



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas
y Empresariales**

Grado en ADE

Instituciones de Inversión Colectiva

Presentado por:

Lucía del Carmen Sacristán Pineño

Valladolid, a 20 de julio de 2023

RESUMEN

En este trabajo vamos a analizar las Instituciones de Inversión Colectiva, por el gran interés que tienen como vía para canalizar el ahorro de los particulares, especialmente para aquellos que no tengan conocimientos en la materia. Nos centraremos en la variada clasificación de estas Instituciones y en las características particulares de cada clase; asimismo, analizaremos su régimen fiscal especial y las razones que fundamentan que su fiscalidad reciba un tratamiento diferenciado; examinaremos las distintas ratios empleadas a la hora de evaluar la conveniencia de acometer una inversión; y por último veremos un par de ejemplos de fondos de inversión en España.

CÓDIGO JEL: G23, G18, C53

Palabras clave: instituciones, fondos de inversión, riesgo, partícipes

ASBTRACT

In this essay we will analyse Colective Investment Institutions (CII), since they are of great interest as a way to channel private individuals' savings; specially for those individuals with no financial education. We are going to put our focus on the extensive typology of these Institutions and the characteristics that set them apart; we will study as well their tax treatment and the reasons that justify the apparent benefits they enjoy. Next, we will evaluate some helpful rates to apply in the selection of good investments. Last but not least, we will analyse two examples of Spanish Investments Funds.

JEL CODE: G23, G18, C53

Key words: Institutions, Fund Investments, risk, participants

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUCCION..... | 3 |
| 2. ¿QUÉ ES UNA INSTITUCIÓN DE INVERSIÓN COLECTIVA? CONCEPTO Y FINALIDAD | 4 |
| 3. ELEMENTOS QUE INTEGRAN LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA..... | 10 |
| 4. CLASIFICACIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA..... | 13 |
| 4.1. Fondos de Inversión (FI) | 13 |
| 4.1.1. Fondos de Inversión según el tipo de activo | 15 |
| 4.1.1.1. Fondos de Inversión de Renta Fija | 15 |
| 4.1.1.2. Fondos de Inversión de Renta Variable..... | 16 |
| 4.1.1.3. Fondos de Inversión Mixtos | 16 |
| 4.1.1.4. Fondos Globales..... | 16 |
| 4.1.2. Fondos de Inversión según la naturaleza del activo..... | 16 |
| 4.1.2.1. Fondos de Inversión Mobiliarios (FIM)..... | 17 |
| 4.1.2.2. Fondos de Inversión de Activos del Mercado Monetario (FIAMM) | 17 |
| 4.1.2.3. FondTesor..... | 18 |
| 4.1.2.4. Fondos especializados: Hedge Funds | 19 |
| 4.2. Sociedades de Inversión (SI) | 20 |
| 5. RÉGIMEN FISCAL DE LAS IIC | 22 |
| 6. VALORACIÓN FINANCIERA | 24 |
| 6.1. Valor liquidativo de las participaciones..... | 25 |
| 6.2. Rentabilidad | 26 |
| 6.3. Riesgo | 28 |
| 6.4. Ratios | 29 |
| 6.4.1. Ratio de Sharpe | 29 |
| 6.4.2. Ratio de Treynor..... | 30 |
| 6.4.3. Ratio de Jensen | 31 |

| | |
|---|----|
| 7. DESCRIPCIÓN DE ALGUNOS FONDOS DE INVERSIÓN | 31 |
| 8. CONCLUSIONES | 37 |
| 9. BIBLIOGRAFÍA..... | 38 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 3.1. Elementos Patrimoniales y personales de las IIC | 11 |
| Figura 4.2. Esquema del proceso de inversión de un Fondo..... | 14 |
| Figura 7.3. Gráfico rentabilidad histórica de Quality Inversión Moderada, FI | 33 |
| Figura 7.4. Gráfico rentabilidad histórica de Acacia Premium, FI | 36 |

1. INTRODUCCIÓN

El objeto de este trabajo es el estudio y análisis de las Instituciones de Inversión Colectiva; y ello con motivo de la importancia de esta figura que afecta a un gran número de ahorradores, y de su fuerte arraigo en España. Nos centraremos especialmente en el examen de los Fondos de Inversión, puesto que es la figura de inversión colectiva que más relevancia ha adquirido en nuestro país, y que cuenta con un mayor desarrollo: muestra de ello es el nivel patrimonial que se gestiona en los Fondos de Inversión, de más de 306.000 millones de euros, en contraposición a los 15.000 millones que gestionan las Sociedades de Inversión en España (Inverco, 2022), siendo la diferencia en cifras muy reveladora de la preeminencia de los fondos sobre las sociedades de inversión en nuestro país.

Las Instituciones de Inversión Colectiva cada vez cobran más fuerza en España, pues en los últimos años ha habido una tendencia al alza del número de sujetos que se han decantado por esta forma de inversión: del año 2021 al año 2022, la cifra ha aumentado en un 1,93%, superando los 16 millones de partícipes en diciembre de 2022, según datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 2022).

Las Instituciones de Inversión Colectiva constituyen un objeto de análisis muy interesante dado que permiten al mediano o incluso pequeño inversor acceder a buena parte de los mercados de valores mobiliarios, tanto en los planos nacionales como internacionales. Aportan principalmente ventajas en materia de costes de intermediación, junto con la posibilidad de que se produzcan economías de escala.

Existen diversas razones que explican la popularidad de los productos de inversión colectiva entre los inversores nacionales: por un lado, circunstancias de carácter externo, como la imparable proliferación de nuevas clases de Instituciones de Inversión Colectiva con el devenir de los años (como sería el caso de los Fondos de Inversión); y por otro lado, por particularidades inherentes a estas instituciones (nivel muy alto de transparencia informativa, o su alto nivel de liquidez, facilidad por parte del ahorrador en el acceso al producto, entre otras).

Según la forma jurídica, se distingue entre sociedades de inversión, que poseen personalidad jurídica, y los fondos de inversión, que carecen de personalidad

jurídica. Dada la importancia de estos últimos, veremos también los principales tipos de fondos de inversión. Aunque en este trabajo clasificaremos las instituciones según el criterio de la forma jurídica, existen otros, como el que atiende a su política inversora, por ejemplo. Es importante señalar que estos criterios no son excluyentes entre sí.

Entre las principales fuentes bibliográficas de este trabajo hay que destacar la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que hemos recurrido tanto para consultar estadísticas, guías informativas, informes de Instituciones específicas; Inverco (que resulta de utilidad por su carácter de asociación de Instituciones de Inversión Colectiva) y el manual de Larraga y Peña “Conocer los productos financieros de Inversión colectiva” del año 2008. También hemos consultado diversas páginas web, como la página Economipedia.

En este trabajo, veremos en el siguiente apartado el concepto de Institución de Inversión Colectiva y cuáles son los fines perseguidos por estas instituciones. A continuación, veremos los elementos principales que las integran. Seguidamente, clasificaremos las Instituciones de Inversión Colectiva, estudiaremos el régimen fiscal al que se someten, y realizaremos la valoración financiera de la operación (deteniéndonos en elementos como la estimación del valor liquidativo, la determinación de la rentabilidad y del riesgo). Por último, describiremos algunos Fondos de Inversión de los registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. CONCEPTO Y FINALIDAD

En cuanto al concepto de Institución de Inversión Colectiva (IIC), Larraga y Peña (2008, pp.12) aportan la siguiente definición que nos va a servir de guía: *“entidades que tienen por objeto la captación de recursos de múltiples inversores para gestionarlos e invertirlos en bienes, valores u otros elementos financieros o no, con el objetivo de proporcionar un rendimiento, establecido en función de los resultados colectivos”*.

Por tanto, una de las principales notas que van a caracterizar a estas entidades es que el rendimiento del inversor individual depende del resultado colectivo; la cuantía de la aportación no va a repercutir en los beneficios obtenidos por los inversores, de modo que si un sujeto realiza una inversión cuantiosa no va a

reportarle una ventaja sobre aquellos que invirtieron menos, puesto que obtendrán la misma rentabilidad relativa.

Las IIC constituyen un canal que, de forma natural, van a dar la posibilidad al pequeño inversor de participar en el mercado de capitales, puesto que facilitan la participación y el acceso a multitud de productos y mercados, sin que sea excesivamente complejo ni costoso.

La ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva en nuestro país es la Ley 35/2003, del 4 de noviembre, conocida también como Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), cuya última modificación tuvo lugar en marzo de 2023.

En cuanto a la finalidad perseguida por estas instituciones, podemos apreciar su relevancia en la exposición de motivos de su ley reguladora, cuando sostiene que se trata, por un lado, de una fórmula de financiación desintermediada, y, por otro, de un instrumento de ahorro de carácter privilegiado para los pequeños inversores, lo que provoca que sea un sector muy importante de cara a la política financiera en nuestro país. La desintermediación financiera supone el intercambio de flujos financieros sin requerir la intervención de un banco que actúe como intermediario, de manera que se reduce la participación bancaria como vía de inversión y financiación.

En la exposición de motivos de la anterior ley, también se subraya cómo el correcto funcionamiento de la inversión colectiva incide en dos de las principales metas de la política financiera: la gestión de riesgos, protegiendo al inversor que cuente con menor información, y la eficiencia al asignar ahorro a oportunidades de inversión.

Los autores Palomo Zurdo y Mateu Gordon (2000) señalan entre las principales ventajas que ofrece este modelo de inversión para el ahorrador particular, las siguientes: su rentabilidad, liquidez, gestión desempeñada por profesionales, reducción de costes, y el compromiso de mantener informado al inversor. La ventaja respecto a la rentabilidad es que las IIC posibilitan al pequeño ahorrador lograr una buena rentabilidad incluso al realizar una inversión pequeña; mientras que en lo concerniente a la liquidez va a resultarle fácil al inversor comprar y vender las participaciones o acciones.

Entre las IIC, es importante distinguir aquellas que tienen carácter financiero, que son las que tienen una mayor relevancia en los mercados actuales, de las que carecen del mismo.

Las IIC financieras se caracterizan por invertir en instrumentos y en activos financieros, como activos de renta variable, o productos derivados, entre otros. En concreto, podemos mencionar los siguientes:

- Acciones y participaciones de otras Instituciones de Inversión Colectiva, conforme a lo dispuesto en la Directiva 2009/65/CE.
- Valores negociables e instrumentos financieros.
- Depósitos en Entidades de Crédito a la vista, o que cuenten con la posibilidad de ser retirados.
- Instrumentos financieros derivados.
- Instrumentos del mercado monetario, cuando sean líquidos y posean un valor que se pueda fijar de manera precisa en cualquier momento.

