



universidad
de león
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Finanzas
Curso 2017 / 2018

**Conflictos de interés en la Industria Española de Instituciones de
Inversión Colectiva. El Caso del Banco Popular Español**

**Conflicts of interest in the Spanish industry of Collective Investment
Institutions. The case of Banco Popular Español**

Realizado por la alumna D^a Ana Caamaño Gutiérrez

Tutelado por el Profesor D. Borja Amor Tapia

León a 30 de Noviembre de 2018

Índice de Contenidos

Índice de Tablas	3
Índice de Figuras	4
Índice de Gráficos	5
Resumen	6
Abstract	7
Introducción	8
Objetivos	12
Metodología	14
1. Marco Teórico	17
1.1. La industria de Instituciones de Inversión Colectiva.....	17
1.1.1. Competencias de la industria de fondos de inversión en España	19
Comparativa internacional	22
1.1.2. Estructura de la industria de fondos de inversión en España	23
1.1.3. Marco regulatorio	27
1.2. Los conflictos de interés y sus teorías de partida.....	29
1.2.1. La reconstrucción de la Teoría de la Firma. La introducción de la Teoría de Agencia	29
La divergencia de intereses	31
La asimetría informativa	34
1.2.2. La Teoría de los Stakeholders	35
1.2.3. La Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión	39
1.3. Revisión de las principales hipótesis en torno a los conflictos de interés en la industria de las IIC.....	40

1.3.1.	Price Support. Hipótesis de los eventos corporativos y el impacto de la cotización.....	41
1.3.2.	Hipótesis de información privilegiada y compartida.....	42
2.	Aplicación empírica: El caso del Banco Popular Español.....	44
2.1.	Conflictos de interés potenciales en el caso del Banco Popular Español: Hipótesis de la incertidumbre ante eventos Corporativos	45
2.2.	Selección Muestral.....	48
2.3.	Construcción de variables.....	50
2.4.	Primeras Evidencias: Estadísticos Descriptivos	54
2.5.	Contraste de Medias.....	59
2.6.	Análisis de Regresión	61
2.6.1.	Reacción de los gestores con la posición de propiedad en el Banco Popular Español ante cambios en la dirección del Banco	62
2.6.2.	Variaciones en la posición de propiedad en Popular ante cambios en la dirección del Banco	69
	Conclusiones.....	75
	Referencias	79
	Anexos.....	85

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1. <i>Tipos de fondos</i>	25
Tabla 2.1. <i>Segunda condición de la Hipótesis de Incertidumbre ante Eventos Corporativos</i>	47
Tabla 2.2. <i>Criterios de selección de la muestra final</i>	49
Tabla 2.3. <i>Estadísticos descriptivos de las variables de estudio y de construcción</i>	55
Tabla 2.4. <i>Estadísticos descriptivos y afiliación de los fondos</i>	55
Tabla 2.5. <i>Estadísticos descriptivos y cambio de dirección del Banco Popular Español</i>	57
Tabla 2.6. <i>Matriz de Correlación</i>	58
Tabla 2.7. <i>Contraste de Medias en H_{ft} y $\Delta H_{fi,t}$ entre fondos afiliados y no afiliados</i>	60
Tabla 2.8. <i>Contraste de Medias en H_{ft} y $\Delta H_{fi,t}$ ante el suceso de cambio de dirección</i>	60
Tabla 2.9. <i>Posición en la propiedad del Banco por parte del patrimonio de los fondos. Regresión de MCO.</i>	64
Tabla 2.10. <i>Cambio en la posición de propiedad del Banco por parte del patrimonio de los fondos. Regresión de MCO.</i>	71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1. <i>Contrato clásico de un fondo de inversión</i>	18
Figura 1.2. <i>Estructura competitiva de los fondos de inversión</i>	26
Figura 1.3. <i>Cadena de relaciones de agencia en los fondos de inversión</i>	33
Figura 1.4. <i>Teoría de los Stakeholders en la cadena de relaciones de agencia de los fondos de inversión</i>	38
Figura 2.1. <i>Escala del Riesgo Asumido</i>	52

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1. <i>Evolución del patrimonio de fondos de inversión durante el periodo 2007-2017</i>	20
Gráfico 2.1. <i>Recorrido histórico del valor POP en los cambios directivos de la entidad.</i>	68

RESUMEN

Este trabajo contrasta el comportamiento en los fondos de gestoras afiliadas al Banco Popular Español de aquellos no afiliados, ante sus cambios de dirección. Para ello, tras describir la industria española de Instituciones de Inversión Colectiva, y las teorías que sustentan dichos conflictos de interés en el campo, se desarrolla la hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos. Dicha hipótesis indica distintas relaciones en la posición de propiedad del Banco Popular, según afiliación y tendencias ante los cambios directivos.

Para contrastarla, se toma, de forma manual, una muestra compuesta por 18 fondos de inversión y 288 observaciones adquiridos de los informes trimestrales emitidos por la CNMV entre los años 2014 a 2017. El análisis de regresión concluye que existen diferentes comportamientos por parte de los fondos afiliados, con respecto a su inversión en el Banco Popular. Los resultados obtenidos apoyan la hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos reflejando una relación inversa en la posición de propiedad de los fondos afiliados durante cambios directivos con respecto a periodos posteriores, sugiriendo la existencia de información privilegiada por parte de los afiliados.

Palabras clave: fondos de inversión, Teoría de Agencia, conflictos de interés, afiliación, incertidumbre, cambios directivos, *Price Support*, asimetría informativa, información privilegiada.

ABSTRACT

This dissertation contrasts the investment behavior of the mutual funds affiliated to Banco Popular Español, from the non-affiliated, in the presence and absence of changes in the CEO (chief executive officer). To do this, after describing the Spanish industry of Institutions of Collective Investment, and the theories that support the conflict of interest in the field, the hypothesis of Uncertainty due to Corporate Events is developed. Such hypothesis indicates different relationships in the position of property of Banco Popular, due to affiliation and tendencies of CEO changes.

To contrast the hypothesis, a sample compound of 18 mutual funds and 288 observations in the quarterly period from 2014 to 2017, is gathered manually. The regression analysis concludes on the existence of different behaviors from the affiliated funds, related to its investment in Banco Popular. The results obtained support the hypothesis of Uncertainty due to Corporate Events reflecting an inverse relationship in the position of property of affiliated funds, between CEO changes and, more importantly, the period before it, suggesting that affiliated funds had access to privileged information.

Keywords: mutual funds, Theory of Agency, conflicts of interest, affiliation, uncertainty, CEO changes, Price Support, asymmetry of information, informational advantages.

INTRODUCCIÓN

La industria de Instituciones de Inversión Colectiva está sometida a diversos conflictos de interés que pueden analizarse bajo el marco de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976), y en la Teoría de los Stakeholders (Donaldson y Preston, 1995).

El estudio de los conflictos de interés en áreas más concretas, como la que nos ocupa, nace tardíamente, y se consolida en la Teoría Conductual de la Gestión de los Fondos de Inversión (Holland, 2016).

Tanto conocer la estructura de la industria como identificar nuevos comportamientos de los agentes que la forman es primordial en el desarrollo financiero y económico (Cambón y Losada, 2012). Esta importancia crece con el paso del tiempo, generando un gran análisis académico de los conflictos de interés relativos a las instituciones financieras, en especial aquellos relacionados con las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva². Estas sociedades gestoras actúan como doble agentes cuando sirven a dos principales, los partícipes de sus fondos y la entidad propietaria de la gestora (Golez y Marin, 2015). La divergencia de intereses en los principales puede ser la causa de un conflicto de interés, resultado de información asimétrica o del mantenimiento de las acciones de la entidad propietaria.

Por consiguiente, el estudio toma como objetivo principal mostrar evidencias sobre la forma en que se resolvieron los conflictos de agencia partícipe-gestora y propietario-gestora en el caso del Banco Popular, antes de su absorción por parte del Banco Santander. En concreto, se busca contrastar si los fondos de Banco Popular Español tuvieron un comportamiento distinto al de los fondos de otras gestoras, y ante sus cambios de dirección mediante la comprobación de una hipótesis principal. La generación de dicha hipótesis se respalda en la Teoría de Agencia, la Teoría de los Stakeholders, y la Teoría Conductual de la Gestión de los Fondos de Inversión.

² Véase los estudios relativos a Lettau (1997), Carhart (1997), Mahoney (2004), Massa y Rehman (2008), Hao y Yan (2011), Blocher (2013), Golez y Marin (2015), Choi (2017) y Gomez-Bezares y Przychodzen (2018).

La elección del principal y propietario de la gestora recae en la importancia de la banca en la industria española de IIC. Este papel de las entidades bancarias sitúa al Banco Popular como la primera opción de estudio, debido a su limitación temporal e información pública proveniente de organismos reguladores.

Tras conocer los objetivos y abordarlos junto con la metodología, el trabajo se estructura en dos grandes apartados. En el primero, se desarrolla el marco teórico que permite abordar tres grandes campos: el conocimiento de la industria, los agentes y sus relaciones motivadoras; las teorías de partida hacia los conflictos de interés; y las primeras evidencias de hipótesis de académicos específicas en el campo de estudio.

Para ello, tras situar a la industria, los agentes y las relaciones teóricas de sus motivaciones, se planteará una hipótesis principal. Esta hipótesis principal generada y apoyada en estudios anteriores (Beatty y Zajac, 1987; Choi, 2017; Golez y Marin, 2015; Hao y Yan, 2011; Lettau, 1997), será el anclaje principal del análisis empírico de esta investigación.

En este análisis la hipótesis principal verifica la existencia de un comportamiento distinto entre gestoras según su afiliación al Banco Popular. Además, se incluirá la diferencia en los comportamientos de estas cuando exista un evento corporativo, relacionado con la incertidumbre en los mercados, como es los cambios directivos. Este último paso permitirá aceptar o rechazar la principal hipótesis o Incertidumbre ante Eventos Corporativos. En segundo lugar, el análisis tratará de ofrecer una justificación de dicho comportamiento anómalo y su relación académica con el concepto de *Price Support*³ y asimetría informativa⁴.

³ Dentro de las cuales se incluye la hipótesis de los eventos corporativos del banco propietario y la hipótesis del impacto en la cotización. Estas hipótesis son casos concretos dentro del concepto de *Price Support* definido por Golez y Marin (2015) como la compra, por parte del fondo, de las acciones de su propietario con el fin de cumplir los intereses del mismo.

⁴ Dentro de las cuales se incluye la hipótesis de información privilegiada (Hao y Yan, 2011) y compartida (Choi, 2017). Ambas identifican las distintas decisiones de las gestoras de fondos ante asimetrías de información en sus relaciones.

Para abordar estas conclusiones se genera un segundo gran apartado con la aplicación empírica que consistirá en lo siguiente.

En primer lugar, se situarán los conflictos de interés potenciales al Banco Popular, de los cuales surgirá una hipótesis principal a contrastar. Esta hipótesis principal generada y apoyada en estudios anteriores (Beatty y Zajac, 1987; Choi, 2017; Golez y Marin, 2015; Hao y Yan, 2011; Lettau, 1997), será el anclaje principal del análisis empírico de esta investigación.

En este análisis la hipótesis principal verifica la existencia de un comportamiento distinto entre gestoras según su afiliación al Banco Popular. Además, se incluirá la diferencia en los comportamientos de estas cuando exista un evento corporativo, relacionado con la incertidumbre en los mercados, como es los cambios directivos. Este último paso permitirá aceptar o rechazar la principal hipótesis o Incertidumbre ante Eventos Corporativos. En segundo lugar, el análisis tratará de ofrecer una justificación de dicho comportamiento anómalo y su relación académica con el concepto de *Price Support*⁵ y asimetría informativa⁶.

En segundo lugar, se generará una muestra, recogida manualmente, compuesta de 18 fondos y 288 observaciones durante los periodos trimestrales de 2014 a 2017. Los criterios de selección al igual que la posterior construcción de variables se encuentra inspirada por los estudios de Golez y Marin (2015).

Tras generar la muestra y variables del estudio, se procederá a un análisis descriptivo de las mismas. Este análisis en el que se incluyen descriptivos básicos al igual que un análisis de correlaciones, dota de características a los dos grupos dicotómicos del

⁵ Dentro de las cuales se incluye la hipótesis de los eventos corporativos del banco propietario y la hipótesis del impacto en la cotización. Estas hipótesis son casos concretos dentro del concepto de *Price Support* definido por Golez y Marin (2015) como la compra, por parte del fondo, de las acciones de su propietario con el fin de cumplir los intereses del mismo.

⁶ Dentro de las cuales se incluye la hipótesis de información privilegiada (Hao y Yan, 2011) y compartida (Choi, 2017). Ambas identifican las distintas decisiones de las gestoras de fondos ante asimetrías de información en sus relaciones.

estudio, los fondos afiliados y no afiliados, y los fondos en periodo de cambios directivos de aquellos encontrados en otros periodos temporales.

Estas características muestran una primera evidencia para el cumplimiento de las condiciones necesarias de la hipótesis principal. En el caso de la afiliación, esta hipótesis se encuentra reafirmada en el contraste de diferencia de medias de ambos grupos de afiliación.

Finalmente, el análisis de regresión, genera una serie de regresiones que permiten conocer los factores determinantes de la inversión de cada fondo en el Banco Popular al igual que la variación de esa posición. Como primera deducción del análisis, el factor de mayor determinación se encuentra en el impacto de la posición anterior del fondo en el valor. Durante el proceso de regresión se añaden los grupos característicos del estudio, permitiendo verificar su relación con la hipótesis planteada.

La principal conclusión del análisis empírico es el cumplimiento ambas condiciones de la hipótesis de partida. Es decir, sí existen diferencias en la forma de invertir entre los fondos pertenecientes a gestoras del Banco Popular y otras pertenecientes a otras entidades bancarias con los títulos del Banco Popular, y ante sus cambios directivos.

Como segunda conclusión, y causante del conflicto, se descarta la existencia de *Price Support* ya que, en momentos de incertidumbre, los fondos afiliados no compran acciones, sino todo lo contrario. En cambio, se asume que los fondos afiliados pueden utilizar información privilegiada y compartida con el Banco Popular para beneficiar a sus partícipes.

OBJETIVOS

El objetivo principal de este trabajo es mostrar evidencias sobre la forma en que se resolvieron los conflictos de agencia partícipe-gestora y propietario-gestora en el caso del Banco Popular antes de su absorción por parte del Banco Santander. En concreto, se busca contrastar si los fondos del Banco Popular tuvieron un comportamiento distinto al de los fondos de las otras gestoras, y ante sus cambios de dirección, mediante la comprobación de una hipótesis principal. La generación de esta hipótesis se respalda en la Teoría de Agencia, la Teoría de los Stakeholders, y la Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión.

Para cumplir este propósito, se realizan varios análisis. Los primeros contrastes y análisis descriptivos tratan de caracterizar a las distintas gestoras y fondos, pertenecientes o no al Banco Popular y encontrándose o no en épocas de cambios directivos del mismo.

