€ 13.500	-€ 13.000	-€ 12.500	-€ 12.000
TOTAL GASTOS	-€ 110.079	-€ 99.293	-€ 99.493	-€ 99.693	-€ 99.893	-€ 104.093	-€ 106.293

Resultado total	€ 48.730	-€ 50.293	-€ 40.988	-€ 31.490	-€ 21.990	-€ 16.490	-€ 8.990
Acumulado	€ 48.730	-€ 1.563	-€ 42.551	-€ 74.041	-€ 96.030	-€ 112.520	-€ 121.510

Anexo 2 – Escenario 2

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AuM medio	€ 3.000.000	€ 5.000.000	€ 7.000.000	€ 10.000.000	€ 14.000.000	€ 19.000.000	€ 25.000.000
Ingresos suscripción	€ 30.000	€ 20.300	€ 20.203	€ 30.202	€ 40.302	€ 50.403	€ 60.504
AuM #2 medio	€ 2.970.000	€ 4.979.700	€ 6.979.797	€ 9.969.798	€ 13.959.698	€ 18.949.597	€ 24.939.496
Ingresos gestión	€ 26.730	€ 44.817	€ 62.818	€ 89.728	€ 125.637	€ 170.546	€ 224.455
Ingresos custodia, trades	€ 2.079	€ 3.486	€ 4.886	€ 6.979	€ 9.772	€ 13.265	€ 17.458
Crédito establecimiento	€ 100.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
TOTAL INGRESOS	€ 158.809	€ 68.603	€ 87.907	€ 126.909	€ 175.711	€ 234.214	€ 302.417

Gastos custodia, trades	-€ 2.079	-€ 3.486	-€ 4.886	-€ 6.979	-€ 9.772	-€ 13.265	-€ 17.458
Alquileres y suministros	-€ 17.000	-€ 17.000	-€ 17.000	-€ 17.000	-€ 25.000	-€ 25.500	-€ 26.010
Salario Socio 1	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 40.000	-€ 50.000	-€ 65.000
Salario Socio 2	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 40.000	-€ 50.000	-€ 65.000
Salario Trab. 3	€ -	€ -	€ -	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 30.000	-€ 35.000
Asesoría legal	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	€ -	€ -	€ -	€ -
Asesoría compliance	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 8.000	-€ 15.000	-€ 20.000
Constitución IIC, SGIC	-€ 4.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Marketing y promo	-€ 10.000	-€ 6.000	-€ 7.000	-€ 8.000	-€ 12.000	-€ 15.000	-€ 20.000
Amortiz. Crédito	-€ 15.000	-€ 14.500	-€ 14.000	-€ 13.500	-€ 13.000	-€ 12.500	-€ 12.000
TOTAL GASTOS	-€ 110.079	-€ 102.986	-€ 104.886	-€ 126.479	-€ 159.772	-€ 198.765	-€ 248.468

Resultado total	€ 48.730	-€ 34.383	-€ 16.979	€ 430	€ 15.939	€ 35.449	€ 53.949
Acumulado		€ 14.347	-€ 2.632	-€ 2.201	€ 13.738	€ 49.187	€ 103.137

Anexo 3 – Escenario 3

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AuM medio	€ 3.000.000	€ 10.000.000	€ 15.000.000	€ 20.000.000	€ 27.000.000	€ 38.000.000	€ 50.000.000
Ingresos suscripción	€ 30.000	€ 70.300	€ 50.703	€ 50.507	€ 70.505	€ 110.705	€ 121.107
AuM #2 medio	€ 2.970.000	€ 9.929.700	€ 14.949.297	€ 19.949.493	€ 26.929.495	€ 37.889.295	€ 49.878.893
Ingresos gestión	€ 26.730	€ 89.367	€ 134.544	€ 179.545	€ 242.365	€ 341.004	€ 448.910
Ingresos custodia, trades	€ 2.079	€ 6.951	€ 10.465	€ 13.965	€ 18.851	€ 26.523	€ 34.915
Crédito establecimiento	€ 100.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
TOTAL INGRESOS	€ 158.809	€ 166.618	€ 195.711	€ 244.017	€ 331.721	€ 478.231	€ 604.932

Gastos custodia, trades	-€ 2.079	-€ 6.951	-€ 10.465	-€ 13.965	-€ 18.851	-€ 26.523	-€ 34.915
Alquileres y suministros	-€ 17.000	-€ 25.000	-€ 25.500	-€ 40.000	-€ 40.800	-€ 41.616	-€ 42.448
Salario Socio 1	-€ 25.000	-€ 35.000	-€ 45.000	-€ 55.000	-€ 80.000	-€ 100.000	-€ 130.000
Salario Socio 2	-€ 25.000	-€ 35.000	-€ 45.000	-€ 55.000	-€ 80.000	-€ 100.000	-€ 130.000
Salario Trab. 3	€ -	-€ 25.000	-€ 30.000	-€ 35.000	-€ 40.000	-€ 40.000	-€ 40.000
Asesoría legal	-€ 6.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Asesoría compliance	-€ 6.000	-€ 6.000	-€ 8.000	-€ 15.000	-€ 20.000	-€ 25.000	-€ 25.000
Constitución IIC, SGIIC	-€ 4.000	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Marketing y promo	-€ 10.000	-€ 6.000	-€ 12.000	-€ 15.000	-€ 18.000	-€ 25.000	-€ 30.000
Amort. Crédito	-€ 15.000	-€ 14.500	-€ 14.000	-€ 13.500	-€ 13.000	-€ 12.500	-€ 12.000
TOTAL GASTOS	-€ 110.079	-€ 153.451	-€ 184.965	-€ 232.465	-€ 295.651	-€ 360.639	-€ 439.364

Resultado total	€ 48.730	€ 13.167	€ 10.747	€ 11.552	€ 36.071	€ 117.593	€ 165.569
Acumulado	€ 48.730	€ 61.897	€ 72.644	€ 84.196	€ 120.267	€ 237.860	€ 403.428