Se deben cumplir algunos requisitos fijados por la ley para cada tipo de activo o instrumento: el primero es que, para que estas instituciones financieras puedan invertir en los instrumentos del mercado monetario, a mayores del requisito de liquidez y del poder fijar su valor en todo momento, se impone que los activos se encuentren emitidos, o al menos garantizados, por entidad que se halle sujeta a supervisión prudencial¹. Otro requisito que se impone es que las entidades que emitan estos instrumentos del mercado monetario pertenezcan a las categorías fijadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Sociedades y Agencias de Valores, las Sociedades Gestoras de IIC, Empresas de Asesoramiento Financiero, y las entidades de crédito y extranjeras que se hallen autorizadas en España). Se exige de estas Instituciones que reflejen de modo claro cuál es su vocación inversora, de modo que no quepa atisbo de duda para el inversor sobre cuál es la categoría en la que se encuadra la Institución de que se trate: y ello con el propósito de tener por cumplido el principio de transparencia. La CNMV realiza esta categorización, en función de la vocación inversora que tenga cada

¹ La supervisión prudencial supone verificar la solidez y la solvencia de la entidad supervisada.

Institución, para ayudar a los ahorradores a comprender el perfil de riesgo y los activos en los que está pensando invertir.

Estas IIC de carácter financiero no van a poder, en líneas generales, invertir un porcentaje superior al 5% del activo en valores que emita un único emisor, o de un 15% si se trata de entidades que pertenezcan a un mismo grupo. La motivación detrás de esta imposición legal es garantizar que se cumpla el principio de diversificación del riesgo. Esta limitación de invertir como máximo un 5 % va a ampliarse a un 10 %, siempre que *“el total de las inversiones de la IIC en valores en los que supere el 5% no exceda del 40 % del activo de la misma”*.

A nivel reglamentario, se contempla la posibilidad de fijar un límite superior al mencionado previamente, en función de la naturaleza que tenga la institución, o dependiendo del partícipe y de aquellos activos objeto de la inversión, pero tomando en consideración que bajo ningún concepto se permitirá que dicha participación posibilite que la Institución de Inversión Colectiva ejerza una importante influencia en la sociedad.

Las IIC financieras tienen prohibido endeudarse, en líneas generales, por encima del diez por ciento de su activo. Tampoco van a poder obtener fondos que provengan del público en forma de préstamo, depósito, cesión de carácter temporal de activos financieros, u otras de naturaleza análoga.

En lo concerniente a la política de inversión, toda Institución de Inversión colectiva financiera debe incluir, ya sea en su Reglamento o en los Estatutos de su sociedad, los siguientes puntos:

- Manera de cumplir los principios de inversión (principio de diversificación del riesgo, principio de liquidez, y principio de transparencia). El principio de diversificación del riesgo implica que para controlar el riesgo se debe distribuir la inversión en activos con distintas expectativas de rentabilidad y riesgo (Economista, s.f). El principio de transparencia busca que todos los inversores posean la misma información, y por tanto puedan estar en pie de igualdad. El principio de liquidez se refiere a la capacidad que tienen los activos de convertirse en efectivo, sin que por ello disminuya su valor.
- Qué financiaciones pueden obtener.

- Operaciones sobre los activos integrantes de su patrimonio, incluida la pignoración.
- Normativa de uso de instrumentos financieros derivados, tratando principalmente de: garantizar la debida cobertura de los riesgos que se hayan asumido en su cartera, lograr una determinada rentabilidad, o de gestionar con mayor eficacia su cartera.

La LIIC establece que en las instituciones financieras solo cabe optar o bien por la forma de Fondo de Inversión, o bien por la forma de SICAV. Los Fondos de Inversión financieros han de dejarlo patente en su denominación, que debe contener las siglas “FI”, o “Fondo de Inversión”. En el caso de poseer carácter financiero una Sociedad de Inversión, dejará constancia de este hecho en su denominación a través de las siglas “SICAV”, o la expresión “Sociedad de Inversión de Capital Variable”.

Aparte de las IIC financieras, también existen las que tienen carácter no financiero, que son aquellas que no invierten en activos de naturaleza financiera. Podemos distinguir dentro de éstas dos tipos: las IIC inmobiliarias y las IIC de carácter no financiero no tipificadas.

- Las *Instituciones de Inversión Colectiva inmobiliarias* persiguen fundamentalmente invertir en bienes inmuebles urbanos para arrendarlos, teniendo en cuenta que hay que respetar en la política de inversión requisitos de liquidez y de diversificación del riesgo. No tienen carácter financiero, puesto que no invierten en activos financieros, sino en bienes inmuebles.

Según la forma jurídica que adopten, podemos estar ante un Fondo de Inversión Inmobiliaria (FII); o una Sociedad de Inversión Inmobiliaria (SII). De acuerdo con la menor liquidez que por su naturaleza posee su activo, los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) pueden restringir la suscripción y reembolso de las participaciones a solo una vez por año.

- Las *Instituciones de Inversión Colectiva no financieras no tipificadas* son aquellas que la ley prevé que puedan crearse con un objeto distinto al de las Instituciones de Inversión Colectiva inmobiliarias: si bien no existen en

la actualidad, legalmente se ha abierto la posibilidad de que surjan, en cuyo caso les sería de aplicación el régimen común del Título II de la LIIC.

Además de la diferenciación de las IIC según su carácter financiero o no, el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC) diferencia entre Instituciones armonizadas, conocidas habitualmente por sus siglas en inglés “UCITS”, y las no armonizadas, conocidas popularmente como “non UCITS”.

- Las Instituciones de Inversión armonizadas (UCITS) son aquellas que han sido autorizadas de acuerdo con la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. Son las que van a tener verdadera relevancia en España, teniendo un carácter prácticamente residual en nuestro país las IIC no armonizadas (BESTVINTER, s.f).
- Una Institución no armonizada (non UCIT) es toda aquella que se acoja a una de las excepciones contenidas en el artículo 72 del RIIC. No se hallan domiciliadas en un Estado miembro de la UE, y de estarlo, no van a cumplir la Directiva del año 2009. Para proceder a su comercialización en España es esencial que estas instituciones sean inscritas en el Registro de la CNMV, y que el país donde tengan su domicilio no sea un paraíso fiscal.

También resulta interesante hacer referencia a la relación que puede existir entre IIC principal y la subordinada.

- La Institución subordinada es aquella que realiza una inversión de al menos el 85 por ciento de sus activos en otra IIC, a la que denominamos principal. La IIC subordinada solo podrá invertir en una IIC principal.
- Entendemos por IIC principal aquella que tenga entre sus accionistas o partícipes como mínimo una Institución subordinada, que no tenga participaciones ni acciones en una subordinada, y que no sea subordinada.

La Directiva 2009/65/CE proporcionó en 2009 una regulación armonizada de las Instituciones de Inversión colectiva inmersas en una relación principal-subordinada, y ello es una muestra de los avances en la lucha por conseguir un mercado interior en el que no haya barreras.

En el caso de las IIC principales existe a su vez una limitación que impide que sean al mismo tiempo subordinadas, buscando así preservar estructuras en cascada no opacas.

Esta regulación armonizada posibilita que la Institución de Inversión Colectiva principal y la subordinada tenga domicilio en Estados miembro de la UE distintos, asegurando de este modo que los ahorradores entiendan mejor esta clase de estructuras, y facilitando además que las autoridades ejerzan sus labores de supervisión, especialmente en una situación transfronteriza. Este tipo de instituciones aparecen reguladas en el RIIC.

Por último, Palomo Zurdo y Mateu Gordon (2000) explican que, según se distribuyan beneficios o no, podemos estar ante:

- Fondos acumulativos, de crecimiento o capitalización. Los rendimientos que se hayan obtenido se van a reinvertir constantemente, de modo que el inversor no va a obtener nada hasta que no se produzca el reembolso, recuperando lo invertido inicialmente, ya sea con pérdidas o con ganancias.
- Fondos de reparto. En estos fondos sí que hay distribución de beneficios, a través de los dividendos, de manera que el partícipe obtiene periódicamente una renta.

3. ELEMENTOS QUE INTEGRAN LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Entre los principales elementos integrantes de las IIC tenemos a los partícipes o accionistas, las participaciones o acciones, la Sociedad Gestora, y la Entidad Depositaria.

En la Figura 3.1 se introduce la definición de conceptos básicos como el de partícipe y participación (si estamos ante un Fondo de Inversión) y el de accionista y acción (para el caso de una Sociedad de Inversión), procedente de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco).

Figura 3.1. Elementos patrimoniales y personales de las IIC

| | Elemento personal (inversor) | Elemento patrimonial (valor emitido) |
|------------------------------|---|---|
| Fondo de Inversión | <i>Partícipe:</i> Quien realiza la aportación al patrimonio común/ suscribe la participación | <i>Participación:</i> Parte alícuota en que se divide el patrimonio del FI |
| Sociedad de Inversión | <i>Accionista:</i> Quien realiza la aportación al capital social/ adquiere la acción | <i>Acción:</i> Parte alícuota del capital social |

Fuente: INVERCO (s.f.a)

El hecho de que los fondos de inversión carezcan de personalidad jurídica hace necesario que existan unas entidades que se encargue de gestionarlos: las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), que cuentan con la habilitación para ejercer esta función. No obstante, no hay que caer en el error de creer que estas Sociedades Gestoras ostentan la propiedad de los fondos de inversión: ejercitan facultades de dominio, pero no son propietarias de éstos, puesto que los propietarios de los fondos son los partícipes (CNMV, s.f.c).

Las Sociedades Gestoras se dedican a tomar decisiones a la hora de invertir, y administran y representan al fondo de inversión. Así, va a ser la Sociedad Gestora la que invierta las aportaciones realizadas por los partícipes en los diversos activos financieros que forman parte de la cartera del fondo de inversión: depósitos bancarios, derivados, renta (ya sea variable o fija), entre otros. Cabe además mencionar otras tareas encomendadas a estas entidades, como la de elaborar el Documento de datos Fundamentales para el Inversor, conocido popularmente por sus siglas “DFI”, pues en este documento van a reflejarse todos los datos necesarios e importantes que permiten al posible inversor determinar si le interesa invertir en un determinado fondo de inversión o

no. También son las encargadas de determinar diariamente el valor liquidativo de las participaciones.