Con el fin de comprobar las relaciones de inversión en el Banco Popular, por parte de las distintas gestoras de fondos, diferenciadas por su entidad propietaria, y cambios directivos se realiza un análisis de regresión. Estas relaciones se analizarán de dos formas: sobre la inversión y sobre la variación de la inversión del Banco Popular. La primera genera un total de tres modelos en los cuales la variable dependiente es la posición de propiedad sobre el Banco Popular. La segunda genera otros tres modelos donde la variable dependiente es la variación de dicha posición. En total, se comentarán los resultados de seis modelos que permitirán afirmar la existencia de actuaciones distintas por parte de los grupos seleccionados.

Como intereses secundarios, se busca resaltar la disparidad con otros países y su normativa. En la actualidad, la CNMV avanza con nuevas guías técnicas que limitan la existencia de ciertos conflictos de interés en la industria y se acercan a otras medidas impuestas en otros países. Este estudio permitirá comparar las actuaciones de los distintos colectivos, y la utilidad de las nuevas guías técnicas en el conflicto.

Las conclusiones extraídas del trabajo se enlazan con estudios anteriores de otros académicos, adquiriendo continuidad en el estudio en este campo. Dotan de respuestas

similares a hipótesis concretas de los conflictos de interés de la industria de IICs, como el estudio de Golez y Marin (2015). La acotación de la industria, hacia fondos de entidades bancarias españolas, respalda los deseos de Gómez-Bezares y Przychodzen (2018) de generar nuevos estudios que permitan conocer las actuaciones de otros agentes en el campo investigado.

METODOLOGÍA

Para abordar el objetivo de contrastar los comportamientos de los fondos del Banco Popular Español con respecto a los de otras gestoras, al igual que ante cambios directivos de la entidad, se realizará un análisis empírico donde se utilizará un análisis de regresión. Con anterioridad a los análisis de regresión múltiple propuestos, se examinarán las características de la muestra junto con un análisis descriptivo, un análisis de correlaciones entre las variables y contrastes de medias. El total del conjunto de técnicas se realizarán con el apoyo informático del programa SPSS.

El análisis de regresión múltiple es una técnica estadística utilizada para analizar la relación entre una única variable criterio y varias variables independientes. Dentro de los estados del proceso de análisis de regresión propuestos por Hair, Black, Babin y Anderson (2014) existen cuatro.

El primer estado o fase conlleva conocer qué objetivos pretende satisfacer el análisis. En la investigación llevada a cabo, la regresión múltiple proveerá de significado a la evaluación objetiva del grado y dirección de la relación entre variables criterio e independientes. Para ello, se asumirá una relación estadística entre la selección de variables criterio e independientes respaldada en el razonamiento económico y en el estudio de Golez y Marin (2015), explicando así la propiedad de los fondos sobre el Banco Popular.

Estas relaciones deseadas desembocarán en un conjunto de modelos de regresión múltiple que permitirán explicar la posición de propiedad de los fondos en el Banco Popular Español, al igual que su variación trimestral.

En el segundo estado se diseñará el análisis de investigación. La muestra estará compuesta por la posición en propiedad, en el Banco Popular Español, de 18 fondos⁷ en el horizonte temporal de cuatro años, desde 2014 hasta el año 2017, de forma trimestral. El conjunto de datos se obtuvo de forma manual a partir de los informes trimestrales de cada fondo publicados por la CNMV (2016), los informes trimestrales y memorias

⁷ Nueve fondos pertenecen a gestoras cuya propiedad mayoritaria reside en el Banco Popular Español mientras que los nueve restantes pertenecen a gestoras cuya propiedad reside en otras entidades bancarias.

anuales publicadas por el Banco Popular (2016) y la página de la Bolsa de Madrid (2018).

Del total de 234 observaciones y el conjunto de parámetros se puede asumir el grado aceptable de explicación de la regresión y la ratio observaciones/variables. Dentro del número total de observaciones también se incluyen los datos no métricos relacionados con las variables adicionales generadas, también respaldadas por el estudio de Golez y Marin (2015). Estas variables serán dicotómicas, o dummies⁸, que permitirán un efecto moderador, o interacciones⁹. En el caso estudiado, estas variables representarán los propietarios de las gestoras de los distintos fondos, diferenciados según su pertenencia al Banco Popular u otra entidad, y también, representarán los periodos de cambios de dirección asumidos por el Banco Popular.

El tercer y cuarto estado conllevan la suposición estimación del análisis de regresión múltiple. Como se comentó con anterioridad en el apartado, estos pasos se realizarán por el programa SPSS. Con el fin de validar y comparar los resultados se generarán seis modelos estimados por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Esta metodología de estimación de coeficientes permite adquirir las propiedades deseables del estudio. Se obtendrá el mejor estimador linealmente insesgado (MELI) partiendo de la concepción de coeficientes insesgados que siguen una distribución normal. Dentro del programa SPSS se selecciona la especificación confirmativa de los modelos, técnica por la cual se especificarán y estimarán el conjunto exacto de variables independientes seleccionadas y apoyadas por estudios anteriores al igual que el razonamiento económico.

Tras la estimación, se procederá a examinar la significación estadística de los modelos, de manera conjunta e individual. Conjuntamente, se buscará el rechazo de la hipótesis nula donde la variación explicada por los modelos, en cada caso, es igual a cero. Para ello se utiliza el estadístico F, calculado de la siguiente forma:

⁸ Variables caracterizadas por representar una categoría de una variable independiente no métrica.

Habitualmente, el código indicador de cada categoría se define por 1 y 0.

⁹ Una interacción ocurre cuando una variable moderadora, dummy en nuestro caso, cambia la forma de la relación entre otra variable independiente y la variable criterio.

$$F \text{ ratio} = \frac{\frac{SS_{\text{regression}}}{df_{\text{regression}}}}{\frac{SS_{\text{residual}}}{df_{\text{residual}}}}$$

Siendo $df_{\text{regression}} = k - 1$

$df_{\text{residual}} = n - k$

También se tendrá en cuenta la significación conjunta por el coeficiente de determinación ajustado. De forma individual, seleccionados los niveles de significación y calculado el error estándar, se establecen intervalos de confianza para cada coeficiente. El rechazo individual, que permite aceptar la significación de un coeficiente, refleja la existencia de un impacto de la variable independiente sobre la variable criterio.

Finalmente, la interpretación y validación de resultados del último estado permite concluir el estudio, comprobando finalmente si existen comportamientos distintos en la inversión del Banco Popular por los fondos de las gestoras estudiadas, asumiendo los cambios directivos del Banco Popular. Para ello, los coeficientes de las regresiones se convierten en indicadores del impacto e importancia relativa de las variables independientes significativas en la variable criterio.

La validación de las regresiones múltiples se llevará a cabo con la comparación de los seis modelos generados y de sus coeficientes de determinación ajustados. Esto permite concluir en la adecuación del análisis de regresión sobre la hipótesis de partida y las conclusiones finales.

1. MARCO TEÓRICO

Con el fin de obtener las conclusiones necesarias ante las actuaciones de fondos, por parte del Banco Popular y de otras entidades bancarias, incluyendo su estrategia de inversión en el Banco Popular variante en torno a sus cambios directivos, en este apartado se expondrán los conceptos teóricos que convergen en los conflictos de interés de la industria de IIC.

Como punto de partida se explicará la estructura, competencias y marco regulatorio de la industria española de IIC y de los fondos de inversión, donde se señalará el importante papel de las entidades bancarias. En segunda instancia, se desarrollará la teoría originaria de los conflictos de interés, la Teoría de Agencia. Las teorías secundarias, que especificarán los problemas entre los principales agentes de los fondos de inversión, serán la Teoría de los Stakeholders y la Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión. Finalmente, introduciendo el análisis teórico en la industria seleccionada, se realizará una revisión de las principales hipótesis en torno a los conflictos de interés en la industria de IIC.

1.1. LA INDUSTRIA DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

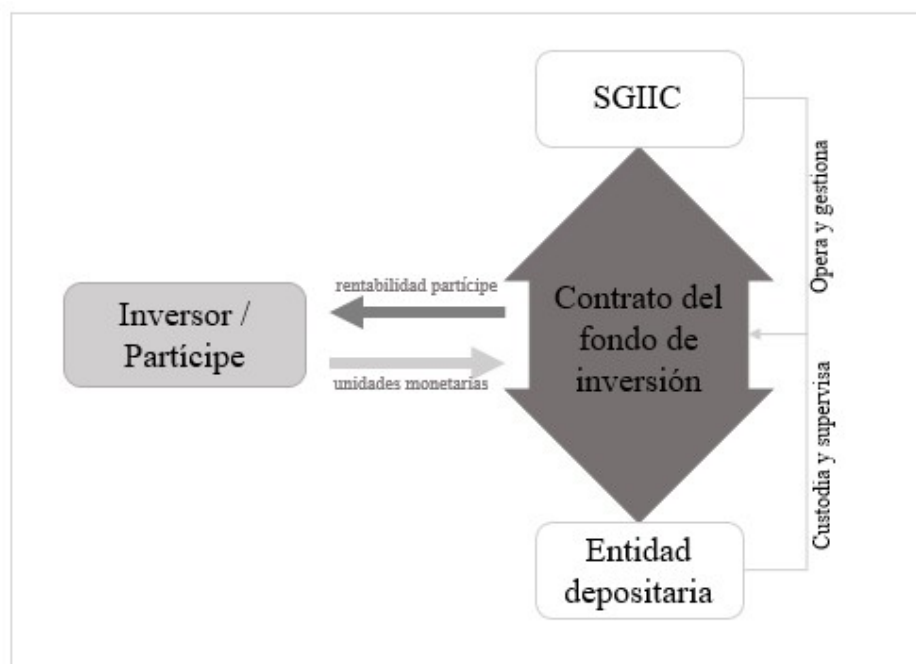
Las dimensiones que engloban el estudio se encuentran delimitadas por la industria española de instituciones de inversión colectiva. Según la normativa vigente¹⁰ (España, 2003), una Institución de Inversión Colectiva, o IIC, es un organismo cuyo principal objetivo es la captación y gestión de fondos, bienes o derechos de la parte interesada para su futura inversión en instrumentos financieros que permitirá generar un rendimiento colectivo.

¹⁰ La publicación de Instituciones de Inversión Colectiva en el BOE comienza en 2003, siendo su última modificación en 2015. Según el Banco Mundial (Divakaran et al., 2015), la industria de IIC nace “sintéticamente” por este primer marco regulador.

Las dos formas jurídicas que puede adoptar una IIC son la sociedad¹¹ o el fondo de inversión. Esta clasificación implica una nueva acotación en el estudio hacia las IIC constituidas como fondos de inversión.

Los fondos de inversión son patrimonios pertenecientes a un conjunto de inversores y que, requieren de dos entidades para su administración. La primera de ellas es la Sociedad Gestora de IIC, o SGIIC, y es el organismo con personalidad jurídica propia encargado de la potestad del fondo de inversión, aunque su propiedad pertenezca al conjunto de inversores o partícipes. La función principal de la SGIIC es la gestión e inversión del patrimonio del fondo conforme a la normativa gubernamental y de la propia IIC. La segunda entidad recibe el nombre de depositaria y es la encargada de custodiar los valores en los que se materializa el patrimonio del fondo al igual que controlar las funciones de la SGIIC.

Figura 1.1. Contrato clásico de un fondo de inversión



Fuente: elaboración propia a partir de la normativa vigente sobre Instituciones de Inversión Colectiva (España, 2003)

¹¹ Las sociedades de inversión, o SI, son sociedades anónimas cuyo patrimonio de inversión pertenece a accionistas. Por lo tanto, las entidades administrativas en el caso de una SI son el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas, ambas pertenecientes a la sociedad.

Estos conceptos se encuentran vinculados a un conjunto de propiedades, mercados y normas que permiten caracterizar la industria de IIC en España.

1.1.1. Competencias de la industria de fondos de inversión en España

La evolución de la industria de IIC en España, y en concreto los fondos de inversión, se ha caracterizado por su dinamismo y relevancia como instrumento de ahorro en la sociedad española.

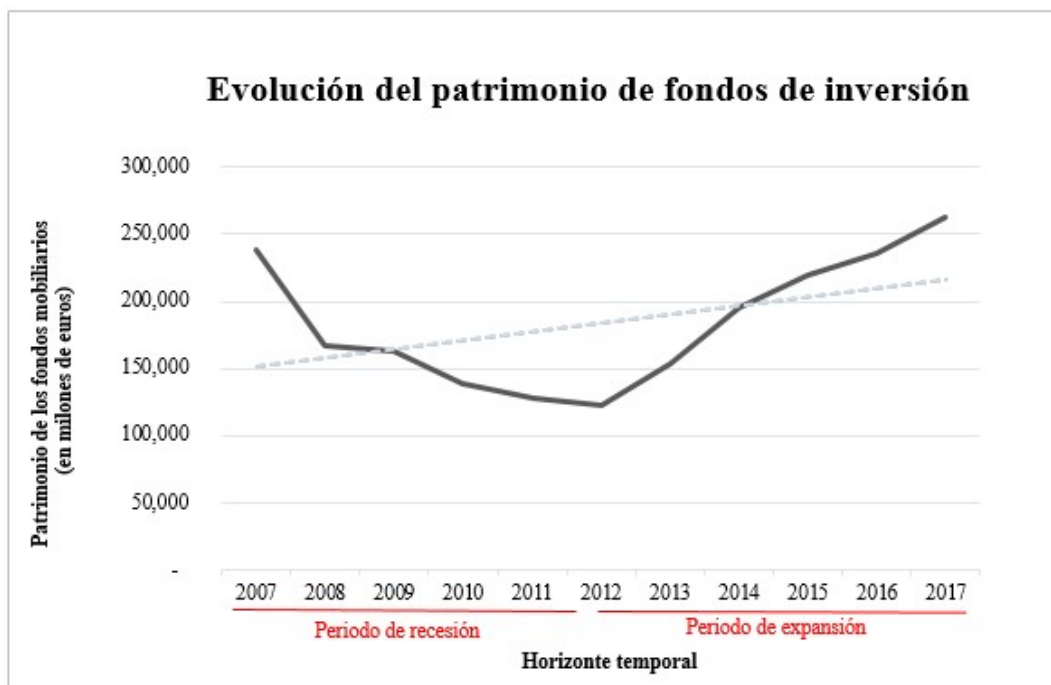
A pesar de su desarrollo inicial en los años noventa, hoy en día la industria de IIC y los fondos de inversión se encuentran en una fase de madurez. Tras dos periodos de expansión, de 1995 al 2000 y de 2003 a 2007¹², y dos periodos de recesión, de 2001 a 2002 y de 2008 a 2011¹³, en la actualidad, el crecimiento de la industria ha superado su último periodo de expansión. En la gráfica 1.1, elaborada a partir de las estadísticas de Inverco¹⁴ (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, 2016), se puede observar el patrimonio gestionado por las SGIIC en la última década, con tendencia creciente y representando los dos últimos periodos de la industria.

¹² Periodos caracterizados por el interés creciente de los inversores minoristas en los fondos de inversión.

¹³ El primer periodo se caracteriza por su inicio junto con la burbuja tecnológica de las puntocom, mientras que el segundo periodo corresponde con los años de la última crisis financiera.

¹⁴ La página oficial de estadísticas de Inverco, que muestra datos anuales y mensuales de IICs y de fondos de inversión, permite recopilar una serie de datos referente a los últimos diez años de la industria. Estos datos justifican ciertas características de la industria y pueden consultarse en el anexo.

Gráfico 1.1. Evolución del patrimonio de fondos de inversión durante el periodo 2007-2017



Fuente: elaboración propia a partir de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, 2016)

El patrimonio actual, en concreto, del periodo estudiado de 2014 a 2017, se caracteriza por pertenecer mayormente a SGIIC de entidades bancarias. De hecho, en el ranking de patrimonio de SGIIC elaborado por Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, 2016), las gestoras de entidades bancarias han ocupado, al menos, los diez primeros puestos durante los cuatro últimos años. Este papel principal que ocupa la banca es respaldado por periodos anteriores, donde su cuota de mercado alcanzó incluso el 90% (Cambón y Losada, 2012).

Esta característica de la industria promueve otras propiedades ventajosas para la misma. La presencia de la banca ha impulsado al inversor minorista hacia este tipo de productos desde el inicio de la industria, hecho que ha permitido generar una demanda diversificada. A pesar del alto número de instituciones bancarias, la competencia¹⁵ del sector ha aumentado, produciéndose mejoras continuas en la diligencia de la gestión e

¹⁵ Competencia entre los prestadores de servicios de gestión a nivel europeo y global.

incrementando los conocimientos de los gestores ante los cambios de mercados (Ruiz Campo y Mendoza Resco, 2011). Estas dos propiedades son las principales características de la fase de madurez del sector.

Además de estas características principales, existen otras de gran importancia, como son la diversificación en los fondos y carteras y las comisiones repercutidas. El número de fondos de inversión durante los últimos diez años se ha mantenido constante, ligeramente decreciente, aunque esto no ha impedido un gran dinamismo en los fondos de inversión constituidos. Este dinamismo ha sido responsable de la recuperación de patrimonio de los fondos de inversión tras el periodo de crisis, que junto a la comercialización de las entidades bancarias, ha conseguido reestablecer el número de partícipes de 2007 en 2017¹⁶. La industria de IIC y la gestión de las SGIIC se caracterizan por su diversificación en valores y sus cambios de estrategias trimestrales con el fin de adaptarse a los mercados y conseguir los objetivos publicados en los folletos informativos¹⁷.

Aunque la gran presencia bancaria en el sector haya impulsado ciertas propiedades positivas en el sector, también puede vincularse a otras no tan ventajosas. La popularidad de los fondos de inversión entre los inversores minoristas se atribuye en cierta medida estos intermediarios. Esto se debe a la relación de lealtad existente entre el cliente y la entidad bancaria, que permitió la captación de clientes propios hacia las SGIIC afiliadas a este tipo de entidades (Cambón y Losada, 2012). En estas relaciones puede existir una relación inversa entre las suscripciones y reembolsos y el rendimiento que percibe el cliente del fondo (Golez y Marin, 2015)¹⁸. Es decir, la inversión de un

¹⁶ Mientras que en el periodo de 2008 a 2016 el número medio de partícipes es de 6.006 millones, en 2017, al igual que en 2007, el número alcanza los 10.338 millones de partícipes

¹⁷ Según la normativa vigente (España, 2003), es un documento oficial, custodiado por la CNMV y suministrado por las entidades comercializadoras y SGIIC. En él se incluyen la política de inversión del fondo y divisa de denominación, datos económicos, inversiones financieras, hechos relevantes, operaciones vinculadas, información y advertencias de la CNMV y el informe periódico.

¹⁸ Según el estudio de Golez y Marin, la captación de clientes bancarios hacia las SGIIC afiliadas a entidades de banca comercial se encuentra asegurada por unas bajas comisiones de rendimiento compensadas con altas comisiones de cancelación.

partícipe proveniente de banca, en un fondo de la misma, no prioriza la calidad del fondo sino la propiedad de la SGIIC que lo gestiona.

Otro punto negativo dentro del papel de las entidades bancarias tiene que ver con su estrecha relación con las SGIIC y la imagen pública de los gestores de fondos. Durante el desarrollo de la industria de IIC, las entidades bancarias han integrado sus servicios en el sector mediante su propio capital humano. Este hecho ha llevado a la consideración de los gestores de fondos de inversión como empleados bancarios (Golez y Marin, 2015). La falta de diferenciación de estos agentes, por sus conocimientos y habilidades en el mercado, se refleja en su salario medio, considerablemente más bajo que el europeo (Robert Walters, 2016). Además, cabe señalar la baja especialización de los puestos de los gestores españoles, mientras que en otros países de la Unión Europea o en Estados Unidos existen puestos que diferencian en mayor medida las funciones de los gestores al igual que su desempeño. Estos desincentivos pueden provocar un descenso en la productividad y rentabilidad de los fondos de los gestores, y un pobre mantenimiento de su desempeño.

Comparativa internacional

Como se ha podido desarrollar, la industria de IIC española se caracteriza por una serie de competencias que divergen de aquellas presentadas por otras naciones.

En primer lugar, el patrimonio manejado por España puede compararse a nivel europeo aunque difiere mucho del presentado por Estados Unidos¹⁹. En torno al nivel de patrimonio gestionado sobre el PIB, cabe señalar que España se encuentra por debajo de los países europeos con mayores patrimonios gestionados, Luxemburgo e Irlanda, aunque sus niveles próximos al 20% coinciden con los de Italia (Qlik, 2018).

Según la distribución del patrimonio de los países por la propiedad de las distintas SGIIC, la industria española es aquella con mayor presencia bancaria, seguida de Italia

¹⁹ Mientras que España se encuentra en el 22% del patrimonio de fondos mundial bajo la etiqueta europea, Estados Unidos representa la mitad del patrimonio mundial, según el Banco Mundial (Divakaran et al., 2015).

y Alemania. Entre los países europeos de con menores SGIIC afiliadas a banca se encuentran el Reino Unido, Suiza y Francia, aunque no existe un organismo convergente mayoritario (Divakaran, Buxton, St. Giles, y Atamuratova, 2015).

En segundo lugar, las comisiones de los fondos españoles coinciden con las de países europeos con patrimonios similares, como Italia. En comparación con los grandes patrimonios europeos, las comisiones de España son elevadas, incluso duplicando el coste para el inversor. Varios estudios coinciden en esta conclusión (Cremers, Ferreira, Matos, y Starks, 2011; Khorana, Servaes, y Tufano, 2008), justificada en los valores del ratio TER²⁰.

La importancia del sector bancario en la industria de IIC española también ha sido relacionada con los valores del TER, intentando encontrar un comportamiento distinto al de otros países sobre las comisiones asumidas por el inversor. Actualmente, las economías de escala que pueden generar las SGIIC afiliadas a la banca no afectan al conjunto de comisiones afrontadas (Cambón y Losada, 2012).

En tercer lugar, si comparamos los beneficios obtenidos por las distintas industrias, la española es una de las más bajas, reforzando las características de los gestores expuestas con anterioridad. En comparación con las grandes industrias europeas de Irlanda y Alemania, al igual que de aquellas de tamaño similar como Italia, España es la que peor performance y alpha de Jensen²¹ obtiene (Ferreira, Keswani, Miguel, y Ramos, 2012).

1.1.2. Estructura de la industria de fondos de inversión en España

Las características y comportamientos de los agentes involucrados en la industria de fondos de inversión también se encuentran influenciados por los organismos e instituciones externos vinculados al sector. Dentro de estas instituciones se encuentran

²⁰ TER o Total Expense Ratio es una medida que relaciona los costes soportados por el fondo y el patrimonio del mismo. Esta magnitud representará la participación en los gastos del fondo materializados en comisiones de gestión, comercialización, legales, auditoras y otros gastos.

²¹ El alpha de Jensen, o alpha, es una medida del rendimiento de una cartera definida como la diferencia entre los beneficios de un periodo y sus beneficios esperados en condiciones libres de riesgo, de riesgo sistemático y ante los beneficios del mercado (Jensen, 1969).

los mercados operativos, los mediadores y tipos de competidores y los organismos y mecanismos reguladores.

Mientras que existen otros mediadores fuera de la industria de IIC, todos ellos operan en mercados comunes. Estos competidores pueden clasificarse según regulación por aquellos, al igual que la industria de IIC, están supervisados por la CNMV, y aquellos fuera de la regulación. Dentro de los mediadores controlados por la CNMV se encuentran las Empresas de Servicios de Inversión (ESI)²², Fondos y Sociedades de Capital De Riesgo y Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación. Los mercados correspondientes a este primer grupo de agentes son el mercado de Bolsas de Valores, el mercado de Futuros y Opciones Financieras (MEFF), el mercado de Renta Fija Privada (AIAF) y el mercado de Deuda Pública.

El conjunto de fondos de inversión que compiten en estos mercados se ven delimitados por la CNMV (España, 2009)²³ según su vocación inversora²⁴. Dentro de esta clasificación, los fondos utilizados en el estudio se encuentran en el Cuadro 1.1. Tipos de fondos.

²² Dentro de estas empresas se encuentran las Sociedades y Agencias de Valores, gestionando pequeños patrimonios, las Sociedades Gestoras de Carteras con grandes patrimonios y Empresas de Asesoramiento Financiero.

²³ La Circular 1/2009 publicada en el BOE comienza en 2009, siendo su última modificación en 2011.

²⁴ Según otras especificaciones, los fondos estudiados pueden considerarse Fondos Índice ya que toman como referencia un índice bursátil o de renta fija para llevar a cabo sus inversiones y Fondos de Inversión Mobiliaria ya que no invierten principalmente en inmuebles para su explotación.

Tabla 1.1. Tipos de fondos

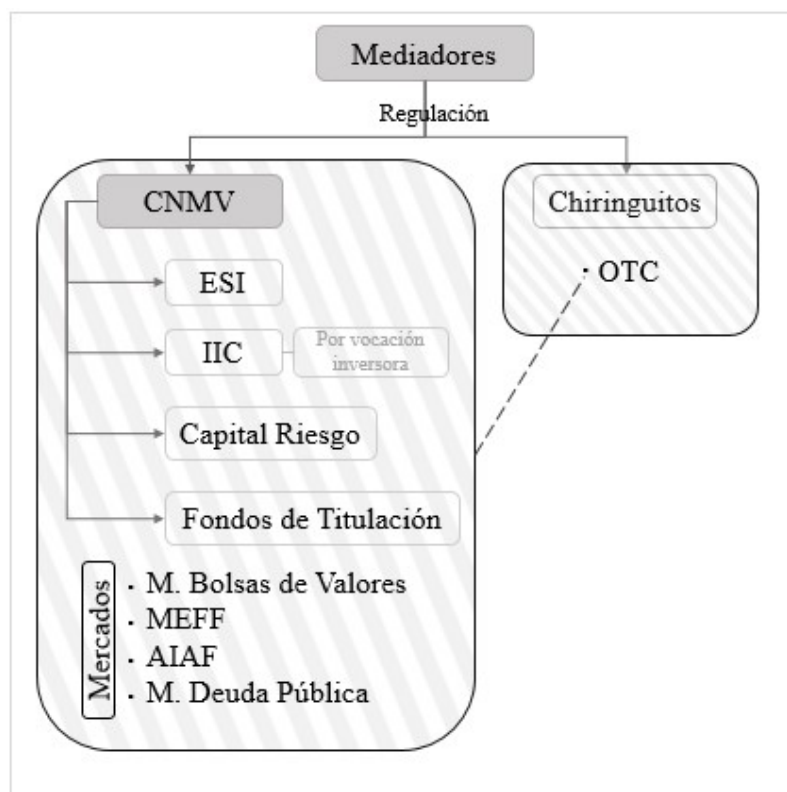
Fondo Renta Fija Mixta Euro	Se caracterizan por invertir menos del 30% en renta variable. Esta misma limitación se encuentra en la inversión fuera de la zona euro, teniendo en cuenta el riesgo divisa.
Fondo Renta Variable Mixta Euro	Mientras que la inversión en renta variable se encontrará entre el 30% y el 75%, la exposición fuera de la zona euro será como máximo del 30%.
Fondo Renta Variable Mixta Internacional	En comparación con los fondos de RV Mixta Euro, se podrá superar el 30% de la inversión fuera de la zona euro.
Renta Variable Euro	La inversión en renta variable será mayor al 75% y al menos el 60% de ella será sobre la zona euro. Como máximo la exposición al riesgo divisa será del 30%.
IIC de Gestión Pasiva	Se caracterizan por reproducir un índice
Global	Su vocación inversora es indefinida.

Fuente: elaboración propia a partir de la CNMV (España, 2009)

Además de los competidores que operan en sus mismos mercados, existen otros en mercados Over The Counter (OTC) o no organizados. La principal característica de estos mercados y los agentes que operan en ellos es la falta de regulación, aunque agentes regulados por la CNMV pueden actuar en ellos, en determinadas condiciones²⁵ y comunicándose al organismo supervisor (España, 2007).

En la figura 1.2. se observa la estructura en la que se engloba la industria de IIC y los fondos de inversión. Esta estructura al igual que los tipos de fondos vistos, denotan una concentración administrativa con una mayor fragmentación en la estructura de gestión de los fondos.

²⁵ Véase la directiva MiFID II y el reglamento MiFIR (ESMA, 2014).

Figura 1.2. Estructura competitiva de los fondos de inversión

Fuente: elaboración propia.

El papel de la estructura, competencia y mercados, puede modificar o incluso determinar la política de inversión de un fondo. Por lo tanto, los efectos de la cooperación en la competencia (Blocher, 2013) o la visibilidad del fondo en la estructura (Dumitrescu y Gil-Bazo, 2015) también pueden suponer un cambio fundamental. Estas características se encuentran ligadas a las motivaciones tendenciales del fondo.

Según las conclusiones de Levy (1967), De Bondt y Thaler (1987), se definen las siguientes estrategias de inversión:

- Inversión Momentum: es una estrategia tendencial caracterizada por la compra de valores históricamente ganadores y la venta de valores históricamente perdedores.
- Inversión Contrarian: es una ideología basada en la hipótesis de exageración en los mercados bursátiles. Por lo tanto, los inversores contrarian actúan opuestamente a la tendencia popular sobre un valor.

1.1.3. Marco regulatorio

Dentro de la estructura de la industria existe un agente de conexión directa entre la organización interna y externa de un fondo de inversión, la entidad reguladora. La vinculación entre el fondo y la entidad reguladora se genera a partir de una normativa que asegure un nivel mínimo de diversificación, liquidez y transparencia (CNMV, 2016).

Desde 1991, el agente encargado de supervisar y controlar a la industria de IIC ha sido la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que responde ante el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (España, 1991)²⁶.

Por lo tanto, la CNMV es la encargada de autorizar y realizar el registro de IIC (España, 2012), al igual que de supervisar, inspeccionar y sancionar según la normativa. La Comisión también podrá desarrollar los aspectos de leyes y reglamentos que crea convenientes en sus circulares.

La supervisión permitirá el buen funcionamiento de la operativa de los fondos de inversión y otras IIC. Es decir, las suscripciones, reembolsos y traspasos de participaciones. El control de las suscripciones incluye en de la información y comercialización de los mismos, dados por un intermediario o por la propia SGIIC, directa o indirectamente. Esto supone una serie de deberes por parte de la gestión del fondo, tanto de transparencia con los clientes inversores²⁷, como con la CNMV mediante informes trimestrales y comunicaciones públicas de hechos relevantes.