A su vez, también se vuelve preceptivo el concurso de una Entidad Depositaria: ésta se encarga de custodiar el patrimonio del fondo de inversión, y de ejercer una cierta labor de control sobre la actividad desempeñada por la Sociedad Gestora.

Podrán ser entidades depositarias las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito, los bancos, las sociedades y agencias de valores, y la CECA.

Entre la sociedad gestora y el depositario debe mediar una verdadera separación, tanto en el plano jurídico como en materia de funciones. No va a poder ser una misma entidad al mismo tiempo entidad depositaria y sociedad gestora de una IIC.

El sujeto que invierte en un fondo de inversión recibe a cambio participaciones, por lo que desde ese momento pasa a recibir el nombre de partícipe.

En cuanto a los derechos de los partícipes, éstos ostentan los siguientes derechos:

- Derecho de separación. Los partícipes de un fondo pueden reembolsar las participaciones que tengan sin que se les cobre una comisión de reembolso, durante un periodo de tiempo concreto. Cuando se producen ciertos cambios importantes en los derechos del inversor o en las características del fondo de inversión, la sociedad gestora tiene la obligación de informar a los inversores de la concesión de este derecho de separación (CNMV, s.f.f).
- Derecho de reembolso. Los partícipes pueden pedir que se les reembolse el valor de sus participaciones.
- Derecho de información. Se les debe informar de manera periódica sobre su posición en el fondo de inversión, el valor de las participaciones, y sobre los cambios sustanciales que experimente el fondo (LaLey, s.f).
- Derecho de traspaso de la inversión. Si lo desean, los inversores pueden optar por traspasar lo que hayan invertido a otra Institución de Inversión Colectiva.

- Los partícipes cuentan con la posibilidad de reclamar responsabilidades a la entidad depositaria y frente a la Sociedad Gestora, si se incumplen las obligaciones determinadas por la ley. También podrán acudir al Defensor del Cliente.

4. CLASIFICACIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Si acudimos a la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, la Ley 35/2003, ésta dispone en su articulado que este tipo de instituciones podrán adoptar la forma de una Sociedad de Inversión, o de un Fondo de Inversión; y también que podrán poseer una naturaleza financiera o no financiera, dedicando dicha norma el Título III a los tipos de IIC.

A continuación, vamos a ver una clasificación de estas instituciones atendiendo al criterio de la forma jurídica adoptada, distinguiendo entre Fondos de Inversión y Sociedades de Inversión, aunque también podríamos haber seguido los criterios introducidos en el apartado 2 del trabajo. Vamos a prestar particular atención a los Fondos de Inversión y a la clasificación de éstos, según, en primer lugar, el tipo de activo donde se invierte, y, en segundo lugar, según la naturaleza de los activos.

4.1. Fondos de inversión

El concepto de fondo de inversión aparece recogido en la Ley 35/2003: *“Los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”*.

Un fondo de inversión se trata, por tanto, de un patrimonio que nace de las aportaciones que realizan un conjunto de inversores, con el propósito de generar

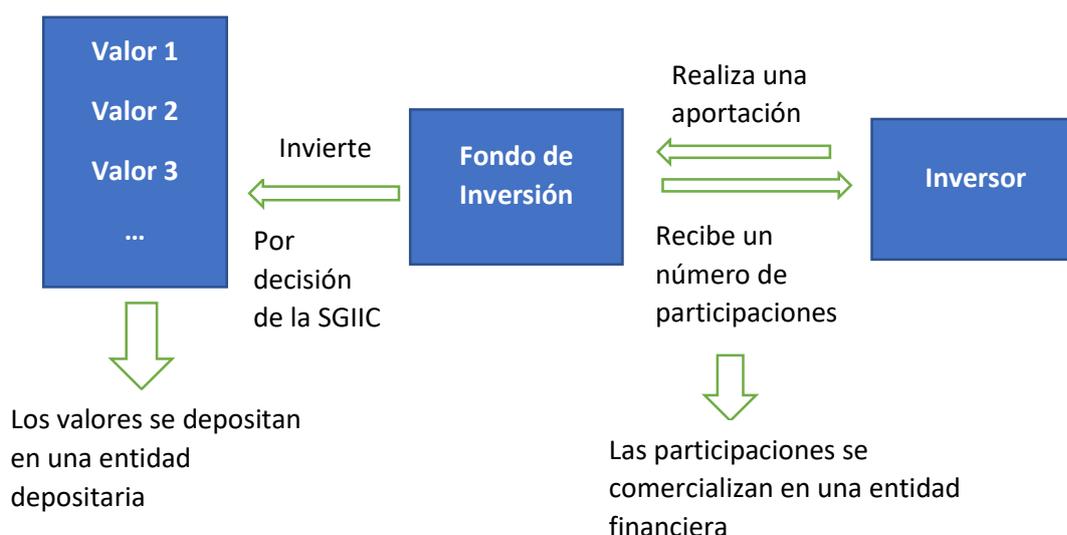
una rentabilidad o rendimiento, a través de su gestión e inversión en valores, bienes o en otros instrumentos (ya sean de carácter financiero o no financiero).

Precisamente el hecho de que los fondos de inversión carezcan de personalidad jurídica hace necesario que existan las Sociedades Gestoras, para que sean ellas las que se encarguen de dicha función, como mencionábamos en el epígrafe anterior al explicar el concepto de Sociedad Gestora.

Puede constituirse el fondo de inversión por compartimentos, recibiendo cada compartimento una denominación concreta que incluya de modo obligatorio el nombre del fondo de inversión. Los compartimentos son diversas carteras, independientes entre sí, que se van a diferenciar en función de la política de inversión que adopten.

Cada uno de los compartimentos originará la emisión de sus propias participaciones, pudiendo estas participaciones ser de clases distintas, representando la parte patrimonial del fondo de inversión que se les haya atribuido. Como mínimo se requerirán 20 partícipes por compartimento, tomando en consideración que el fondo de inversión de que se trate no podrá contar nunca con un número de partícipes totales que sea menor a 100.

Figura 1.2. Esquema del proceso de inversión de un Fondo



Fuente: INVERCO (s.f.a)

Atendiendo a dónde se invierte, podemos distinguir entre los siguientes Fondos de Inversión:

4.1.1. Fondos de Inversión según tipo de activo

Este criterio de clasificación hace referencia a la vocación inversora del fondo: es decir, a si se invierte en activos de renta fija, renta variable, invierte en una combinación de ambos (Fondos Mixtos), o si no se puede determinar en un primer momento si se va a invertir en activos de un tipo o de otro (Fondos Globales).

4.1.1.1. Fondos de Inversión de Renta Fija

Los fondos de inversión de renta fija son productos en los que se invierte el patrimonio en activos de renta fija, en emisiones de deuda como Letras del Tesoro, pagarés, obligaciones o bonos (Santander, s.f).

Estos fondos se hallan enfocados normalmente a inversiones de largo o medio plazo (aunque también pueden invertir a corto plazo), y su riesgo suele ser bastante bajo o, al menos, moderado.

Podemos diferenciar dentro de los Fondos de Inversión de Renta Fija a su vez entre:

- Fondos de Renta Fija a corto plazo. Su cartera deberá contener activos de renta fija a corto plazo, en moneda euro principalmente. Los activos de la cartera deben tener una duración que de media sea menor a 2 años.
- Fondos de Renta Fija a largo plazo. Se invertirá en renta fija en moneda euro. Aquí la duración media de la cartera ha de ser mayor a 2 años.
- Fondos de Renta Fija Internacional. Son aquellos en los que su cartera está integrada por activos en moneda que no sea el euro en un porcentaje superior al cinco por ciento.

En los fondos de renta fija cabe la posibilidad tanto de movimientos al alza como a la baja, de modo que, si aumentan los tipos de interés, bajan los precios de los

títulos de renta fija, desembocando en disminuciones de los valores liquidativos, o viceversa.

4.1.1.2. Fondos de Inversión de Renta Variable

Son aquellos cuya cartera está formada en su mayoría por activos de renta variable, lo que supone que se esperan unos niveles tanto de rentabilidad como de riesgo a largo plazo superiores a los de otras clases de IIC.

En este tipo de Fondos el riesgo no depende solo de las características de los activos en los que se invierte, sino también de las divisas que se emplean a la hora de invertir, y el comportamiento de dichas divisas en relación con el euro.

4.1.1.3. Fondos de Inversión Mixtos

Son aquellos en los que se produce una combinación de inversión en activos de renta variable y fija, que suelen llevar aparejados un nivel de rentabilidad y de riesgo medio. En un primer momento, son fondos que se caracterizan por ofrecer una rentabilidad superior de la que obtendría invirtiendo en un fondo de renta fija, pero inferior a la de los de renta variable. De forma análoga, hay que tener en cuenta que tienen un nivel de riesgo menor que el existente en los fondos de renta variable, pero superior al que asumiríamos con un fondo de renta fija.

4.1.1.4. Fondos Globales

Se trata de aquellos fondos en los que no se puede determinar, con carácter anticipado, el porcentaje que se va a invertir en los diversos tipos de activos (ya sean de renta variable o fija). No hay restricciones, a priori, en cuanto a la divisa en la que se denominará a los activos, ni existe limitación en un lugar geográfico específico a la hora de invertir. Tampoco se sujetan a una política inversora concreta; esto hace que se trate de una clasificación de IIC altamente heterogénea.

Atendiendo a la naturaleza de los activos, podemos distinguir entre:

4.1.2. Fondos de Inversión según la naturaleza de los activos

Según este criterio, vamos a tener por un lado fondos que invierten en activos de carácter financiero (Fondos de Inversión Mobiliarios, Fondos de Inversión en

Activos del Mercado Monetario, Fondos Tesoros, entre otros) y por otro aquellos fondos que no invierten en activos de carácter financiero.

4.1.2.1. Fondos de Inversión Mobiliarios (FIM)

Se trata de fondos que invierten en activos financieros, fundamentalmente a largo plazo, tal y como señalan Palomo Zurdo y Mateu Gordon (2000). Deben invertir (por establecerlo la ley) al menos un 80% de su patrimonio en activos de renta fija y variable que se encuentren admitidos a cotización en una Bolsa de Valores o en otros mercados organizados. También existe la obligación de invertir la mayor parte del patrimonio en activos muy líquidos. Dentro de los Fondos de Inversión Mobiliarios (FIM), distinguimos entre:

- Los Fondos de Inversión Mobiliaria de Fondos (FIMF), o fondos de fondos. Son aquellos que invierten total o principalmente en participaciones de otros fondos o de otras IIC. Legalmente se les exige invertir al menos el 50% de su patrimonio en acciones o participaciones de otras IIC, y no tener invertido más del 45% en una misma institución.
- Los Fondos de Inversión Mobiliaria Principales (FIMP), también denominados “Masters Funds”. Tienen como partícipes a otros fondos de inversión; a estos últimos se les conoce como Fondos de Inversión Mobiliaria Subordinados (“Feeder Funds” o FIMS). Los FIMS tienen que invertir en el fondo principal como mínimo el 80% de su activo.
- Los fondos éticos, solidarios, ecologistas. Se caracterizan porque, de manera independiente a la política inversora a la que estén acogidos, van a invertir teniendo en consideración criterios ecologistas, solidarios y éticos. Los fondos solidarios tienen como compromiso aportar una parte de la comisión de gestión a fines sociales.

4.1.2.2. Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM)

Para pertenecer a esta categoría, al menos el 90% del patrimonio del fondo debe estar invertido en activos de renta fija a corto plazo, en activos del mercado monetario que suelen ser muy líquidos.

Algunas de los principales caracteres que definen a los FIAMM son las siguientes:

- La inversión se hace a corto plazo (plazo que no supera los dieciocho meses).
- Se ha de invertir un mínimo de un 95% de su patrimonio en activos pertenecientes a mercados regulados, ya sean nacionales o mercados extranjeros.
- Se prohíbe la inversión en activos de renta variable o en bonos canjeables o convertibles.
- La inversión se debe realizar en activos con una alta liquidez, como Letras del Tesoro, o en Bonos y Obligaciones que tengan una vida residual inferior al año y medio.
- La rentabilidad que se espera en los FIAMM es baja, si bien es cierto que también suele ser bajo el riesgo asumido por el inversor. Se caracterizan por ende por una evolución de baja volatilidad, en la que el valor liquidativo suele presentar pequeños cambios.
- Aunque no es habitual que se de esta situación, los FIAMM pueden tener una rentabilidad negativa, debido, por ejemplo, al riesgo de cambio, a que un emisor privado sea insolvente, o a que haya coberturas de carácter imperfecto con activos derivados.

Si realizamos una comparación de los FIAMM con los fondos de inversión de renta fija que ya habíamos examinado anteriormente, en horizontes temporales del medio y largo plazo, los fondos de inversión de renta fija acostumbran a obtener unos niveles de rentabilidad superiores a los obtenidos por los FIAMM, puesto que, al realizar la inversión a mayores plazos, suelen aprovecharse de la estructura normalmente positiva de la curva de los tipos de interés, lo que denota que, a mayores plazos de tiempo, tipos mayores (Larraga y Peña, 2008).

4.1.2.3. FondTesoro

Son fondos de inversión de renta fija que van a invertir gran parte de su patrimonio en Deuda del Estado, tras haber firmado sus sociedades gestoras un convenio con el Tesoro Público, aprovechándose de la publicidad que realiza el

Tesoro Público. Pueden ser tanto FIAMM como FIM, y respecto del plazo pueden ser tanto a corto plazo como a largo plazo.

Estos fondos constituyen para el inversor una manera de invertir indirectamente en Valores del Tesoro, pues en vez de mantener de modo directo los mismos, se tienen participaciones de un fondo que tiene en su cartera de inversión estos Valores del Tesoro. Los FondTesoro son fondos de acumulación, puesto que no distribuyen beneficios a sus partícipes, sino que los reinvierten continuamente, de modo que los partícipes solo tributan si se produce el reembolso de las participaciones (Tesoro Público, s.f).

Uno de los principales puntos fuertes de los FondTesoro es su liquidez: el partícipe va a poder pedir el reembolso de sus participaciones cuando lo desee, y la Sociedad Gestora va a realizar dicho reembolso en un máximo de 72 horas, salvo que el partícipe pida un reembolso que exceda de 300.506,05 euros, en cuyo caso la Sociedad Gestora puede solicitar un preaviso de diez días.

4.1.2.4. Fondos Especializados: Hedge Funds

Las Instituciones de Inversión Colectiva Libre (IICIL), también denominados Fondos de Inversión Libre o Hedge Funds, son fondos de inversión que tratan de maximizar la rentabilidad, como cualquier otro fondo, pero la nota especial que los caracteriza es que van a tratar de maximizar dicha rentabilidad independientemente de la tendencia que haya en el mercado, incluso en el escenario de estar ante un mercado bajista (lo que normalmente suele conllevar pérdidas); y de ahí el riesgo elevado que suelen llevar aparejado (BBVA,s.f).

Destacan por una mayor flexibilidad inversora, y el perfil de inversor en este tipo de IIC suele requerir de menos protección, puesto que suelen ser inversores con formación en fianzas o una cierta experiencia a la hora de invertir, y ello se debe a que este tipo de instituciones entrañan mayor dificultad de comprensión para los inversores particulares (CNMV, s.f.b).

Los fondos de inversión libre o Hedge Funds están dirigidos a una clientela específica pues: al cliente profesional, o a aquel que invierta una cifra mínima de 100.000 euros. Se exige un requisito adicional en los Hedge Funds, requisito que

nace del mayor riesgo que lleva aparejada la inversión en este tipo de institución: dejar constancia por escrito de que se es consciente de los riesgos asumidos al invertir en la misma. Por el contrario, si bien se exige este requisito de confirmación de conocimiento del riesgo, estas instituciones gozan de muchas menos restricciones que otras Instituciones de Inversión Colectiva: van a poder invertir en cualquier clase de activo, adoptar la estrategia que consideren oportuna a la hora de invertir, y endeudarse en una medida superior a las demás (pudiendo hacerlo hasta varias veces su propio patrimonio).

Entre los sujetos que pueden optar por invertir en Hedge Funds podemos encontrar a las entidades bancarias, las aseguradoras, o los planes de pensiones.

Suele tratarse de productos que cuentan con poca liquidez, pues se permiten los reembolsos solamente cada 6 meses, o a lo sumo, cada 3 meses.

4.2. Sociedades de inversión

Una Sociedad de Inversión (SI) es una Institución de Inversión Colectiva que adopta la forma de Sociedad Anónima, y que tiene por objeto la tarea de captar recursos de varios inversores, persiguiendo como meta generar una rentabilidad, que depende del resultado colectivo (Larraga y Peña, 2008).

La principal diferencia existente entre un fondo y una sociedad de inversión es su forma jurídica: el fondo de inversión carece de personalidad jurídica, mientras que la sociedad de inversión sí la tiene, adoptando la mencionada forma de sociedad anónima. Por ello, no solo estarán a lo dispuesto en la Ley 35/2003, del 4 de noviembre y su Reglamento, sino que también estarán sujetas a la Ley de Sociedades de Capital, y a la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Al igual que los fondos de inversión, las sociedades de inversión también van a poder crearse por compartimentos, siendo el número mínimo de accionistas por compartimento de al menos 20, y debe estar la sociedad de inversión conformada por al menos 100 inversores.

Dentro de las Sociedades de Inversión, hasta hace poco han tenido especial relevancia las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV). Son sociedades de carácter financiero, que la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) define como: “*sociedades de inversión de capital variable las IIC de carácter financiero que adopten la forma societaria*”. El capital social de la SICAV podrá fluctuar (siempre respetando los límites que se hayan fijado en los Estatutos respecto del capital mínimo o máximo, claro está), a través de la enajenación o compra por parte de la sociedad de acciones propias, sin que resulte necesario que se haya alcanzado acuerdo de la Junta General.

Las SICAV negocian sus acciones en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), de modo que se trata de un producto a disposición de todo tipo de ahorradores, independientemente del tamaño de la inversión realizada. Uno de los requisitos de las SICAV es que para invertir se necesitan al menos 100 accionistas.

Entre las principales SICAV de nuestro país destacan, entre otras: Masira Inversión SICAV (cuya gestora es Santander Private Banking), Galileo Capital SICAV, la Muza Inversiones SICAV, Acifiel SICAV, o Zentius Inversiones SICAV.

El número de SICAVS ha descendido enormemente en la actualidad: en diciembre de 2022 en nuestro país existían 950 SICAVS, mientras que en las mismas fechas del año anterior la cifra ascendía a 2281 SICAVS, lo que supone una disminución del 58,35%. Asimismo, el número de accionistas pasó de más de 351.000 en diciembre de 2021 a caer a 133.480 accionistas en diciembre del año siguiente (reducción del 62,04%). La razón de ser de estas disminuciones tan bruscas radica en la promulgación de la Ley 11/2021, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal, que introdujo como requisito para poder aplicar un tipo de gravamen de un 1% del IS, que los 100 accionistas requeridos invirtieran un mínimo de 2.500 euros cada uno. Este nuevo requisito no era cumplido por muchas de estas sociedades, lo que produjo su disolución. A su vez, la AEAT retomó su vieja función de control de las SICAV, que había dejado en el año 2005 a manos de la CNMV. La propia ley estableció un régimen de carácter transitorio para el año 2022 que facilitó la posibilidad de disolver toda SICAV y pasarse a otro instrumento de inversión, sin que mediara penalización fiscal (Inverco, 2022).

5. RÉGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Toda Institución de Inversión Colectiva, ya sea en la forma de Sociedades o Fondos de Inversión, se halla sujeta al Impuesto sobre Sociedades (IS), siempre que residan en territorio español. El hecho imponible gravado por este impuesto es la obtención de rentas mundial; independientemente de quién sea el titular del que provengan estas rentas o donde se hayan generado (Sanz Gadea, 2020).