La CNMV, velando por el bien de la operativa y de los inversores, también es la encargada de disolver cualquier conflicto de interés que cuestione la responsabilidad contractual entre los agentes. Varios autores han cuestionado la capacidad supervisora y sancionadora de estos actos en España con respecto a otros países (Golez y Marin, 2015; Hao y Yan, 2011; Mahoney, 2004; Moreno y Rubio, 2007). Destaca la

²⁶ Tras la armonización europea, también existen directrices de la autoridad europea del Mercado de Valores ESMA.

²⁷ Referente a la transparencia se incluye información mediante los folletos informativos y el documento de datos fundamentales para el inversor.

comparativa de Golez y Marin (2015) con respecto a los niveles de prosecución españoles y estadounidenses, donde los españoles son muy bajos. Los datos procedentes del informe anual de 2017 (CNMV, 2018b) revelan que solo el 18% de los casos abiertos en ese año se cerraron también en el mismo. El número de prosecutions ante información privilegiada o manipulación desciende anualmente, siendo la mayoría de estas infracciones consideradas leves.

Estas actuaciones dan lugar a un escenario más propenso a la existencia de conflictos de interés que en otros países. En concreto, en relación con los conflictos de interés referentes a la diligencia de las SGIIC con su propietario o su cliente partícipe.

Esta brecha legal también ha sido abordada en los dos últimos años por la CNMV. En 2017, se introduce un borrador en el cual se asume una futura reducción del número de valores propiedad del mismo grupo de la SGIIC (CNMV, 2017a). Esta primera aproximación toma como referencia otras legislaciones internacionales en las cuales se limita o directamente no se permite este tipo de inversiones, como es el caso de Estados Unidos (2018)²⁸. A finales de 2017 (CNMV, 2017b), se descarta la acotación de la inversión específica de estos conflictos, aunque se incluye la autorización previa de la CNMV ante ellas.

Finalmente, la última Guía Técnica relacionada con estos conflictos (CNMV, 2018a), define con mayor exactitud las vinculaciones entre SGIIC, propietarios e inversores implicadas en estas relaciones y recuerda la importancia de que todo tipo de operaciones se realicen bajo el interés exclusivo del inversor. Esta directiva no incluye otro tipo de medida, sino que refuerza la autorización previa de la CNMV, sin especificar los requisitos de autorización.

Por lo tanto, se puede afirmar que el marco regulatorio de la industria española de IIC es complejo y de gran ayuda para el buen funcionamiento interno y externo de los fondos de inversión. De todas maneras, todavía son necesarias medidas en distintos ámbitos. El

²⁸ Ley de 1940 sobre las compañías de inversión cuya última modificación se realiza el 24 de mayo de 2018.

más influyente en el estudio realizado incluye la normativa ante conflictos de interés y la falta de limitaciones en la inversión de ciertos títulos por parte de las SGIICs.

1.2. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS Y SUS TEORÍAS DE PARTIDA

La problemática que engloba el concepto de los conflictos de interés ha sido abordada en el pasado por múltiples académicos en distintas y muy variadas áreas. Desde su origen en la psicología ética (Aubert, 1963), este concepto ha sido acuñado en otras disciplinas, con el fin de mitigar trabas entre distintos sujetos que impedían el desarrollo de las mismas. También se puede destacar la importancia de los conflictos de interés en la abogacía de los 70 (Grey Anderson, 1978), y la medicina de los 80 (Thompson, 1993).

Pero sin duda, para poder definir los conflictos de interés, y sus distintas soluciones y áreas de estudio, es necesario comenzar por su planteamiento inicial en la Teoría de Agencia. Esta teoría permitió el desarrollo de la Teoría de los Stakeholders. Ambas generalizaron conceptos de gran amplitud que fueron especificados por las distintas disciplinas, una de las más relevantes fue la financiera. De esta bifurcación, nacen multitud de estudios relacionados con los conflictos de interés financiero, incluyendo la industria de IIC y los fondos de inversión. Particularmente, la Teoría Conductual de los Fondos de Inversión asume un alto grado de especificación sobre los problemas éticos que engloban la industria y sus distintos interesados.

1.2.1. *La reconstrucción de la Teoría de la Firma. La introducción de la Teoría de Agencia*

La Teoría de Agencia surge de la necesidad de Jensen y Meckling (1976) de determinar las relaciones entre los distintos grupos de interés de una firma. Con anterioridad a la Teoría de Agencia, estas relaciones se incluían ambiguamente en la Teoría de la Firma²⁹. Otros intentos en la materialización de la Teoría, e inspiración de Jensen y

²⁹ La Teoría de la Firma, denominada por los autores como una “caja negra”, asume las relaciones dadas en los mercados centradas en la creación de valor por la maximización de beneficios y la optimización de los recursos

Meckling, fueron las especificaciones funcionales sobre las relaciones de agencia de Ross (1973)³⁰.

Con anterioridad a la generación de la Teoría de Agencia, otras teorías y conceptos han surgido de la redefinición, por múltiples académicos, de la Teoría de la Firma. En concreto, la contribución de Coase (1937) a las relaciones contractuales supone un paso intermedio entre ambas teorías.

Coase propone una definición de empresa, considerada un conjunto de grupos de individuos con distintas características, intereses e informaciones, que, por lo tanto, motiva las relaciones contractuales. Este enfoque, descarta la motivación de las relaciones por los precios de mercado, situando la importancia en la coordinación de los recursos de la empresa. En consecuencia, los acuerdos de estas relaciones tendrán una serie de características. Aunque los pactos pueden ser explícitos o implícitos, en ellos se recogen las responsabilidades y privilegios de los grupos de empresa. La aceptación de las partes será voluntaria y motivada por el contenido del acuerdo. Las desventajas del modelo contractual, desarrolladas posteriormente por Jensen y Meckling, son la racionalidad limitada, la información imperfecta y los acuerdos inconclusos.

Por lo tanto, la Teoría de Agencia analiza las relaciones contractuales dadas entre los distintos grupos de interés, o stakeholders, que forman parte de una misma organización corporativa, es decir, analiza las relaciones de agencia. En estas relaciones existen dos contrapartes, el principal y el agente³¹. El principal delega una serie de decisiones de autoridad, sobre sus recursos, en el agente. Este servicio, por parte del agente, debe de ser motivado por el principal con incentivos que consigan que los intereses de ambas partes converjan.

Debido a que inicialmente, los intereses de las distintas partes no coinciden, esta relación puede derivar en distintas problemáticas. Por esta razón, la teoría asume la

³⁰ El estudio de Ross sobre las relaciones de agencia utilizó la eficiencia de Pareto para cuantificar la relación contractual entre distintos agentes en las condiciones de un mercado eficiente

³¹ Debido a la simplificación de las relaciones entre un principal y un agente, la relación de agencia también recibe el nombre de relación principal-agente

racionalidad limitada de los grupos de interés e identifica como las principales características de la relación de agencia la divergencia de intereses y la asimetría informativa entre los distintos grupos (Gómez Calvet, Piñol Espasa, Reig Pérez, y Rodrigo González, 2006).

Además de estas propiedades, se debe tener en cuenta la complejidad de las relaciones. Todos los modelos organizativos se encuentran compuestos por múltiples relaciones de agencia interconectadas. En el caso de la industria de IIC española, en concreto de los fondos de inversión estudiados, sucede exactamente lo mismo. Dentro del conjunto de redes contractuales cabe señalar dos relaciones principal-agente capitales en el estudio.

La primera relación identificada en los fondos de inversión es aquella entre el inversor o cliente y la sociedad gestora del fondo. Estas relaciones contractuales explícitas especifican al inversor o partícipe del fondo como principal y a la sociedad gestora como agente, ya que el patrimonio del partícipe es gestionado en el fondo por la gestora. Esta primera relación recibirá el nombre de relación partícipe-gestora.

La segunda relación identificada es aquella entre el propietario de la sociedad gestora y la propia sociedad gestora. Esta relación también explícita ante contrato, caracteriza de nuevo a la sociedad gestora como agente, siendo el propietario de la misma el principal. Esta relación recibirá el nombre de relación propietario-gestora.

La divergencia de intereses

El origen de la relación de agencia se encuentra en los intereses de los distintos grupos, que pueden alinearse con el fin de conseguir un objetivo común. Por consiguiente, la divergencia de estos intereses desencadena conflictos de interés, y suponen el primer motivo de los problemas de agencia. La normativa considera y regula este concepto, generalizando el conflicto entre cliente y empresa, y buscando siempre la protección del cliente ante los mismos (España, 2015).

En las relaciones desarrolladas con anterioridad se pueden analizar diversos intereses y divergencias entre los grupos de interés.

En la relación partícipe-gestora, los intereses de ambos grupos convergen en el aumento del patrimonio del fondo, y por lo tanto del partícipe, aunque pueden existir otros intereses por parte de la gestora.

Dentro de los principales intereses de la gestora se incluyen otro tipo de actuaciones que permiten un mayor crecimiento de la sociedad, independientemente de la gestión de fondos. Otros intereses pueden llevar a la gestora a decisiones de inversión no óptimas para el fondo, que permitan asumir un menor riesgo o un menor grado de capacidades o habilidades.

Las relaciones propietario-gestora, al igual que sus posibles conflictos de interés, solo ocurren en el caso de que la sociedad gestora pertenezca totalmente, y por lo tanto este controlada, por compañías cotizadas, en las que los fondos de la sociedad puedan invertir. En el caso contrario, las sociedades gestoras se consideran independientes. Como se comentó en el capítulo anterior, las compañías cotizadas de mayor influencia en la industria de fondos de inversión son las entidades bancarias, que en el estudio asumirán el papel de propietarios de sociedades gestoras.

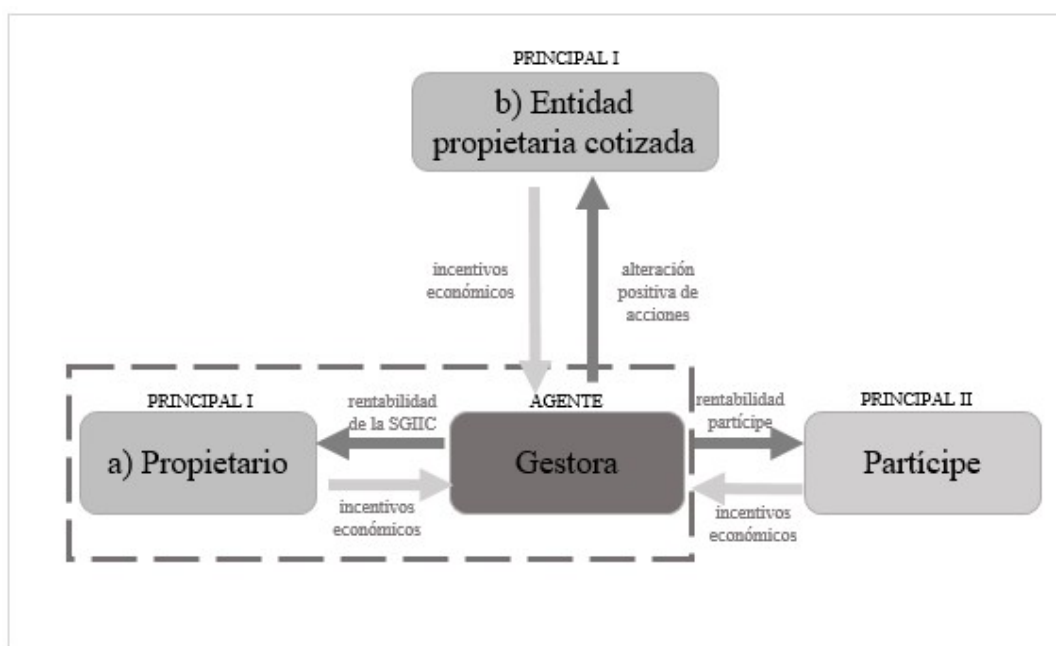
El principal al tratarse de una entidad cotizada posee varios intereses. El primero de ellos, como propietaria de la gestora busca un mayor rendimiento y crecimiento de la misma, interés alineado con la primera relación estudiada. El segundo, como entidad cotizada se alinea con los deseos de los accionistas, en busca de una menor volatilidad y utilidad marginal y una mayor liquidez.

Para cumplir este último deseo, el principal puede utilizar la gestión del agente, haciendo que la gestora invierta en sus acciones con dos fines principales. En primer lugar, la inversión en este tipo de acciones puede permitir un derecho de voto más fiable en la Junta General de Accionistas³². En segundo lugar, esta inversión, en determinados grados y cantidades, puede alterar el precio de la acción, cumpliendo las características óptimas de los accionistas.

³² Según Golez y Marin (2015), en España, las decisiones de la Junta General de Accionistas suelen alinearse con los deseos de la entidad cotizada. Por lo tanto, no suponen un gran campo de estudio en la investigación llevada a cabo.

Por lo tanto, ambas relaciones generan una cadena en la que la sociedad gestora es un doble agente, que sirve a dos principales. Aunque que el agente, independientemente, puede tener otros intereses, estos no suponen un gran problema ya que pueden ser mitigados por los principales con incentivos económicos. El mayor problema surge cuando los intereses de los principales son distintos y contradictorios. La decisión del agente de cumplir los objetivos de uno de los principales supone en todos los casos un conflicto de intereses. La finalidad del estudio permitirá comprobar la lealtad de la gestora ante el partícipe, óptima según la legislación expuesta (España, 2015), o los deseos contrarios de la entidad propietaria cotizada.

Figura 1.3. Cadena de relaciones de agencia en los fondos de inversión



Fuente: elaboración propia a partir de Gómez Calvet, Piñol Espasa, Reig Pérez, Rodrigo González (2006)

Ambas relaciones y sus posibles conflictos de interés dependen tanto de la regulación como de las características institucionales de cada país. En el caso estudiado, y como se comentó con anterioridad, en la actualidad, la regulación española, en comparación a otros países, permite una mayor inversión de la gestora en acciones de la entidad propietaria. Por lo tanto, se incentivan los intereses de crecimiento y control de la entidad propietaria, facilitando la existencia de conflictos de interés en ambas relaciones.

La asimetría informativa

En las relaciones de agencia, pueden suceder asimetrías en la información del contrato. Este concepto supone la falta de información de una de las partes sobre otro de los agentes involucrados en el contrato (Bebczuk, 2000).

Esta asimetría se materializa en un conflicto de interés, o divergencia, en el momento en el que uno de los agentes se aprovecha de la falta de información de otro. Este concepto de materialización recibe el nombre de selección adversa durante la negociación contractual y de riesgo moral³³ después de la contratación (Gómez Calvet et al., 2006). Frecuentemente este riesgo moral se atribuye al agente, figura con mayor información y control sobre los recursos del principal, que puede realizar una gestión contraria a los deseos contractuales.

Además de la asimetría informativa existe otro incentivo informativo en el riesgo moral, la información imperfecta. Un principal con asimetría informativa puede asumir que la información que obtiene es absoluta y por lo tanto su información es imperfecta o incompleta. Este concepto puede prolongar los efectos del riesgo moral, dificultando la gestión.

Con el fin de mitigar los efectos este tipo de informaciones y riesgos, varios autores califican tres mecanismos clave (Gómez Calvet et al., 2006; Hao y Yan, 2011). Estos mecanismos fortalecen las relaciones entre los grupos de interés y disminuyen los comportamientos oportunistas. La supervisión del agente, los contratos de incentivos y los depósitos de avales son los principales mecanismos de equilibrio contractual ante el riesgo moral. De todas maneras, este suceso puede ocurrir en ambas relaciones de agencia estudiadas.

Por un lado, en la relación partícipe-gestora es recurrente la falta de información por parte del partícipe. Durante los años de desarrollo de la industria de IIC, se ha identificado esta asimetría de información buscando su mitigación con distintas normativas. La CNMV ha permitido ampliar la información del partícipe obligando a la

³³ Otro nombre ofrecido por Bebczuk (2000) en su estudio acerca de la información asimétrica es el de riesgo ético.

SGIIC a presentar informes de resultados públicos, la entrega de folletos simplificado y completos, entre otras actuaciones.

Debido a las características que vinculan la industria de fondos de inversión con la banca, los partícipes pueden poseer también información imperfecta. Un ejemplo relativo a la elección de fondos es cuando un partícipe no basa su elección en el rendimiento del fondo, sino en la relación de confianza con la entidad bancaria.

Por otro lado, la relación propietario-gestora puede incluir información comprometida que anteponga los deseos del propietario como entidad cotizada. La decisión de inversión de la gestora en acciones del propietario puede modificarse por directrices o información privilegiada de la entidad cotizada.

Esta información puede suponer una ventaja al agente a la hora de cumplir los intereses de los principales. Si la gestora decide cumplir los intereses del propietario como entidad cotizada, la información sobre los acontecimientos de la entidad resultan claves para las decisiones de inversión. Este interés genera información oculta en la relación partícipe-gestora. La gestora también puede decidir invertir en el propietario cumpliendo los intereses del partícipe, alineados con la naturaleza del propietario. En este caso, la gestora puede obtener información privilegiada ante otros grupos de interés, como competidores. Esta información permitiría una mayor rentabilidad del partícipe, aunque pondría el riesgo la moralidad de la gestora con otras instituciones. Como se considera en capítulos anteriores, este tipo de inversiones son muy relevantes a la normativa que debe ampliarse con el fin de equilibrar la información de todos los agentes.

1.2.2. *La Teoría de los Stakeholders*

Los estudios desarrollados por Jensen y Meckling buscan el análisis de relaciones de agencia que permitan una mayor optimización en la organización corporativa. La motivación de estas relaciones deja de basarse en los mercados y en la Teoría de la Firma. En cambio, las relaciones se encuentran motivadas por los intereses de varios grupos de individuos. La Teoría de los Stakeholders supone un paso hacia delante para

las hipótesis de la Teoría de Agencia, formalizando los conceptos que envuelven la Teoría.

Anteriormente a la generación de la Teoría de los Stakeholders por Donaldson y Preston (1995), el concepto stakeholder se había desarrollado por múltiples académicos. De hecho, la definición de empresa propuesta por Coase (1937), puede simplificarse como el conjunto de stakeholders de la corporación. Los stakeholders, por lo tanto, son personas, o grupos, con intereses propios que pueden cumplirse en el proceso o funcionalidades de la empresa.

Con anterioridad, el concepto de empresa no se consideraba un grupo de individuos con distintos intereses, sino un grupo homogéneo definido como propietario, accionista o shareholder (Friedman, 1970). Este cambio en la responsabilidad social de la empresa supone un análisis más enriquecedor que permite enfocar con mayor facilidad los problemas de una corporación.

Por lo tanto, la Teoría de los Stakeholders comparte varias hipótesis de la Teoría de Agencia, ya que no solo redefine la empresa, sino que analiza las conexiones de la empresa considerando los intereses de los grupos corporativos. Estos intereses son definidos por Donaldson y Preston como intereses de valor intrínseco, confirmando que los grupos de interés, inicialmente, no comparten objetivos comunes con otros grupos³⁴.

Pero la Teoría no solo describe relaciones o predice las consecuencias de las mismas, también recomienda un conjunto de prácticas que constituyen la gestión de los stakeholders. Esta gestión propone conocer y solventar las necesidades de cada grupo de interés, teniendo en cuenta su grado de involucración en los procesos y decisiones de la empresa.

En torno a las relaciones estudiadas, podemos definir tres stakeholders principales, la entidad cotizada propietaria de la SGIIC, la SGIIC, y los partícipes de los fondos de la SGIIC. Aunque, dentro del estudio, estos stakeholders son aquellos de mayor

³⁴ Este concepto afirma la existencia de conflictos de interés, ya que la alineación de intereses depende de sistemas de incentivos entre los stakeholders.

involucración en la identificación de un comportamiento anómalo por parte del doble agente, existen otros secundarios. Dentro de los secundarios cabe señalar la importancia de la entidad reguladora, en su caso la CNMV y las SGIIC competidoras, en especial aquellas que invierten en la entidad cotizada y a su vez pertenecen a una entidad bancaria.

Posteriormente, se presenta otro enfoque de la Teoría (Folgado Fernández, Hernández Mogollón, y Mariño Romero, 2014; Post, Preston, Sachs, y Mattingly, 2004) en el que se tiene en cuenta tanto los estudios de Friedman como de Donaldson y Preston. Esta vez, la Teoría se especifica como las diferencias entre los intereses de los shareholders y los stakeholders. El objetivo principal de los accionistas o shareholders es maximizar la propiedad de la empresa. Este interés genera consecuencias, positivas o negativas, en el resto de stakeholders al igual que en el desarrollo de sus propios objetivos.

Por lo tanto, este nuevo enfoque reafirma el estudio de las relaciones partícipe-gestora y propietario-gestora, ya que incluyen objetivos de accionistas que influyen negativamente en el funcionamiento de la gestora y el cumplimiento de los objetivos de los partícipes.

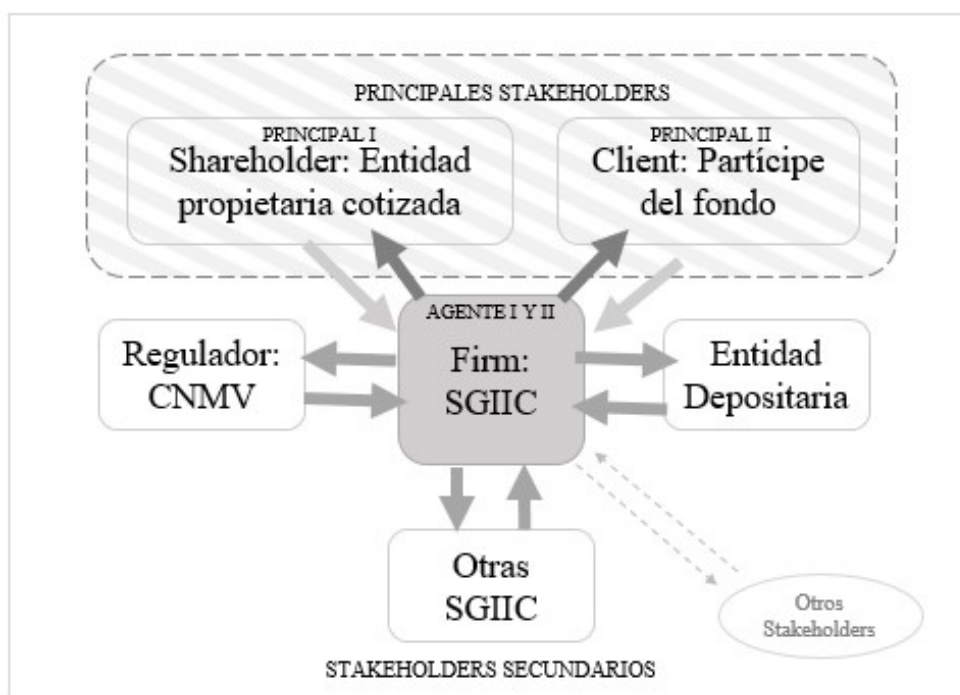
Además, los gestores contribuyen de una u otra forma a la creación de valor, ya sea ante las obligaciones de grupo corporativo o las obligaciones fiduciarias ante el cliente. Esta gestión del agente convierte a la propia sociedad gestora en principal beneficiario o perjudicado de sus acciones (Post et al., 2004). La responsabilidad social óptima, y por lo tanto el mayor beneficio de la entidad gestora, se encuentra en el bienestar social, renunciando al beneficio privado de la entidad propietaria cotizada (Folgado Fernández et al., 2014).

De nuevo, la Teoría de los Stakeholders implica la aparición de conflictos de interés. Debido a la generalización de la Teoría, no existen soluciones explícitas ante las relaciones de agencia estudiadas. Incluso en la generalización de la Teoría, existen

normas y leyes éticas, relacionadas con la RSC³⁵, de gran ambigüedad. El Código Olivencia (España, 1998), el informe Aldama (de Aldama y Miñón et al., 2003) o la Ley de Transparencia (España, 2013) son claros ejemplos de especificaciones de relaciones entre stakeholders y del buen gobierno corporativo. Aunque, en ninguna de ellas genera un mecanismo de actuación ante los conflictos de interés que puedan generarse.

En conclusión, la Teoría de los Stakeholders supone una justificación en el estudio de las relaciones de agencia seleccionadas. En la Figura 1.4. se introduce la cadena de relaciones de agencia de los fondos de inversión en el modelo de Stakeholders de Donaldson y Preston.

Figura 1.4. Teoría de los Stakeholders en la cadena de relaciones de agencia de los fondos de inversión



Fuente: elaboración propia a partir de Donaldson y Preston (1995)

³⁵ La Responsabilidad Social Corporativa (RSC) aborda las decisiones corporativas financieras, sociales y medio ambientales. Con respecto a la Responsabilidad Financiera, la RSC tiene en cuenta las prácticas éticas, las condiciones laborales, la sociedad, etc. (Rionda, 2002).

1.2.3. *La Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión*

Las dos teorías desarrolladas con anterioridad permiten definir y construir las principales relaciones de agencia del estudio. Ambas teorías parten de conceptos universales, desarrollados por distintas disciplinas y académicos con posterioridad. En torno a la industria de IIC y, en concreto, de los fondos de inversión afiliados a entidades bancarias destacan los estudios relacionados con los problemas de agencia de Golez y Marin, (2015), Gómez-Bezares y Przychodzen (2018), Hao y Yan (2011) y Choi (2017). Con una mayor amplitud teórica se encuentran los estudios de Holland (2016), de los cuales surge una nueva teoría, la Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión.

El propósito de la Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión es definir con mayor precisión los organismos, procesos y relaciones de los fondos de inversión que influyen en la cantidad y forma de invertir del fondo. Holland asume dos grandes características ante la elección de las estrategias de inversión de un fondo, las cuales también suponen desencadenantes principales de los conflictos de interés entre las relaciones de agencia estudiadas.

En primer lugar, la inversión del fondo se ve influenciada por los procesos jerárquicos, la amplitud y control de la firma y su influencia en la distribución de recursos, riesgos y autonomía. Por lo tanto, este aspecto también influye ampliamente en la relación propietario-gestora y sus posibles conflictos de interés. Dentro de las desventajas de esta propiedad se incluyen las complejas jerarquías y rígidas estructuras, la falta de independencia de ciertos stakeholders, la importancia del riesgo reputacional y la ausencia de diligencia.

En segundo lugar, la inversión del fondo se ve influenciada por la información de la amplitud de la firma y los procesos de intercambio. Como ventaja de la propiedad Holland destaca el exceso de recursos de la firma, en los cuales se incluye el exceso de información, o información privada. En el caso de que el exceso de información se utilice para mejorar la estrategia de inversión y la relación partícipe-gestora, puede generar conflictos en las relaciones propietario-gestora, y viceversa.

La Teoría Conductual de la Gestión de Fondos de Inversión también define las estrategias de inversión, que también suponen otros procesos y relaciones en los fondos. Holland destaca el impacto que pueden llegar a generar los fondos en su inversión. Mientras que la estrategia de inversión puede generar un impacto inmediato en los valores seleccionados, directamente relacionado con el grado de inversión, también puede generar un efecto rebaño³⁶. Además de este efecto, la inclusión del tiempo y de estrategias a largo plazo amplía las consecuencias en el valor de la inversión³⁷. Esta conclusión justifica los intereses del principal en la relación propietario-gestora, ya que teóricamente, el valor de una empresa puede modificarse por la inversión en la misma de los fondos.

Por lo tanto, la Teoría desarrollada por Holland permite finalmente contrastar las relaciones propuestas por teorías generales con una específica de los fondos de inversión.

1.3. REVISION DE LAS PRINCIPALES HIPÓTESIS EN TORNO A LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LA INDUSTRIA DE LAS IIC

Tras conocer y justificar las relaciones partícipe-gestora y propietario-gestora, se busca un mayor conocimiento de los conflictos en estas relaciones. En concreto, aquellos conflictos expuestos en gestoras propietarias de la entidad bancaria Banco Popular Español, al igual que de su conducta desarrollada.

Para poder llegar a construir hipótesis que permitan concluir en talante de estas gestoras, en un primer lugar se recurre al estudio de tres hipótesis desarrolladas y probadas en la literatura previa, y relacionadas con los problemas de agencia de la relación propietario-gestora-partícipe. Estas tres hipótesis se sustentan en estudios de académicos en la

³⁶ Dentro del efecto rebaño o Institutional Hearing se incluye la inversión Momentum y Contrarian (De Bondt y Thaler, 1987; Holland, 2016; Levy, 1967).

³⁷ Por ejemplo, las estrategias buy-and-hold en fondos de inversión pueden alargar los periodos de tendencia alcista, por cortos periodos de tiempo. Cuando los fondos escogen invertir en un título por un periodo de tiempo prolongado, tienden a incrementar sus posiciones gradualmente en el tiempo. Estratégicamente, el momento de venta será lo más breve posible.

industria de IIC y en concreto con las gestoras pertenecientes a entidades bancarias cotizadas.

Por lo tanto, estas primeras evidencias permitirán dar pie a moldear el estudio empírico propuesto mediante la creación de nuevas hipótesis que identifiquen la conducta de las SGIIC pertenecientes al Banco Popular en situaciones conflictivas de doble agencia.

1.3.1. *Price Support. Hipótesis de los eventos corporativos y el impacto de la cotización*

A lo largo del tiempo varios académicos han relacionado la Teoría de Agencia con la industria de fondos de inversión. Empíricamente destaca el estudio de Golez y Marin (2015), ya que dota de inspiración a los objetivos propuestos. *Price Support by bank-affiliated mutual funds* presenta a las gestoras como dobles agentes cumpliendo los deseos de los propietarios o los partícipes. En concreto, el estudio destaca la existencia de conflictos por la estrecha relación propietario-gestora, del cual nace el concepto de Sostenimiento de la Cotización o *Price Support*.

El concepto de *Price Support* incluye a cualquier fondo que compre acciones de su banco propietario con el objetivo de aumentar el valor de la acción del banco o evitar la caída del mismo. Este concepto se desarrolla en la relación propietario-gestora, llevando a cabo los intereses del principal. Dado que los incentivos del propietario a la gestora son mayores que los del partícipe, el banco maximiza su utilidad.