La principal característica del régimen fiscal especial que resulta de aplicación a las Instituciones de Inversión Colectiva es innegablemente la aplicación de un tipo de gravamen muy reducido (artículo 29.4 LIS), de naturaleza más bien simbólica, del 1%, siempre que se cumplan una serie de exigencias legales, como, por ejemplo, el requerimiento de un número mínimo de partícipes o de accionistas. Si bien en primera instancia se nos presenta como aparentemente favorable el régimen fiscal al que se someten las Instituciones de Inversión Colectiva, en realidad tiene su razón de ser en una serie de circunstancias que justifican este tratamiento fiscal diferenciado, tanto en nuestro derecho como en los países de nuestro entorno:

- El régimen tributario especial se debe en primer lugar al deseo de promover el ahorro privado, y canalizarlo hacia estos mercados.
- Para garantizar que se cumple el principio de neutralidad fiscal, pues de otra manera se desembocaría en un fenómeno de doble imposición que infringiría esta pretendida neutralidad. Estas instituciones son meros intermediarios en los mercados financieros, que tienen por objetivo captar y optimizar las inversiones de los pequeños ahorradores, por lo que no debieran soportar carga fiscal por ello, sino que ésta debe proyectarse únicamente sobre los partícipes o los socios, es decir, sobre los beneficiarios en última instancia, puesto que ellos son los dueños de las participaciones o de las acciones que son objeto de inversión. De modo que la fiscalidad no tiene que impactar en el marco de toma de decisiones del inversor, sino que deberán tributar estos beneficiarios últimos (partícipes y accionistas) de forma idéntica a como hubieran tributado de

haber efectuado dicha inversión ellos mismos directamente en el mercado.

En realidad, los mecanismos que tenemos hoy en día en el sistema español para suprimir la doble imposición económica interna no consiguen hacerlo de manera plena, de modo que, si no existiera un régimen fiscal especial para las IIC, existiría un evidente desincentivo a su formación y desarrollo. Es por tanto fundamental recalcar que, el régimen fiscal especial no es un privilegio en absoluto, sino que busca meramente eliminar excesos de imposición o los fenómenos de doble imposición que teóricamente tendrían lugar. En opinión del autor Ramos Gascón (1993) *“sin el concurso de una fiscalidad especial, la carga tributaria haría inviable la propia existencia de estas instituciones”*.

- Por último, para promover una libre circulación del capital: con esto se consigue por una parte atraer capitales extranjeros, y por otra, evitar que se deslocalicen los capitales nacionales a otros países con regímenes fiscalmente más favorables.

De manera coherente con este tipo de gravamen muy reducido, que tiene por objeto promover que los pequeños ahorradores recurran a este vehículo de inversión, la LIS determina que las IIC que gocen del tipo de gravamen del 1% no pueden recurrir a la exención de rentas sobre la base imponible del artículo 21, y a su vez se les veda que apliquen las deducciones sobre la cuota para evitar la doble imposición internacional que prevén los artículos 31 y 32 de esta misma ley. Esto es así porque de poder gozar de los susodichos beneficios fiscales, la tributación de las IIC que tienen un tipo de gravamen del 1% llegarían probablemente a tener en tal escenario una tributación negativa (Ribes Ribes, 2017).

Hay una exención total en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITPyAJD) para las IIC a la hora de crearlas, transformarlas o modificarlas.

En cuanto a la tributación de los partícipes, éstos tributarán por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF):

- **Fiscalidad en Fondos de Acumulación:** en estas IIC acumulativas, no se van a repartir los beneficios generados. Aquí, el inversor que sea persona física va a tributar por este impuesto cuando se reembolsen las participaciones, por el valor de la minusvalía o plusvalía que se haya generado. Si se reinvierte dicha cantidad monetaria en otra Institución de Inversión Colectiva, no hay que tributar en este caso por el reembolso efectuado.
- **Fiscalidad en Fondos de Reparto:** aquí los partícipes sí que obtienen dividendos, considerándose la rentabilidad obtenida como rendimientos de capital mobiliario, estando sujetos a la escala general del IRPF, y una retención del 19% (artículo 101.4 LIRPF).

En la tributación se cuenta con los siguientes tramos progresivos: hasta 6.000 € de beneficio, se tributa al 19 %; entre 6.000 € y 50.000 € de beneficio, está gravado al 21%. Para el tramo de 50.000 € a 200.000 €, se tributa al 23%. El tipo es del 27% entre 200.000 € y 300.000€, y del 28% para todas las rentas que superen esta última cantidad (Tesoro Público, 2023).

Para el escenario de Instituciones de Inversión Colectiva que se hayan constituido o se encuentren domiciliadas en un Estado miembro de la Unión Europea, y que se encuentren inscritas en un registro especial de la CNMV, su tributación se va a efectuar en el momento en que tenga lugar la transmisión de participaciones, o cuando se repartan dividendos (artículo 53.2 LIS): por tanto, parece que de esta lectura deriva que para estas rentas no va a regir el régimen de atribución de rentas.

A raíz del Brexit, se produce a partir del 1 de enero del 2021 la no aplicabilidad del artículo 53.2 LIS para el supuesto de las Instituciones de Inversión Colectiva constituidas en el Reino Unido, lo que supone que hay que hacer un examen caso por caso para fijar la tributación de estas rentas.

6. VALORACIÓN FINANCIERA

En este apartado vamos a atender a una serie de aspectos clave para realizar una valoración financiera de la operación, como son el cálculo del valor

liquidativo de las participaciones, la determinación de la rentabilidad, e introducir distintas medidas que permitan analizar el riesgo de la operación.

6.1. Valor liquidativo

Las participaciones, en el caso de los Fondos de Inversión, o las acciones, en el de las Sociedades de Inversión, van a tener un precio que se denomina Valor Liquidativo. Normalmente, su cálculo es efectuado por la sociedad gestora de manera diaria, si bien es cierto que en determinado tipo de fondos de inversión se puede calcular con periodicidades superiores (semanal o mensualmente), y ello por la naturaleza o características de los activos objeto de la labor inversora. Para determinar el valor liquidativo, la Sociedad Gestora necesita saber el patrimonio de la institución, y el número de participaciones o acciones que se encuentran en circulación.

El patrimonio del fondo se va a calcular tomando en consideración los precios de mercado de los valores mobiliarios y de los activos que en ese determinado momento componen la cartera del fondo de inversión (siendo normalmente negociados en mercados secundarios organizados), y restando las comisiones y los gastos.

El valor liquidativo de las participaciones de un fondo de inversión, se calcula de la manera siguiente:

$$\text{Valor liquidativo (V.L)} = \frac{\text{Patrimonio del FI}}{\text{Número de participaciones en circulación}} \cdot$$

Mientras que, si estamos ante una Sociedad de Inversión, el valor liquidativo de cada acción sería:

$$\text{Valor liquidativo (V.L)} = \frac{\text{Patrimonio de la SI}}{\text{Número de acciones en circulación}} \cdot$$

La entidad gestora cuenta con la obligación de publicar el valor liquidativo en su página web; además, se recurre en muchas ocasiones con el objeto de lograr su

difusión a la prensa o a difusores de información de naturaleza económica, pudiendo mencionar a modo de ejemplo a Reuters, o a Bloomberg, entre otros.

6.2. Rentabilidad

En cuanto a la rentabilidad, Gitman (1997) la considera como la “*relación entre ingresos y costes generados por el uso de activos de la empresa en actividades productivas*”.

En términos absolutos, la rentabilidad se calcula como el porcentaje de variación del valor liquidativo, entre el momento de adquisición, y el de la fecha del reembolso:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Valor liquidativo final} - \text{Valor liquidativo inicial}}{\text{Valor liquidativo inicial}} \times 100$$

No obstante, normalmente se calcula la rentabilidad teniendo en cuenta el tiempo que dura la inversión, pues éste es un factor clave a tomar en cuenta, sobre todo si comparamos inversiones de distinta duración. Por ello, se determina la rentabilidad en términos relativos: la rentabilidad efectiva anual. En los fondos de acumulación, suponiendo que no hay gastos ni comisiones, se calcula a partir de la ecuación de equivalencia financiera, usando la ley de capitalización compuesta, entre el capital invertido (C_0) y el obtenido al finalizar la inversión (C_t) al cabo de t años:

$$C_t = C_0 (1 + r)^t,$$

donde r es la rentabilidad efectiva anual. Así, se tiene:

$$r = \left(\frac{C_t}{C_0}\right)^{\frac{1}{t}} - 1,$$

Otra medida de la rentabilidad que se utiliza en los fondos de inversión es la tasa geométrica de rentabilidad (TGR). Está bastante relacionada con la rentabilidad efectiva anual, pues se trata del rendimiento medio, obtenido a través de la media

geométrica de las rentabilidades que se obtienen cada año por la cartera del fondo. Así, nos proporciona una rentabilidad anualizada de una determinada inversión, resultando de gran utilidad cuando queremos saber la rentabilidad acumulada de una inversión en diferentes periodos. Se obtiene de la siguiente forma (Rodó, 2021):

$$TGR = \sqrt[n]{(1 + r_1) \times (1 + r_2) \dots \times (1 + r_n)} - 1,$$

donde:

r_t : rentabilidad conseguida el año t .

n : número de años.

Con carácter excepcional, ciertos fondos de inversión cuentan con la posibilidad de repartir una parte de los beneficios entre los partícipes, en vez de acumularlo al patrimonio de fondo de inversión. Si nos encontramos en este escenario, a la hora de calcular la rentabilidad generada tendremos que tener en cuenta los dividendos que se hayan repartido al final.

También es clave a la hora de analizar la rentabilidad de las inversiones que el hecho de que existan o no comisiones de reembolso o de suscripción, ya que esto va a impactar en la rentabilidad final obtenida por el inversor: es decir, que si existen estas comisiones se verá algo mermada la rentabilidad final de la inversión, si bien estas comisiones, de existir, aparecerán siempre reflejadas en el folleto informativo de la IIC.

6.3. Riesgo

La CNMV (s.f.e) nos proporciona una noción del riesgo, visto desde una perspectiva financiera: *“el riesgo significa incertidumbre sobre la evolución de un activo, e indica la posibilidad de que una inversión ofrezca un rendimiento distinto del esperado”*.

Hay 2 variables que se suelen emplear para analizar el riesgo: la volatilidad y la duración.

- La volatilidad. Mide la variación que experimenta la rentabilidad de un activo a medida que transcurre el tiempo. Se determina a través de la desviación típica (Lorenzo Ippoliti, s.f):

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (r_t - \mu)^2},$$

donde:

μ : rentabilidad media esperada.

r_t : rentabilidad del activo en el año t .

n : duración, en años, de la inversión.