Del estudio de Golez y Marin (2015) como su continuación por Gómez-Bezares y Przychodzen (2018), se desarrollan tres hipótesis del *Price Support*:

- Primera hipótesis o condición necesaria del *Price Support*. El concepto de *Price Support* conlleva una inversión distinta por parte de los fondos de gestoras afiliadas a un banco que aquellas que no lo son. Por lo tanto, como condición necesaria de la existencia de *Price Support*, se busca la existencia de comportamientos distintos por gestoras, según su propiedad e inversión en la misma.

- Segunda hipótesis o hipótesis de los eventos corporativos del banco propietario. El impacto de la compra-venta de títulos por parte del fondo no se ve influenciado en el largo plazo, pero si puede pronunciarse en caso de eventos corporativos trimestrales de importancia, como pueden ser los cambios directivos³⁸. En este caso, el objetivo del *Price Support* es evitar la caída del valor del banco. Ya que los eventos corporativos generan incertidumbre, esta puede ser corregida por la compra de valores por parte de la gestora. Por lo tanto, el aumento de inversión por los fondos de la gestora se produce en momentos de cambios directivos.

- Tercera hipótesis o impacto en la cotización. El *Price Support* puede no ser efectivo en el momento que se realice, o incluso puede anticiparse. Por lo tanto, se debe de tener en cuenta la inversión antes de que los valores disminuyan.

Aunque el principal objetivo de estas hipótesis es mantener o aumentar el valor del banco propietario de las gestoras, también puede generar un efecto contrario. La priorización de los intereses del propietario puede llevar a cabo una reducción en el rendimiento del fondo, en las comisiones vinculadas al rendimiento y al incremento de gastos. Este paradigma resulta en la reducción de valor de la entidad bancaria. De todas maneras, los autores destacan como idóneas las condiciones bancarias y regulación española para la existencia de este tipo de conflictos.

1.3.2. *Hipótesis de información privilegiada y compartida*

Además de la divergencia de intereses, existen otros académicos que vinculan otro de los problemas de agencia, la asimetría informativa, con la industria de fondos de inversión. De estos estudios nacen dos hipótesis acerca de la asimetría informativa en la relación propietario-gestora-partícipe.

³⁸ La relación entre los anuncios de cambios directivos y los valores de las acciones de una firma se encuentra cuestionada por varios autores (Beatty y Zajac, 1987). Aunque su demostración empírica por parte de Jiaqui LI (2012), permite considerar este evento corporativo relevante en la decisión de inversión.

- La hipótesis de información privilegiada o *informational advantage hypothesis*. Esta hipótesis fue introducida por Hao y Yan (2011), y asume la existencia de información asimétrica entre propietario y gestora. En este caso, los gestores afiliados a la entidad propietaria explotan su información superior para beneficiar a los partícipes del fondo. Por lo tanto, ante información de la entidad propietaria³⁹ que perjudique a la misma, la gestora afiliada retirará anticipadamente su posición en la misma. Este también puede ser el caso de conocer eventos corporativos con anterioridad a su publicación, es decir, de los cambios directivos y su causa.

Además de la hipótesis de información privilegiada, Hao y Yan añaden la hipótesis de los conflictos de interés. Ambas tienen en común la repentina compra o venta de grandes cantidades de valores de la entidad propietaria. Es decir, se podrá observar cambios significativos en el tiempo, durante los trimestres, de la posición de la gestora en ese valor. La diferencia entre ambas hipótesis recae en el rendimiento de las gestoras afiliadas, que será mayor a las no afiliadas a la propietaria en la hipótesis de información privilegiada y menor en los conflictos de interés.

- La hipótesis de la información compartida o *information sharing hypothesis*. Esta hipótesis fue introducida por Choi (2017) y reafirma la hipótesis de información privilegiada. En ella, se asume la utilización de información privilegiada acerca de la situación de la entidad bancaria propietaria para producir predicciones y decisiones de inversión más certeras.

En ambas hipótesis relacionadas con la asimetría informativa, existen diferencias en el comportamiento de gestoras según su propiedad e inversión en la misma. Por lo tanto, estas hipótesis también parten de la misma condición que el concepto de *Price Support*. Todas las hipótesis suponen conflictos de interés en la relación propietario-gestora-partícipe y ofrecen distintos enfoques acerca de la compra y venta de títulos en el tiempo.

³⁹ Con anterioridad se atribuye a este tipo de información el nombre de información comprometida, y dota al agente, o gestora, de control para cumplir los intereses de uno de sus principales.

2. APLICACIÓN EMPÍRICA: EL CASO DEL BANCO POPULAR ESPAÑOL

Tras identificar las relaciones y conductas de la investigación, se desarrollará un análisis empírico que permita cumplir el objetivo principal del estudio. Con el fin de contrastar si los fondos del Banco Popular Español tuvieron un comportamiento distinto al de los fondos de otras gestoras, y ante sus cambios de dirección se procederá de la siguiente forma.

En un primer lugar, se situarán los conflictos de interés potenciales al Banco Popular, de los cuales surgirá una hipótesis principal a contrastar. Esta hipótesis principal generada y apoyada en estudios anteriores (Beatty y Zajac, 1987; Choi, 2017; Golez y Marin, 2015; Hao y Yan, 2011; Lettau, 1997), será el anclaje principal del análisis empírico de esta investigación.

Seguidamente, se recogerá una muestra manualmente que represente fielmente la inversión de distintos fondos en el Banco Popular. A continuación, y tomando como inspiración el análisis de Golez y Marin (2015), se construirán un conjunto de variables que permitirán verificar las hipótesis planteadas. Para ello, inicialmente se realizará un análisis descriptivo de la muestra que permita conocer las características de las variables generadas.

Como acercamiento intermedio al comportamiento de las gestoras y fondos se realizará un contraste de medias. Esta prueba dará a conocer si existen diferencias significativas entre las dos principales propiedades que separan la muestra, su propiedad o afiliación y sus actuaciones ante cambios directivos.

Finalmente se realizará un análisis de regresión que permitirá conocer las diferencias en las posiciones del fondo en la inversión en el Banco Popular.

2.1. CONFLICTOS DE INTERÉS POTENCIALES EN EL CASO DEL BANCO POPULAR ESPAÑOL: HIPÓTESIS DE LA INCERTIDUMBRE ANTE EVENTOS CORPORATIVOS

Tras conocer la situación de la entidad y su vínculo a relaciones con potenciales conflictos de interés, se procede a generar la hipótesis a contrastar empíricamente.

Esta hipótesis surge de la aplicación del conocimiento académico y evidencias previas del área de investigación, en el caso particular de los fondos del Banco Popular.

Con el fin de reflejar los comportamientos anómalos de las gestoras del Banco Popular, con respecto a otras gestoras, en sus relaciones propietario-gestora-partícipe, se concibe La Hipótesis de la Incertidumbre ante eventos corporativos.

▪ **Hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos.**

Según la teoría económica, varios estudios corroboran la influencia directa entre la incertidumbre en mercados y el pesimismo de los inversores (Bird, Reddy, y Yeung, 2011; Golez y Marin, 2015).

Un ejemplo de incertidumbre en los mercados son los cambios corporativos de importancia en las entidades cotizadas, en concreto, los cambios directivos. Según Beatty y Zajac (1987), los cambios directivos pueden suponer una reducción en el valor de la firma, procedente de la incertidumbre generada. Esta afirmación se encuentra respaldada por los autores del concepto de Price Support (Golez y Marin, 2015) y de sus hipótesis, considerando los cambios de directivos como “malas noticias o *bad news*”.

Por lo tanto, si el mercado entiende los cambios directivos de la entidad como un acontecimiento de incertidumbre, la posición de los fondos en la entidad variará en el momento de dichos cambios. Si, por el contrario, el mercado no considera una “mala noticia” el cambio directivo, la posición de los fondos en la entidad no variará significativamente entre los periodos considerados.

En consecuencia, la posición en acciones de la entidad puede presentar distintos comportamientos en los fondos. La diferencia, de que parte del mercado opte por un comportamiento distinto al resto, puede deberse a información asimétrica o privilegiada (Lettau, 1997). En el estudio realizado, esta fragmentación del mercado divide a los fondos afiliados al Banco Popular de aquellos que pertenecen a otras entidades crediticias. Esta división cumple con el objetivo del estudio, ya que denotaría un comportamiento anómalo por parte de los fondos afiliados al Banco Popular.

La hipótesis de incertidumbre ante cambios corporativos en el Banco Popular parte de dos condiciones necesarias. En primer lugar, la existencia de cambios directivos en la entidad del Banco Popular Español. En segundo lugar, un posicionamiento distinto por parte de los fondos afiliados al Banco Popular, de aquellos no afiliados, en las acciones del Banco Popular.

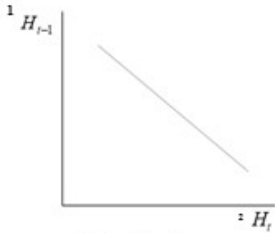
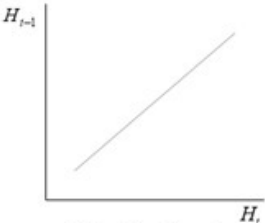
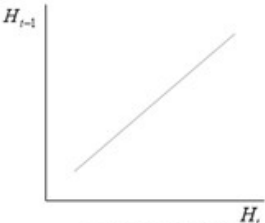
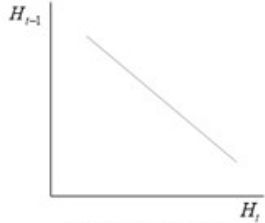
Esta segunda condición dependerá a su vez de cómo visiona el mercado los cambios directivos del Banco Popular.

Si generan incertidumbre, la relación de inversión de la posición anterior a los cambios directivos a la actual será inversa, según el mercado, comportamiento utilizado por los fondos no afiliados al Banco Popular. En cambio, el comportamiento de los fondos afiliados al Banco Popular puede llegar a ser diferente al del mercado, siendo una de las razones la información privilegiada. Por ello, en casos de incertidumbre, la relación de inversión de la posición anterior a los cambios directivos a la actual será directa para los fondos afiliados.

Si no generan incertidumbre, la relación de la posición en el Banco Popular entre el periodo anterior al cambio directivo y el periodo en el que sucede será directa, según el mercado, comportamiento utilizado por los fondos no afiliados al Banco Popular. En cambio, la relación de la posición en el Banco Popular entre esos periodos será indirecta para los fondos afiliados.

En la siguiente tabla se pueden apreciar las condiciones entre las relaciones de posición de propiedad en el Banco Popular por los distintos grupos, en las dos situaciones tratadas.

Tabla 2.1. Segunda condición de la Hipótesis de Incertidumbre ante Eventos Corporativos

Cambios directivos	Comportamiento no afiliados	Comportamiento afiliados
Generan incertidumbre	 <p>Relación inversa</p>	 <p>Relación directa</p>
No generan incertidumbre	 <p>Relación directa</p>	 <p>Relación inversa</p>

¹ H_t : posición de propiedad en el Banco Popular en el trimestre t

² H_{t-1} : posición de propiedad en el Banco Popular en el trimestre $t - 1$

Fuente: elaboración propia.

Si la hipótesis se contrasta con éxito, y se cumplen ambas condiciones, se llegará a afirmar un comportamiento distinto por parte de los fondos afiliados al Banco Popular de aquellos que no lo son. El motivo potenciador de dicho comportamiento, por parte de los afiliados, puede vincularse a la búsqueda de la gestora a una mayor rentabilidad para los partícipes debido a una mayor información de la entidad que el resto de los competidores. Es decir, las gestoras

del Banco Popular utilizarán información privilegiada sobre las consecuencias de los cambios directivos de la entidad⁴⁰.

En definitiva, esta hipótesis permitirá especificar, en primer lugar, si existen diferencias entre las gestoras pertenecientes al Popular y el resto en torno a la inversión en los valores del Popular. En segundo lugar, se podrá deducir de dónde proviene la diferencia entre las gestoras, como un ejemplo de *Price Support*, o del riesgo moral de las gestoras del Banco Popular Español.

2.2. SELECCIÓN MUESTRAL

El estudio realizado pretende contrastar el comportamiento de los fondos del Banco Popular ante otras gestoras, y ante sus cambios directivos. Para ello utilizaremos la hipótesis expuesta con anterioridad en este capítulo, con el fin de demostrar y justificar dicho comportamiento.

El recorrido histórico del Banco Popular recopila las condiciones idóneas de estudio, debido a los diferentes eventos corporativos e impacto en cotizaciones y capital, especialmente en los últimos cuatro años⁴¹.

Con el fin de encontrar actuaciones dispares de ciertos fondos españoles que permitan aumentar o prevenir caídas de cotización en la acción del Banco Popular, generamos una primera selección bruta.

Por lo tanto, el primer criterio de selección conlleva la elección de fondos, pertenecientes o no al Banco Popular, que hayan invertido en el mismo tres trimestres

⁴⁰ La conclusión que ofrece la Hipótesis ante Eventos Corporativos se encuentra respaldada por los académicos Hao y Yan (2011) y su *informational advantage hypothesis*, al igual que por Choi (2017) y su *information sharing hypothesis*.

⁴¹ Según la página oficial de la Bolsa de Madrid (Bolsas y Mercados Españoles 2018, 2018), la variación en acciones del Banco Popular en los últimos cuatro años asciende al 99,78% y la variación de capitalización a -84,78%, altas variaciones producidas por las múltiples ampliaciones de capital de la entidad financiera.

no consecutivos durante los últimos cuatro años. Estos fondos, en todos los casos, serán pertenecientes a Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva registradas en la CNMV.

Como segundo criterio, y con el fin de armonizar la muestra seleccionada, se descartan aquellos fondos no pertenecientes a entidades bancarias (fondos de gestoras independientes, SICAV, ect).

La muestra se reduce a dieciocho fondos de los cuales la mitad pertenecen a gestoras de fondos cuyo propietario final es el Banco Popular. En el anexo se puede consultar el cuadro de los fondos seleccionados como su gestora y la propiedad de la misma.

Por lo tanto, la muestra final, un total de 288 observaciones, consiste en los datos de 18 fondos durante el periodo trimestral de 2014 a 2017. Estos fondos se caracterizan por poseer inversión en el Banco Popular en renta variable, acciones, y por pertenecer a entidades bancarias con posesión de al menos una gestora de fondos. Aquellos fondos pertenecientes a las dos gestoras del Banco Popular, Allianz Popular Asset Management, SGIIC, S.A. y Popular Gestión Privada, SGIIC, S.A., se denominarán “afiliados” mientras que aquellos no pertenecientes formarán el grupo de fondos “no afiliados”.

Tabla 2.2. Criterios de selección de la muestra final

Criterios de selección	Número de fondos
1. Fondos de SGIIC registrados en la CNMV	1199
2. Fondos con inversión en el BPE en los últimos cuatro años	33
3. Inversión durante tres trimestres no consecutivos	20
4. Fondos de SGIIC pertenecientes a entidades bancarias	18
Muestra final	18

Fuente: elaboración propia.

Debido a la falta de accesibilidad a bases de datos con la información requerida, los datos de panel muestrales se obtienen manualmente. La fuente de recogida de cada caso se lleva a cabo a partir de los informes trimestrales de cada fondo emitidos por la

CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)⁴². Con respecto a la información referente a las acciones del Banco Popular Español, se recoge de los informes trimestrales emitidos por el Banco Popular Español al igual que de la Bolsa de Madrid.

2.3. CONSTRUCCIÓN DE VARIABLES

Con el objetivo de encontrar relaciones que verifiquen un comportamiento opuesto entre los fondos afiliados y no afiliados se construye una serie de variables. La inspiración de las mismas recae en el trabajo de Golez y Marin (2015) al igual que en el razonamiento económico.

Las primeras variables expuestas a continuación pretenden ser aquellas de criterio ante la posición del fondo sobre la inversión en el Banco Popular. Dentro de las cuales encontramos dos, $H_{f,t}$ y $\Delta H_{f,t}$.

La posición de propiedad en el Banco Popular del fondo f en el trimestre t , o $H_{f,t}$, es la división entre la inversión en el Banco Popular del fondo f en el trimestre t y el promedio trimestral t de la capitalización del Banco Popular⁴³. Por lo tanto, la construcción de $H_{f,t}$ es la siguiente:

$$H_{f,t} = \frac{A_{f,t}}{MC_t}$$

La variación de la posición de propiedad en el Banco Popular del fondo f en el trimestre t , o $\Delta H_{f,t}$, consiste en la diferencia de la posición de propiedad de un periodo t con su periodo anterior $t-1$, consistiendo en:

⁴² Los informes públicos periódicos incluyen la información del Documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) al igual que la información trimestral del fondo.

⁴³ La inversión del fondo en el Banco Popular, o $A_{f,t}$, proviene del detalle de inversiones financieras de los informes trimestrales de cada fondo publicados por la CNMV. En cambio, el promedio trimestral de la capitalización del Banco Popular, o MC_t , proviene de las memorias trimestrales publicadas por el Banco Popular Español.

$$\Delta H_{f,t} = H_{f,t} - H_{f,t-1}$$

Los siguientes dos grupos de variables pretenden ser explicativos de aquellas dependientes. En un primer lugar encontramos las variables denominadas control⁴⁴, basadas en la literatura previa, donde se incluyen los flujos de caja, el patrimonio, las comisiones, el estilo y los beneficios anuales diferidos de cada fondo.

Los flujos netos de caja, o $NETFLOW_{f,t}$, se define como el conjunto de reembolsos y suscripciones de un fondo f en el periodo trimestral t . Esta primera variable de control recopila información sobre los inversores individuales y su comportamiento, hecho que afecta a la gestión y posiciones del fondo (Ivković y Weisbenner, 2006).

El patrimonio del fondo f en el periodo trimestral t toma el nombre de $AUM_{f,t}$. La importancia del tamaño de las sociedades gestoras de IIC y sus fondos influye no sólo en su rendimiento (Chen, Hong, Huang, y Kubik, 2004) sino también en el tipo de compañías en las que se invierte (Gompers y Metrick, 2001) y por lo tanto su posición en cada propiedad.

Los gastos repercutidos del fondo f en el periodo trimestral t , o $FEES_{f,t}$, incluyen las comisiones implícitas de gestión, gestión corriente, depositario, servicios exteriores y otros gastos de explotación. Los gastos y costes de transacción del fondo afectan a la composición del mismo ya sea por su influencia en la rentabilidad del fondo (Carhart, 1997), o en la elección del inversor. Dentro del conjunto de gastos repercutidos podemos dar mayor influencia a aquellos implícitos⁴⁵ ya que suponen un mayor rechazo al inversor individual (Barber, Odean, y Zheng, 2005).

El estilo del fondo, o $STYLE_{f,t}$, hace referencia al perfil de riesgo del fondo f en el periodo trimestral t . Esta variable busca la categorización de los fondos estudiados y,

⁴⁴ Los datos obtenidos sobre las variables control provienen de los estados de variación patrimonial encontrados en los informes trimestrales de cada fondo publicados por la CNMV.

⁴⁵ Dentro de las comisiones implícitas o deducidas del valor liquidativo del fondo encontramos las relacionadas con la gestión, gestión corriente y aquellas comisiones del depositario.

por lo tanto, en un principio se tuvieron en cuenta una serie de variables relacionadas, como el tipo de fondo, la vocación inversora y el perfil de riesgo. Con el fin de realizar esa categorización de la forma más armonizada, se elige un estilo relacionado con el perfil de riesgo, relación ya utilizada por Barberis y Shleifer (2003). El perfil de riesgo define la capacidad del inversor de asumir pérdidas y su valor proviene de la escala de riesgo limitada de uno, siendo el valor de menor riesgo, a siete, siendo el valor de mayor riesgo.

Figura 2.1. Escala del Riesgo Asumido



Fuente: elaboración propia a partir de Barberis y Shleifer (2003)

Los beneficios anuales diferidos del fondo f en el periodo trimestral t , o $LAGRET_{f,t}$, constituye la suma de los rendimientos de gestión o netos diferidos. Los rendimientos de gestión incluyen la suma de intereses, dividendos, resultados en renta fija, variable, depósitos, derivados e IIC al igual que otros resultados y rendimientos. Los rendimientos pasados pueden variar la forma de comprar acciones por parte del fondo (Grinblatt, Titman, y Wermers, 1995), y por ello supone una variable de interés para el estudio.

Como segundo grupo de variables explicativas encontramos las denominadas evento⁴⁶. Este conjunto de variables se caracteriza por la generación de eventos de influencia en el capital del Banco Popular Español al igual que por su dicotomía. Dentro del grupo encontramos un evento de importancia.

⁴⁶ Los datos obtenidos sobre las variables evento provienen de las comunicaciones de hechos relevantes.

Este evento, o $EVENT1_t$, se refiere a los cambios de dirección ocurridos durante el periodo estudiado. La variable toma el valor uno cuando se produce un cambio en la presidencia y dirección del Banco Popular Español en el periodo trimestral t , y toma el valor cero en el caso contrario.

Durante los cuatro años de estudio, existen dos periodos trimestrales con cambio de dirección. El primer cambio se produce el 20 de febrero de 2017 con cuatro incorporaciones en el equipo directivo, siendo la de mayor relevancia la producida en el puesto de Consejero Ejecutivo por Emilio Saracho Rodríguez (Banco Popular Español, 2017a). El segundo cambio se produce tras la adquisición de la entidad por parte del Banco Santander, S.A. comunicada a la CNMV el 7 de junio de 2017 (Banco Popular Español, 2017c). Este segundo cambio se caracteriza por la cesión de la totalidad de miembros del Consejo de Administración del Banco Popular, y la ocupación temporal del puesto de Consejero Ejecutivo por parte de José Antonio García Cantera. El último cambio dentro del periodo se lleva a cabo el 20 de junio de 2017, fecha en la cual se presenta el equipo de dirección permanente donde el cargo de Consejero Ejecutivo pertenece a Rodrigo Echenique Gordillo (Banco Popular Español, 2017b).

Por lo tanto la variable $EVENT1_t$ tomará en cada fondo el valor uno en el primer y segundo trimestre de 2017, y el valor cero en el resto de casos.

Los cambios directivos pueden suponer una reducción del valor de la firma (Beatty y Zajac, 1987), y por lo tanto, un cambio en la decisión de inversión de los fondos en la firma. En consecuencia, esta variable puede presentar distintos comportamientos en los fondos que se pueden atribuir, según la diferencia de afiliación, en información asimétrica o privilegiada (Lettau, 1997).

Este evento implica un cambio corporativo o un periodo de crisis para el Banco Popular y según Golez y Marin (2015) puede revelar un comportamiento diferencial entre aquellos fondos afiliados a la entidad y aquellos no pertenecientes a ella.

Finalmente, la última variable generada ofrece el mayor sentido al estudio. Se caracteriza por ser una variable independiente y dicotómica que separa los dos grupos

de investigación. La variable afiliación, o $AFFIL_{f,t}$, define si el fondo f se encuentra afiliado al Banco Popular Español en el periodo trimestral t ⁴⁷. Por lo tanto, $AFFIL_{f,t}$ toma el valor uno cuando el Banco Popular Español es propietario de la SGIIC del fondo f en el periodo trimestral t y toma el valor cero en el caso contrario.

Con el fin de simplificar las alternativas, el estudio se enfoca en conocer el comportamiento de distintos grupos de fondos, dependiendo de su eventualidad y afiliación, ante su inversión temporal en acciones del Banco Popular Español.

Un primer objetivo es conocer dicho comportamiento de los fondos afiliados con respecto a los no afiliados en el caso de que se produzca un cambio de dirección en el periodo trimestral t . Dicho comportamiento se definirá como $EVENT1_t * AFFIL_{f,t}$.

El segundo objetivo del análisis permitirá conocer la progresión de inversión de los fondos afiliados y no afiliados, definiéndose como $H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t}$. A su vez con la interacción $H_{f,t-1} * EVENT1_t$, se analizará la progresión de la inversión de los fondos durante y tras los periodos temporales de cambios directivos de la entidad.

Tras conocer el desarrollo individualizado de los grupos, se procede a conocer su comportamiento conjunto con la interacción $H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} * EVENT1_t$.

2.4. PRIMERAS EVIDENCIAS: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Con el fin de realizar una primera aproximación a la muestra recogida, la tabla 2.2 Recoge los principales estadísticos descriptivos de las variables utilizadas y de construcción.

⁴⁷ Los datos obtenidos sobre la variable provienen de la información individual sobre socios de cada SGIIC publicada por la CNMV en su página oficial.

Tabla 2.3. Estadísticos descriptivos de las variables de estudio y de construcción

<i>Variables</i>	<i>n</i>	\bar{X}	σ	<i>Me</i>	<i>Mín</i>	<i>Máx</i>
H	252	0,0240%	0,0586%	0,0092%	0,0000%	0,6661%
ΔH	234	-0,0009%	0,0633%	0,0000%	-0,5225%	0,6661%
A*	288	1.265,8	2.450,3	384,5	0,0	25.700,0
MC*	252	6.840.000,0	2.970.000,0	6.750.000,0	1.330.000,0	11.400.000,0
NETFLOW	288	3,18%	18,12%	-0,74%	-37,12%	135,63%
AUM*	288	250.000,0	383.000,0	115.000,0	5.047,0	2.450.000,0
LAGRET	288	1,31%	6,37%	0,81%	-12,70%	23,91%
FEES	288	0,47%	0,21%	0,48%	0,03%	1,72%
STYLE	288	5,45	1,18	6	3	7

*Variables representadas en miles de euros

Fuente: elaboración propia.

Asimismo, en la siguiente tabla 2.3 se exponen los estadísticos descriptivos limitados por la variable $AFFIL_{f,t}$. Por consiguiente, se distingue entre los fondos afiliados al Banco Popular Español de los fondos afiliados a otra entidad bancaria.

Tabla 2.4. Estadísticos descriptivos y afiliación de los fondos

<i>AFFIL</i>	<i>Variables</i>	<i>n</i>	\bar{X}	σ	<i>Me</i>	<i>Mín</i>	<i>Máx</i>
1	H	112	0,0094%	0,0155%	0,0046%	0,0000%	0,0610%
	ΔH	104	-0,0006%	0,0097%	0,0000%	-0,0552%	0,0368%
	A*	128	508,2	864,9	87,5	0,0	3.652,0
	MC*	112	6.840.000,0	2.970.000,0	6.750.000,0	1.330.000,0	11.400.000,0
	NETFLOW	128	1,27%	13,22%	-0,34%	-23,45%	72,71%
	AUM*	128	58.700,0	42.000,0	49.600,0	5.047,0	133.000,0
	LAGRET	128	1,14%	5,53%	0,70%	-11,24%	16,84%
	FEES	128	0,56%	0,19%	0,57%	0,06%	1,21%
	STYLE	128	5,30	0,88	6	4	7
0	H	140	0,0357%	0,0755%	0,0211%	0,0000%	0,6661%
	ΔH	130	-0,0011%	0,0847%	0,0000%	-0,5225%	0,6661%
	A*	160	1.871,9	3.067,3	988,0	0,0	25.700,0
	MC*	140	6.840.000,0	2.970.000,0	6.750.000,0	1.330.000,0	11.400.000,0
	NETFLOW	160	4,70%	21,16%	-0,94%	-37,12%	135,63%
	AUM*	160	404.000,0	459.000,0	244.000,0	48.600,0	2.450.000,0
	LAGRET	160	1,44%	6,98%	0,96%	-12,70%	23,91%
	FEES	160	0,39%	0,21%	0,41%	0,03%	1,72%
	STYLE	160	5,58	1,37	6	3	7

*Variables representadas en miles de euros

Fuente: elaboración propia.

El contraste entre los estadísticos descriptivos de la muestra total y los diferenciados por la variable $AFFIL_{f,t}$, permite discernir las características de los fondos afiliados al Banco Popular Español.

Los fondos denominados afiliados⁴⁸ pertenecen, por término medio, a familias de fondos más pequeños, como refleja su patrimonio. También se caracterizan por ser un 40% más caros de lo que pueden ser los no afiliados y obtienen peores resultados en torno al término medio de sus suscripciones y rentabilidad diferida.

Otra caracterización de los afiliados recae en su inversión en acciones del Banco Popular Español, definiendo su tendencia general con una menor inversión que los fondos no afiliados.

Un punto en común entre afiliados y no afiliados es su riesgo, ya sea reflejado en su estilo o en la desviación típica de su rentabilidad diferida, ofrecen una aceptación alta al riesgo.

En ambos tipos de fondos también podemos observar una variación negativa en la posición del fondo sobre la inversión en el Banco Popular. Esto señala una disminución en la inversión con el paso del tiempo tanto por fondos afiliados a la entidad como los no afiliados.

Cabe señalar que el conjunto de valores que representa los fondos afiliados es ligeramente más pequeño, ya que existe un total de 1.096 observaciones por trimestre de los afiliados ante las 1.370 de los no afiliados.

Asimismo, en la siguiente tabla 2.4 se exponen los estadísticos descriptivos limitados por la variable $EVENT1_t$. Por consiguiente, se distingue entre los periodos trimestrales de los fondos en los cuales se produce un cambio de dirección en el Banco Popular Español de aquellos en los que no existe tal transformación.

⁴⁸ Los fondos afiliados corresponden a los valores en los que $AFFIL_{f,t} = 1$, y por consiguiente su SGIIC pertenece al Banco Popular Español.

Tabla 2.5. Estadísticos descriptivos y cambio de dirección del Banco Popular Español

<i>EVENTO</i>	<i>Variables</i>	<i>n</i>	\bar{X}	σ	<i>Me</i>	<i>Mín</i>	<i>Máx</i>
1	H	18	0,0458%	0,1212%	0,0103%	0,0000%	0,5225%
	ΔH	18	-0,0248%	0,0508%	-0,0045%	-0,1644%	0,0215%
	A*	36	874,3	3.345,1	0,0	0,0	20.000,0
	MC*	18	3.820.000,0	0,0	3.820.000,0	3.820.000,0	3.820.000,0
	NETFLOW	36	0,39%	11,59%	-2,55%	-10,49%	57,09%
	AUM*	36	242.000,0	321.000,0	104.000,0	9.816,0	1.150.000,0
	LAGRET	36	-0,54%	7,02%	-0,15%	-12,70%	8,61%
	FEES	36	0,44%	0,15%	0,46%	0,08%	0,68%
0	STYLE	36	5,39	1,13	6	3	7
	H	234	0,0223%	0,0509%	0,0091%	0,0000%	0,6661%
	ΔH	216	0,0011%	0,0640%	0,0000%	-0,5225%	0,6661%
	A*	252	1.321,7	2.297,8	464,0	0,0	25.700,0
	MC*	234	7.070.000,0	2.950.000,0	6.910.000,0	1.330.000,0	11.400.000,0
	NETFLOW	252	3,57%	18,85%	-0,12%	-37,12%	135,63%
	AUM*	252	252.000,0	392.000,0	116.000,0	5.047,0	2.450.000,0
	LAGRET	252	1,57%	6,24%	0,96%	-12,18%	23,91%
FEES	252	0,47%	0,22%	0,48%	0,03%	1,72%	
STYLE	252	5,46	1,19	6	3	7	

*Variables representadas en miles de euros

Fuente: elaboración propia.