Un activo es muy poco volátil si su precio permanece relativamente estable, con pocas variaciones. Cuánto más varíen los precios de los activos y más bruscos sean esos cambios, mayor volatilidad; y cuanto más volatilidad, mayor será el riesgo.

- La duración. Es el plazo de vencimiento de los activos de renta fija. Si se invierte en otro tipo de activos, se obtiene a partir del plazo medio de vencimiento. En cuanto a la relación entre el riesgo y esta variable, a mayor duración, mayor riesgo, y viceversa.

Todo inversor busca obtener la máxima rentabilidad posible, asumiendo el menor riesgo posible. Hay diversas teorías, como la emblemática de Markowitz (Portfolio Selection, 1952) que se encargan de estudiar cómo la gestión que realiza el individuo de su cartera de inversiones puede conducir a una reducción del riesgo, al diversificar los activos financieros. Se debe considerar en todo momento que existen dos clases de riesgo:

- Riesgo sistemático: aquel que es inherente al mercado, y que no se puede eliminar a través de la diversificación de la cartera de valores.
- Riesgo no sistemático: es aquel que se puede eliminar diversificando la cartera de activos. Este riesgo no sistemático recibe también el nombre de específico o diversificable.

Cuando un sujeto diversifica su cartera de valores (estando compuesta por unos quince o veinte valores, no muy correlacionados) se observa cómo baja el riesgo no sistemático a unos niveles muy pequeños. En la práctica, no suele surgir la necesidad de añadir más valores a la cartera de los mencionados puesto que,

dada la existencia de ese riesgo sistemático, se llega a cifras asintóticas: es decir, que se puede reducir el riesgo con una buena gestión de la cartera de inversiones, pero que llega un momento al que llegamos a un nivel de riesgo que no se puede reducir más (riesgo sistemático), alcanzando así una asíntota.

Diversificar en valores poco o no correlacionados por ende es una excelente manera de reducir el riesgo de la inversión. No obstante, se debe tener cuidado y no diversificar de modo excesivo, puesto que dicho comportamiento conduce a una reducción de la rentabilidad de la cartera sin que verdaderamente se alcance un menor riesgo.

La volatilidad es también un factor importante en relación con el riesgo a la hora de determinar el valor financiero de la operación; siendo esta volatilidad una medida de dispersión que calcula la desviación típica, que se encarga de tomar el nivel de cambio de los precios de los activos. Una alta volatilidad suele conllevar un nivel de riesgo elevado.

6.4. Ratios

Centrándonos en los fondos de inversión, existen una serie de ratios que relacionan la rentabilidad y el riesgo de las inversiones, que se denominan comúnmente “ratios de performance”, y que en definitiva arrojan información sobre la calidad de la gestión de la cartera de valores.

6.4.1. Ratio de Sharpe

Se trata de un buen indicador de rentabilidad y riesgo, a la hora de analizar inversiones. Sharpe mide el exceso de rentabilidad obtenida en referencia a un activo libre de riesgo por cada unidad de riesgo medida por medio de la volatilidad. Por tanto, cuanto mayor sea el valor de la ratio, mejor, de modo que tendremos que optar por aquella inversión que tenga aparejada una ratio de Sharpe superior. Los valores ideales en Sharpe suelen estimarse en torno a la unidad o valores superiores a ésta, dado que aporta mayor rentabilidad por unidad de volatilidad (Sevilla Arias, 2023). Si el resultado de esta ratio es negativo, no acometeríamos la inversión en cuestión puesto que eso significaría

que la rentabilidad que genera el activo libre de riesgo es mayor que la rentabilidad de la cartera, y, por lo tanto, invertiríamos lógicamente en el activo libre de riesgo, puesto que proporciona mayor rentabilidad, y sin riesgo. Se calcula de la siguiente manera:

$$S_c = \frac{\bar{r}_c - \bar{r}_f}{\sigma_c},$$

en la que:

S_c : ratio de Sharpe de la cartera de valores.

\bar{r}_c : rentabilidad anual media de la cartera de valores.

\bar{r}_f : rentabilidad anual media del activo libre de riesgo.

σ_c : volatilidad de la cartera de valores (desviación típica).

6.4.2. Ratio de Treynor

Esta ratio mide la diferencia de rentabilidad obtenida sobre el activo libre de riesgo, por unidad de riesgo, considerando exclusivamente el riesgo que denominamos sistemático (el que no se puede eliminar con la diversificación) o beta del Fondo de Inversión.

Su cálculo se efectúa como sigue:

$$T_c = \frac{\bar{r}_c - \bar{r}_f}{\beta_c},$$

donde:

T_c : ratio de Treynor de la cartera.

β_c : riesgo sistemático.

En esta ratio de Treynor se establece una presunción de diversificación de la cartera, de modo que se toma la beta del fondo de inversión como medida importante del riesgo.

En el mismo sentido que apreciábamos en Sharpe, a la hora de interpretar este indicador preferimos valores altos de la ratio: cuanto mayor sea el valor que tome

Treynor más adecuada la cartera, puesto que esto se traduce en que, con la misma diferencia de rentabilidad en el numerador de la fórmula recogida anteriormente, el que tenga un menor valor de la beta del numerador presenta un riesgo sistemático más bajo. Lo único que diferencia la ratio de Treynor de la de Sharpe, es que Treynor se calcula con una medida del riesgo sistemático.

6.4.3. Ratio de Jensen

Este indicador lo obtenemos a partir del conocido modelo CAPM (también denominado Modelo en Equilibrio de Activos Financieros), que se trata de un modelo de equilibrio general, que establece una relación entre rentabilidad del fondo, y la rentabilidad que se podría haber obtenido en el mercado con el mismo riesgo. Esta ratio viene a decirnos que, si un gestor es mejor a los demás del mercado, tiene que superar de modo consistente las primas de rentabilidad por riesgo obtenidas en dicho mercado.

Se determina de la siguiente manera:

$$Jensen = (\bar{r}_c - \bar{r}_f) - (R_m - \bar{r}_f) \times \beta_c ,$$

donde:

R_m : rentabilidad del mercado.

Los valores ideales serían aquellos positivos, en los que la ratio de Jensen es positiva, puesto que eso supone que obtiene una rentabilidad superior a la generada en el mercado (Alfonso, 2020). El inconveniente de la ratio de Jensen es que no tiene en cuenta la diversificación de la cartera.

7. DESCRIPCIÓN DE ALGUNOS FONDOS DE INVERSIÓN

Se han seleccionado los siguientes fondos por considerarlos algunos de los más populares entre los pequeños ahorradores en nuestro país (Quality Inversión Moderada, FI), o por tener un gran patrimonio (Acacia Premium, FI), según Rankia (2020). En el análisis de los Fondos de Inversión que vamos a ver, utilizaremos como fundamento de nuestro examen sus informes del último semestre de 2022 (CNMV, 2022), y los folletos informativos de dichos Fondos de Inversión.

- **Quality Inversión Moderada FI**

Se trata de un Fondo de Inversión armonizado, constituido en el año 2007, y cuya gestora es BBVA Asset Management, S.A. La entidad depositaria es el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA. La vocación inversora del fondo es global. El perfil de riesgo de este fondo, de acuerdo con su Folleto Informativo, se ubicaría en el 4, en una escala del 1 al 7.

En cuanto a la política de inversión, es un fondo de asignación de activos global, de modo que va a diversificar sus activos en cartera principalmente en 3 clases de activos: renta variable internacional, renta fija internacional, y divisas. Se invertirá en renta variable entre un 20 y un 60% del patrimonio de la cartera, dependiendo de las expectativas que tenga la gestora, y hasta un 20% en depósitos.

En cuanto a las comisiones, hay una comisión de gestión que se desdobra en dos: por una parte, una comisión de gestión que se aplica directamente al fondo, de un 1,3%; y por otra parte esta comisión de gestión aplicada indirectamente al Fondo de Inversión, que es del 0,7% sobre el patrimonio. Tenemos además comisiones del depositario: la aplicada directamente al fondo es de un 0,1%, siendo la indirecta de un 0,15%. Un ejemplo de comisión indirecta aplicada al fondo sería la comisión de depósito o custodia que cobra la entidad depositaria: se trata de una comisión implícita, que está ya deducida del valor liquidativo.

El índice de rotación² en cartera fue de 0,88 en el año 2022, en contraposición con el 2021, que tomó un valor de 0,68. La rentabilidad media de la liquidez fue de un 0,12% en el año 2022, mientras que el año anterior había tenido un valor negativo, de -0,36%.

El riesgo de crédito de este fondo es muy alto, dado que permite invertir hasta un 30% en emisiones de renta fija de baja calidad crediticia. El riesgo de crédito implica un cambio desfavorable en los resultados financieros de una cartera o de un activo financiero cuando nuestra contrapartida en una operación financiera quiebra o se produce un impago, de modo que se encuentra relacionado de

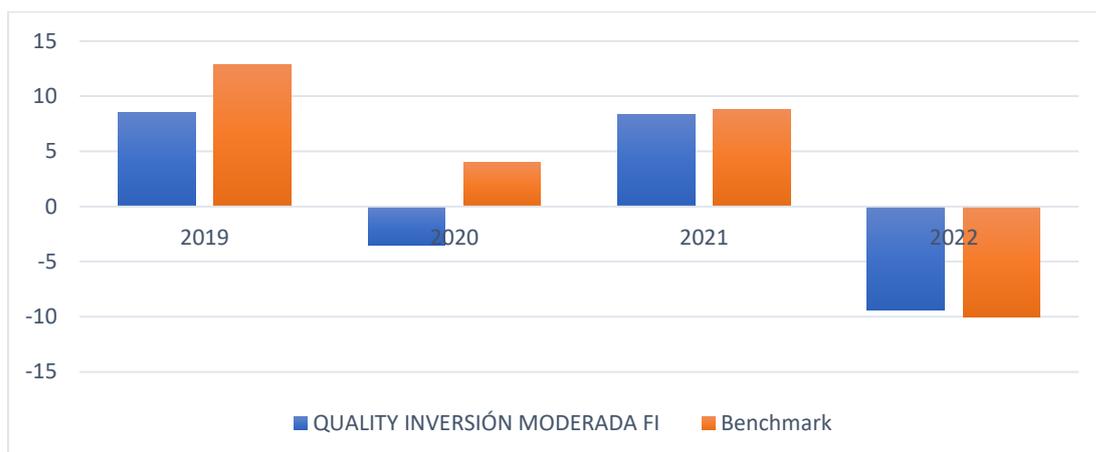
² El índice de rotación proporciona el porcentaje de la cartera del fondo de inversión que ha experimentado cambios.

forma directa con los problemas que pueda tener una compañía desde una óptica individual (Alfonso, 2020).

El patrimonio de Quality Inversión Moderada FI al final del año 2022 era de 8.445.290 miles de euros, y su valor liquidativo de 12,1263 euros por participación, a 31 de diciembre. Si lo comparamos con el año 2021, vemos que el patrimonio se ha reducido con respecto al año anterior, puesto que éste era de 9.379.480.000 euros en 2021.

En la Figura 1.3. se muestran las rentabilidades obtenidas por este fondo en los últimos años y se compara con su Benchmark³. La rentabilidad del fondo en el año 2022 fue de -9,42%, mientras que en 2021 había sido del 8,32%, en 2020 de -3,48%, y en 2019 fue de 8,53%.

Figura 1.3. Gráfico rentabilidad histórica Quality Inversión Moderada FI



Fuente: Informe semestral en la CNMV

Como referencia de activo libre de riesgo, he escogido las Letras del Tesoro a 12 meses. La rentabilidad de éstas fue del 2,47% en 2022 (BDE, 2022). Según

³ Es un indicador financiero que se usa de referencia para medir el rendimiento de la inversión (Sevilla Arias, 2020).

su informe semestral, la volatilidad del fondo fue del 5,68%. La rentabilidad anualizada sería de -2,62%. Así, la ratio de Sharpe es:

$$S_c = \frac{-2,62 - 2,47}{5,68} = -0,8961$$

El resultado es negativo, de -0,8961: dado que la rentabilidad del activo libre de riesgo de referencia (las Letras del Tesoro) es mayor que la rentabilidad del fondo en el 2022, según Sharpe no acometeríamos la inversión, puesto que el activo sin riesgo tiene mayor rentabilidad.

Puesto que la beta fue de 0,56 (EBN banco, s.f), al aplicar la ratio de Treynor obtenemos lo siguiente:

$$T_c = \frac{-2,62 - 2,47}{0,56} = -9,0892$$

Al igual que ocurría con la ratio de Sharpe, Treynor es negativo, y por lo tanto, no invertiríamos en el fondo.

Dado que la rentabilidad del índice de referencia ha sido para 2022 de un -1,12%, tenemos el siguiente valor de la ratio de Jensen:

$$Jensen = (-2,62 - 2,47) - (-1,12 - 2,47) \times 0,56 = -3,0796$$

Resulta negativo Jensen, por lo que, según esta ratio, tampoco sería conveniente invertir, al tomar como referencia los datos del 2022.

- **Acacia Premium FI**

Constituido el 31 de enero de 2011, Acacia Premium FI es un Fondo de Inversión armonizado. Su entidad gestora es Acacia Inversión SGIIC, SA; y el depositario es Bankinter. Acacia Premium FI cuenta con la particularidad de buscar la promoción de características sociales, como la defensa de los derechos humanos y de los derechos laborales, así como la defensa del medioambiente.

Es un fondo con vocación inversora en renta variable internacional, invirtiendo un porcentaje superior al 75 por ciento de la exposición total en renta variable. Esta característica, junto con otros factores suponen que este fondo presente un perfil de riesgo muy elevado, situándose en una escala del 1 al 7, en un 4.

Van a ser especialmente receptoras de la inversión grandes empresas, aun tomando en consideración aquellas empresas de pequeño y mediano tamaño que tengan buenas perspectivas. Hay que advertir además que este fondo no es recomendable para aquellos ahorradores que prevean retirar su inversión en menos de cuatro o cinco años.

En cuanto a las comisiones aplicadas, hay una comisión de gestión aplicada de modo directo al fondo del 1,65% sobre el valor del patrimonio; además, la comisión de depositario es del 0,12% sobre el patrimonio.

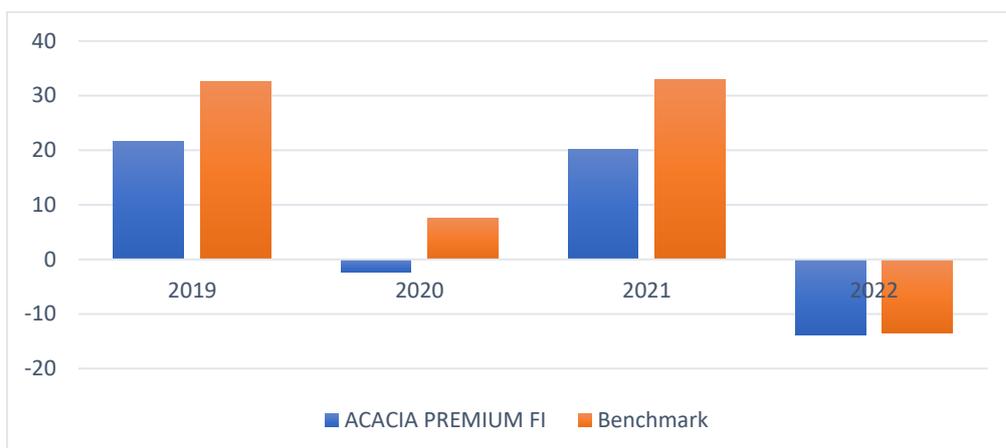
A 31 de diciembre de 2022, el número de participaciones era de 5.169.066,85; el número de partícipes ascendía a la cifra de 137 y no se había distribuido ningún beneficio bruto por participación. Si lo comparamos con los valores del año anterior, vemos que la variación en estos elementos ha sido irrisoria, pues en 2021 el número de participaciones era de 5.123.001,26; el fondo contaba con 136 partícipes, y tampoco teníamos beneficios brutos repartidos por participación.

El índice de rotación a final del ejercicio económico de 2022 era de 2,36 (tomando un valor prácticamente idéntico al del año 2021, que era de 2,4). La rentabilidad media de la liquidez fue a finales del 2022 de 0,82 (en contraposición al año previo, en el que este valor era 0).

El patrimonio de Acacia Premium FI era de 10.376 en miles de euros a 31 de diciembre de 2022: en comparación con años previos, el patrimonio del fondo ha disminuido muy ligeramente, puesto que en el año 2021 ascendía a 10.869 en miles de euros. El valor liquidativo a cierre del ejercicio del año 2022 era de 2,0073 euros por participación.

La rentabilidad a finales del 2022, del mismo modo que pudimos apreciar con el anterior fondo objeto de análisis (Quality Inversión Moderada, FI) es negativa, siendo además un valor extremadamente pobre, puesto que es una rentabilidad igual a un -13,88%; especialmente desfavorable el resultado obtenido en este año 2022 si lo comparamos con el año 2021, en el que Acacia Premium, FI obtuvo una rentabilidad del 20,19%.

Figura 1.4. Gráfico de la rentabilidad histórica Acacia Premium FI



Fuente: Informe semestral en la CNMV

La volatilidad del fondo al final del segundo semestre de 2022 fue de 15,08%; la rentabilidad anualizada del 2,47%, la beta 1,07 (Finect, s.f). Tomando como referencia el activo libre de riesgo empleado para Quality inversión FI, la rentabilidad de éste fue del 2,47%. La rentabilidad del índice de referencia sería de 0,13%. La ratio de Sharpe sería:

$$S_c = \frac{-2,47 - 2,47}{15,08} = -0,3276$$

Si aplicamos la ratio de Treynor:

$$T_c = \frac{-2,47 - 2,47}{1,07} = -4,6168$$

Por lo tanto, tanto según la ratio de Sharpe como la de Treynor, no tendría sentido invertir en Acacia Premium FI, porque nos proporciona una rentabilidad inferior a la del activo libre de riesgo.

En cuanto a Jensen:

$$Jensen = (-2,47 - 2,47) - (0,13 - 2,47) \times 1,07 = -2,4362$$

En consonancia con las otras ratios, tampoco convendría invertir en el fondo Acacia Premium FI, según la ratio de Jensen.

8. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos visto qué son las Instituciones de Inversión Colectiva y hemos realizado una clasificación según su forma jurídica. Sin embargo, es importante recalcar que hay más criterios y que éstos no son excluyentes entre sí. De esta forma, hemos distinguido entre fondos de inversión y sociedades de inversión. En España, tienen una relevancia mucho mayor los fondos de inversión y por ello, a su vez, los hemos clasificado según el tipo de activo donde se invierte, y según la naturaleza de los activos. Al comparar el patrimonio invertido en fondos y sociedades el patrimonio en las sociedades era de unos 15 mil millones de euros a finales de 2022; mientras que en las mismas fechas el patrimonio en fondos era muy superior, de más de 306 mil millones. Existe un tipo concreto de sociedad de inversión que ha tenido gran relevancia en nuestro país en los últimos años: las SICAVS. No obstante, parece evidente que, tras la última reforma de la ley reguladora de las SICAVS, están destinadas a desaparecer (como evidencia el que, de 2021 a 2022, disminuyera el número de SICAVS en nuestro país en un 58,35 %).

Es importante conocer las Instituciones de Inversión Colectiva y las características de cada tipo porque así el ahorrador puede tomar una buena decisión, al tener la información suficiente, para decantarse por la inversión adecuada para su situación; también con este fin hemos estudiado medidas de rentabilidad (rentabilidad efectiva anual, TGR), de riesgo (y las variables que lo determinan, volatilidad y duración).

En cuanto al régimen fiscal al que se someten las IIC, si bien es cierto que ese tipo de gravamen del 1 por ciento supone una especialidad en materia fiscal, no debe confundirse nunca con un privilegio. Algunos sectores denuncian que este régimen fiscal especial puede llegar a ir en contra del principio de neutralidad impositiva y del principio de capacidad contributiva, por su trato diferenciado frente a otros vehículos de inversión. Sin embargo, lo cierto es que este régimen fiscal tributario busca evitar la doble imposición, como vimos en el epígrafe correspondiente. En mi opinión, no hay un trato verdaderamente favorable, porque el Tribunal Constitucional ha aclarado repetidamente en su jurisprudencia que el artículo 31.1 de la Constitución no prohíbe crear beneficios fiscales, si tienen su motivación en razones de política económica.

Por último, los dos Fondos de Inversión que he elegido a modo de ejemplo, ponen de relieve que hay que ser cautos a la hora de invertir, dado que, a pesar de ser fondos con relevancia en nuestro país (Quality Inversión Moderada, FI porque tiene muchos partícipes, Acacia Premium FI porque tiene mucho patrimonio, aunque pocos partícipes), han registrado rentabilidades negativas en los últimos años. Por ello, el inversor, si vendiera sus participaciones, puede llegar a perder dinero. Esto pone de manifiesto que hay que valorar bien cualquier inversión antes de acometerla y es necesario analizar con detenimiento las principales características de la Institución de Inversión Colectiva.

En el caso de Quality Inversión Moderada, FI, vemos que al utilizar las distintas ratios vistas en el epígrafe 6 (ratio de Sharpe, ratio de Treynor, ratio de Jensen), todos ellos ofrecen resultados negativos, por lo que la marcha del fondo de inversión al cierre del ejercicio del 2022 fue desfavorable. Algo similar ocurre con Acacia Premium FI, las diferentes ratios también resultan en cifras negativas, por lo que tampoco sería conveniente para un partícipe decidir invertir en este fondo, según los datos de 2022. Aunque no deberíamos invertir en ninguno de estos dos fondos si tomamos como referencia estos datos, al compararlos podemos apreciar que los resultados de las ratios de Acacia Premium FI, son algo menos desfavorables que las de Quality Inversión Moderada, FI.

Ahora bien, cabe de nuevo señalar que no tienen por qué ser coincidentes las ratios estudiadas al comparar fondos de inversión: es decir, la ratio de Treynor puede arrojar un valor distinto que la ratio de Sharpe. Por último, aunque parece que dados los resultados que he obtenido no convendría acometer estas inversiones, es importante prestar atención a los horizontes de tiempo. A largo plazo, por tanto, no debería fijarse exclusivamente en el valor obtenido con las ratios, sino contemplar además otros factores que nos den una visión global y más completa de la situación.

9. BIBLIOGRAFÍA

Agencia Tributaria (2022): *“Tributación de las Instituciones de Inversión Colectiva”*. Disponible en: <https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/impuesto->

[sobre-sociedades/brexit/tributacion-instituciones-inversion-colectiva.html](https://www.economipedia.com/definiciones/sobre-sociedades/brexit/tributacion-instituciones-inversion-colectiva.html)

(Consulta: 05/03/2023).

Alfonso (2020a): “*Riesgo de crédito*”. Economipedia. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/riesgo-de-credito.html> (Consulta:

08/07/2023).

Alfonso (2020b): “*Alfa de Jensen*”. Economipedia. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/alfa-de-jensen.html> (Consulta:

17/03/2023).

BBVA (s.f): “*Hedge Funds*”. Disponible en: <https://www.bbva.es/diccionario-economico/h/hedge-funds.html> (Consulta: 01/07/2023).

BDE (2022): “*España. Indicadores financieros. Series diarias*”. Disponible en: https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/datos/pdf/si_1_2.pdf

(Consulta:11/07/2023).

Benito Hernández, S. (2022): “*Fondos por compartimentos*”. Expansión. Disponible en: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/fondo-por-compartimentos.html> (Consulta: 29/06/2023).

BESTVINTER (s.f): “*IIC no armonizadas*”. Disponible en: <https://www.bestinver.es/terminos/iic-no-armonizadas-non-ucits/> (Consulta:

30/06/2023).

Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva. BOE núm. 290, de 2 de diciembre de 2008, páginas 48142 a 48150.

CNMV (2022): “*Estadísticas de las Instituciones de Inversión Colectiva*”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Estadisticas-IIC.aspx>

(Consulta:16/03/2023).

CNMV (s.f.a): “*Invertir en...fondos de inversión*”. Infografía. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Infografias/Infografia_fondos_de_inversion.pdf (Consulta: 16/04/2023).

CNMV (s.f.b): “*Los Fondos de Inversión Libre*”. Guía rápida https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR10_Fondos_de_inversion_libre.pdf (Consulta: 6/03/2023).

CNMV (s.f.c): “*Los Fondos de Inversión y la inversión colectiva*”. Guía informativa. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G06_Fondos_IIC.pdf (Consulta: 08/03/2023).

CNMV(s.f.d): “*Operativa con valores, fondos y otras IIC*”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/Operativa-Servicios.aspx> (Consulta: 22/03/2023).

CNMV (s.f.e): “*Definición de riesgo*”. Glosario Financiero. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Riesgo&idlang=1#:~:text=Desde%20un%20punto%20de%20vista,el%20riesgo%20de%20registrar%20p%C3%A9rdidas>. (Consulta: 2/07/2023).

CNMV (s.f.f): “*Derecho de separación del partícipe*”. Glosario financiero. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Part%C3%ADcipe&idlang=1> (Consulta: 10/07/2023).

(EBN banco, s.f): “*Quality Inversión Moderada, FI*”. Disponible en: <https://www.ebnbanco.com/fondos-inversion/quality-inversion-moderada-fies0172242002/> (Consulta: 10/07/2023).

Eleconomista (s.f): “*Diversificación de riesgos*”. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/diversificacion-de-riesgos> (Consulta: 09/07/2023).

Finect (s.f): “*Acacia Premium SI*”. Disponible en: https://www.finect.com/fondos-inversion/ES0105263000-Acacia_premium_fi (Consulta: 10/07/2023).

Folleto Informativo de ACACIA PREMIUM, FI:

Código ISIN: ES0105263000, Nº Registro Fondo CNMV: 4337.

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={676edecd-6d43-4ac2-aa5b-00f909821c86}> (Consulta: 15/03/2023)

Folleto informativo de QUALITY INVERSIÓN MODERADA, FI:

Código ISIN: ES0172242002, Nº Registro Fondo CNMV: 3907.

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={1d8b4c50-8666-4e84-9030-118fbf4330d7}> (Consulta: 17/03/2023).

Gitman, L.J. (1997): “*Fundamentos de administración financiera*”. OUP Harla México, séptima edición. ISBN: 9706130373.

Informe semestral del segundo semestre 2022 de ACACIA PREMIUM, FI. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={844f022c-d7e9-4870-85a1-bcc0f241e2cc}> (Consulta: 08/03/2023).

Informe semestral del segundo semestre 2022 de QUALITY INVERSIÓN MODERADA, FI. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={3465f2a0-fa2c-401d-9896-1b49b19ca43c}> (Consulta: 08/03/2023).

INVERCO (2022): “*Guía de implementación: Impacto de la Ley 11/2021 en las SICAV*”. Disponible en: <https://www.inverco.es/archivosdb/guia-sicav-v-2.-0-25-mar-22.pdf> (Consulta: 03/03/2023).

INVERCO (2023): “*Informe anual Instituciones de Inversión Colectiva y fondos de pensiones*”. <https://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2022.pdf> (Consulta: 10/03/2023).

INVERCO (s.f.a): “*Qué son los Fondos y Sociedades de Inversión (IIC)*”: Disponible en: <https://www.inverco.es/20/22/25> (Consulta: 12/03/2023).

Ippoliti, L. (2022): “*Desviación estándar, volatilidad, riesgo, movimientos esperados e inesperados*”. Inbestme. Disponible en: <https://www.inbestme.com/blog/desviacion-estandar-volatilidad-riesgo/> (Consulta: 10/07/2023).

LaLey (s.f): “*Partícipe de un fondo de inversión*”. Disponible en: https://guiasjuridicas.laley.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAABEAMtMSbF1jTAAASNTA1NTtbLUouLM_DxblwMDS0NDQ3OQQGZapUt-ckhIQaptWmJOcSoAxqqDLTUAAAA=WKE (Consultado el 10/07/2023)

Larraga, P. y Peña, I. (2008) “*Conocer los productos financieros de inversión colectiva*”. Profit.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. BOE núm.265 de 05/11/2003.

Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria. BOE núm. 302, de 18/12/2003.

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. BOE núm. 285, de 29/11/2006.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. BOE núm. 82, de 04/04/2009.

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. BOE núm. 288, de 28/11/2014.

Ley 11/2021. Modificación de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. BOE núm. 164, de 10 de julio de 2021.

Markowitz, H.(1952): “*Portfolio Selection*”, Journal of Finance.

OECD (2011), “Apéndice 8. Instituciones de inversión colectiva”, in *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008: Fourth Edition*, OECD Publishing, Paris. DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264094475-18-es> (Consulta: 27/02/2023).

Palomo Zurdo, R.J. y Mateu Gordon, J.L. (2000): “*Productos, Instrumentos y Operaciones de Inversión*”. Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias.

Ramos Gascón, F.J. (1993): “*El desarrollo de los Fondos de inversión. Influencia de su régimen fiscal*”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil número 50.

Rankia (2020): Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3430918-10-fondos-mas-patrimonio-espana> (Consulta: 02/07/2023).

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. BOE núm. 173, de 20/07/2012.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE núm. 161, de 03/07/2010.

Ribes Ribes, A. (2017). “*El tratamiento fiscal de las instituciones de inversión colectiva en el ámbito internacional*”. Crónica tributaria. Nº 165, págs 127-164.

Rodó, P. (2021): “*Tasa Geométrica de Rentabilidad*”. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/tasa-geometrica-de-rentabilidad-tgr.html> (Consulta: 06/07/2023).

SANTANDER (s.f): “*Fondos de Inversión de Renta Fija*”. Disponible en: <https://www.bancosantander.es/particulares/ahorro-inversion/fondos-inversion/renta-fija> (Consulta:1/07/2023).

Sanz Gadea, E. (2020). “*Tributación de las rentas obtenidas por las instituciones de inversión colectiva (IIC) y sus partícipes*”. Revista de Contabilidad y Tributación. CEF, 443, E1-E166.

Sevilla Arias, A. (2020): “*Benchmark*”. Economipedia. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/benchmark.html> (Consultado el 08/07/2023).

Sevilla Arias, A. (2023): “*Ratio de Sharpe*”. Economipedia. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/ratio-de-sharpe.html> (Consultado el 28/06/2023).

Tesoro Público (s.f): “*Características FondTesoro*”. Disponible en: <https://www.tesoro.es/deuda-publica/otras-formas-de-inversion/fondtesoro/caracteristicas/ventajas> (Consultado el 10/07/2023).

Tesoro Público (2023): “*El Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*”. Disponible en: <https://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/fiscalidad/residentes/impuesto-sobre-la-renta-de-las-personas-fisicas> (Consultado el 6/07/2023).