Como contraste entre los estadísticos descriptivos de la muestra total y los diferenciados por la variable *EVENTO*₁, se desarrollan las características de los fondos en los periodos con cambios directivos.

Los fondos que se encuentran en periodos de cambio de dirección pertenecen, por término medio, a familias de fondos ligeramente más pequeñas en patrimonio. Estos fondos también optan durante el periodo a abaratare levemente. Los resultados obtenidos por los fondos del periodo tienden generalmente a ser peores, obteniendo rentabilidades anticipadas negativas.

En los periodos de cambios directivos, por general, los fondos estudiados poseen una mayor posición en la inversión del Banco Popular Español que destaca por su disminución temporal. Por término medio, la inversión en el Banco Popular incrementa durante los periodos temporales donde no se producen cambios directivos.

Como se comentó con anterioridad, los periodos definidos por $EVENT1_t = 1$ son el primer y segundo trimestre de 2017. Debido a la propia definición de la variable, estos periodos suponen un grupo de observaciones considerablemente menor, alcanzando las 270 frente a las 2.196 cuando la variable toma el valor cero.

Con objeto de conocer la intensidad y dirección de la relación entre las variables estudiadas, se presenta en la tabla 2.5 la matriz de correlación de Pearson.

Tabla 2.6. Matriz de Correlación

	H	ΔH	NETFLOW	AUM	LAGRET	FEES	STYLE
H	1						
ΔH	0,5250*	1					
NETFLOW	0,0211	0,0754	1				
AUM	0,1774*	-0,0227	0,0544	1			
LAGRET	-0,0044	0,1004	0,0884	0,0157	1		
FEES	-0,0994	-0,0043	-0,0543	-0,1162*	0,0526	1	
STYLE	0,1517*	-0,002	-0,067	-0,3636*	0,0773	0,018	1

* $p < 0.05$

Fuente: elaboración propia.

Las correlaciones entre las distintas variables no destacan por su intensidad, de hecho, se puede afirmar la ausencia de multicolinealidad entre ellas. Dentro de las correlaciones estadísticamente significativas, con un nivel de confianza del 95%, se encuentran relaciones positivas y negativas.

Las correlaciones positivas y significativas incluyen las variables $H_{f,t}$ y $\Delta H_{f,t}$, $H_{f,t}$ y $AUM_{f,t}$, $H_{f,t}$ y $STYLE_{f,t}$. La primera de ellas se justifica en la naturaleza próxima de las variables. La relación ofrecida entre la posición del fondo en el Banco Popular Español con su patrimonio y estilo de inversión es positiva. Por lo tanto, las mayores posiciones del fondo en la entidad pueden corresponder con un alto número de activos gestionados y también con un perfil arriesgado. Estas características encajan con los fondos no afiliados, como comprobamos con anterioridad.

Las correlaciones negativas y significativas incluyen las variables $AUM_{f,t}$ y $STYLE_{f,t}$, $AUM_{f,t}$ y $FEES_{f,t}$. De estas relaciones se deduce que los fondos con un mayor patrimonio pueden corresponder a un perfil de riesgo conservador y un abaratamiento de las comisiones. Esta relación puede reflejar la existencia de economías de escala (Rohleder, 2015), al igual que un comportamiento conservador histórico (Chen et al., 2004).

2.5. CONTRASTE DE MEDIAS

Tras conocer las características que presentan las muestras seleccionadas según las variables dicotómicas estudiadas, se realiza un primer análisis para conocer sus comportamientos. En concreto, se busca un comportamiento diferencial de los fondos ante la posición de inversión en el Banco Popular Español.

Con el fin de comprobar que la inversión en acciones del Banco Popular Español, por término medio, es diferente entre los fondos, se realiza un contraste bilateral de medias. El conjunto de fondos sigue una distribución normal, con dos muestras independientes cuyas desviaciones típicas son distintas. Las primeras dos muestras independientes hacen referencia a los fondos afiliados y no afiliados. Las segundas muestras independientes hacen referencia a los fondos durante el periodo de cambio de dirección en contraposición con los fondos de periodos donde no ocurre el suceso.

En ambos casos, las hipótesis a contrastar, con un nivel de significación $\alpha/2$ ⁴⁹, son las siguientes:

$$H_0 : \mu_0 - \mu_1 = 0$$

$$H_1 : \mu_0 - \mu_1 \neq 0$$

En la tabla 2.6. se presentan los resultados del contraste de medias de la posición y variación de la posición de propiedad en el Banco Popular entre las distintas afiliaciones.

⁴⁹ Los niveles de significación utilizados son $\alpha/2 = 0,05$; $\alpha/2 = 0,01$ y $\alpha/2 = 0,001$.

Tabla 2.7. Contraste de Medias en $H_{f,t}$ y $\Delta H_{f,t}$ entre fondos afiliados y no afiliados

	AFFIL = 0		AFFIL = 1		$\mu_0 - \mu_1$	Estadístico t-Student
	n	μ_0	n	μ_1		
$H_{f,t}$	140	0.0003571	112	0.0000939	0.000263***	[3.63]
$\Delta H_{f,t}$	130	-0.0000114	104	-5.51E-06	-0.0000059	[-0.07]
N	252					

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Fuente: elaboración propia.

El contraste de medias de la posición del fondo en propiedad del Banco Popular revela un comportamiento diferencial. Se puede afirmar que los fondos no afiliados poseen, por término medio, una mayor participación en la entidad. Esta afirmación es estadísticamente significativa, con un nivel de error de 0,1%.

En cambio, en la variación de la posición del fondo en inversión del Banco Popular no se rechaza la hipótesis nula. Por lo tanto, no existen cambios significativos entre afiliados y no afiliados.

En la tabla 2.7. se presentan los resultados del contraste de medias de la posición y variación de la posición de propiedad en el Banco Popular teniendo en cuenta el suceso de cambio de dirección.

Tabla 2.8. Contraste de Medias en $H_{f,t}$ y $\Delta H_{f,t}$ ante el suceso de cambio de dirección

	EVENT1 = 0		EVENT1 = 1		$\mu_0 - \mu_1$	Estadístico t-Student
	n	μ_0	n	μ_1		
$H_{f,t}$	234	0.0002234	18	0.0004578	-0.000234	[-1.64]
$\Delta H_{f,t}$	216	0.0000111	18	-2.48E-04	0.000259	[1.67]
N	252					

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar, no existen cambios estadísticamente significativos. Los fondos no asumen una mayor o menor participación en el Banco Popular independientemente de su situación directiva.

2.6. ANÁLISIS DE REGRESIÓN

Con el propósito de conocer la relación e intensidad de la influencia de determinados factores en la posición de propiedad, en el Banco Popular de los fondos estudiados, se realiza un análisis de regresión.

Este análisis permitirá complementar las afirmaciones ya realizadas sobre las variables seleccionadas. También demostrará si existe una inversión en el Banco Popular ascendente o descendente durante los periodos por los distintos grupos de fondos.

Por lo tanto, el objeto de la utilización de esta técnica multivariable reside en la naturaleza explicativa, y no predictiva, del estudio.

Partiendo de la muestra seleccionada, se genera un modelo inicial que trate de explicar la inversión producida por el fondo en acciones del Banco Popular Español. Esta explicación permite generar dos variables endógenas, $H_{f,t}$ y $\Delta H_{f,t}$.

El estudio realizado por Golez y Marin (2015) permite seleccionar un conjunto de variables explicativas de la posición de propiedad en el Banco Popular. Estas variables pueden dividirse en las denominadas control y categóricas.

Las variables control utilizadas en este análisis ofrecen una explicación generalizada de la inversión en un valor por parte de un fondo. Dentro de este grupo de variables encontramos $NETFLOW_{f,t}$, $AUM_{f,t}$, $LAGRET_{f,t}$ y $FEES_{f,t}$, todas ellas cuantitativas.

Las variables categóricas constituirán el grupo de variables explicativas que tratan de responder a los objetivos propuestos. Dentro de las cuales encontramos dos variables dicotómicas principales, $EVENT1_t$ y $AFFIL_{f,t}$, al igual que las siguientes interacciones: $EVENT1_t * AFFIL_{f,t}$, $H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t}$, $H_{f,t-1} * EVENT1_t$ y $H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} * EVENT1_t$.

Tras la generación del modelo, se procederá a su estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios con el apoyo informático del programa SPSS. La significatividad de las variables estimadas se comprobará individual y conjuntamente, al igual que la bondad de ajuste del modelo.

Finalmente, este análisis arroja una serie de resultados, tanto sobre la reacción de los gestores con la posición en la entidad como la relación con la variación de la posición. Dados los resultados del análisis de regresión, con un total de seis modelos, se puede afirmar que sí existen diferencias entre las posiciones de los gestores. En especial, la inversión de los afiliados en la entidad es menor en periodos de impacto corporativo, como es el cambio de dirección del Banco Popular. Dadas las características específicas de estos cambios, puede justificarse en la obtención de información diferente por parte de las gestoras. Esta información privilegiada de los afiliados es utilizada a favor del fondo y del inversor final, y por lo tanto, se omite la suposición de Price Support. La generación y desarrollo explicativo de estos dos análisis se llevará a cabo en los siguientes apartados.

2.6.1. Reacción de los gestores con la posición de propiedad en el Banco Popular Español ante cambios en la dirección del Banco

En este apartado trataremos de responder si la posición de propiedad en el Banco Popular se ve alterada por la sociedad de procedencia del gestor o por el acontecimiento de cambios directivos en la entidad.

La variable endógena, $H_{f,t}$, sigue un proceso evolutivo a lo largo de los tres modelos generados. Durante los distintos modelos, se mejora la precisión de los resultados, sin desprestigiar la ratio observaciones/variables independientes que se mantiene siempre por encima de las 20 observaciones por cada variable. Esta ratio también supondrá el primer indicio para generalizar los resultados encontrados, una vez comprobada la representatividad de la muestra.

En un primer modelo, se deduce que la posición de propiedad en el Banco Popular por el fondo es explicada por el conjunto de variables control. En este primer modelo, al

igual que en los generados posteriormente, se añade la variable endógena retardada⁵⁰ un periodo trimestral. En el estudio, la razón de utilización de la posición de propiedad pasada reside en su influencia sobre la inversión actual (Nagy y Obenberger, 1994). La especificación funcional de este modelo inicial es la siguiente⁵¹:

$$H_{f,t} = \alpha_0 + \alpha_1 H_{f,t-1} + \alpha_2 NETFLOW_{f,t} + \alpha_3 AUM_{f,t} + \alpha_4 LAGRET_{f,t} + \alpha_5 FEES_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

El segundo modelo realiza una primera inclusión de las variables categóricas. Dentro de ellas se encuentra la relación de la posición con la afiliación al Popular y con el suceso de cambio de dirección, al igual que la intersección de ambas. La especificación funcional es la siguiente:

$$H_{f,t} = \alpha_0 + \alpha_1 H_{f,t-1} + \alpha_2 NETFLOW_{f,t} + \alpha_3 AUM_{f,t} + \alpha_4 LAGRET_{f,t} + \alpha_5 FEES_{f,t} \\ + \alpha_6 AFFIL_{f,t} + \alpha_7 EVENT_{f,t} + \alpha_8 AFFIL_{f,t} * EVENT_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

El tercer modelo introduce la totalidad de las variables categóricas. Este modelo introduce la relación de la inversión pasada de los distintos grupos de fondos generados, $H_{f,t-1}$, con la inversión del periodo actual. La especificación funcional es la siguiente:

$$H_{f,t} = \alpha_0 + \alpha_1 H_{f,t-1} + \alpha_2 NETFLOW_{f,t} + \alpha_3 AUM_{f,t} + \alpha_4 LAGRET_{f,t} + \alpha_5 FEES_{f,t} \\ + \alpha_6 AFFIL_{f,t} + \alpha_7 EVENT_{f,t} + \alpha_8 AFFIL_{f,t} * EVENT_{f,t} \\ + \alpha_9 H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} + \alpha_{10} H_{f,t-1} * EVENT_{f,t} + \alpha_{11} H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} * EVENT_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

Una vez especificados, el conjunto de modelos generados se estima por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios. La tabla 2.8. recopila los coeficientes estimados de las variables de los tres modelos generados. Además, se añaden los errores estándar, los

⁵⁰ Las variables endógenas retardadas o lagged dependent variables (LDP), ya sean utilizadas por un razonamiento econométrico o práctico, reducen la omisión de variables relevantes, o omitted-variable bias (OVB). En el estudio la LDP utilizada asegura la ausencia de error de especificación.

⁵¹ En todos los modelos se asume un error relacionado con la aleatoriedad, o $\varepsilon_{f,t}$, y un término constante que recoja el restante valor explicado de $H_{f,t}$, o α_0 .

resultados de los contrastes de significatividad individual y conjunto de los regresores, la bondad de ajuste y el número de observaciones de la muestra.

Tabla 2.9. Posición en la propiedad del Banco por parte del patrimonio de los fondos.

Regresión de MCO.

Modelo	1	2	3
Variables	$H_{f,t}$	$H_{f,t}$	$H_{f,t}$
α_0	0.000167* [9.84e-05]	0.000181* [0.000100]	0.000376*** [9.81e-05]
$H_{f,t-1}$	0.439*** [0.0604]	0.413*** [0.0633]	0.0390 [0.0846]
$NETFLOW_{f,t}$	0.000226 [0.000227]	0.000214 [0.000228]	3.92e-05 [0.000215]
$AUM_{f,t}$	0 [0]	0 [0]	0 [0]
$LAGRET_{f,t}$	0.000296 [0.000536]	0.000350 [0.000563]	0.000319 [0.000524]
$FEES_{f,t}$	-0.0152 [0.0189]	-0.00417 [0.0206]	-0.0177 [0.0193]
$AFFIL_{f,t}$		-0.000106 [9.05e-05]	-0.000282*** [9.20e-05]
$EVENT1_t$		0.000166 [0.000191]	-0.000353* [0.000199]
$EVENT1_t * AFFIL_{f,t}$		-0.000246 [0.000272]	0.000419 [0.000318]
$H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t}$			0.972*** [0.348]
$H_{f,t-1} * EVENT1_t$			0.720*** [0.121]
$H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} * EVENT1_t$			-1.762* [0.981]
Observaciones	234	234	234
Parámetros	6	8	11
R^2	0.220	0.230	0.345
$\overline{R^2}$	0.203	0.203	0.312
F-Snedecor	12.89	8.412	10.62

Errores estándar en corchetes
* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Fuente: elaboración propia.

El conjunto multiecuacional muestra una progresión sobre la adecuación de los modelos, produciéndose una variación mayor al 50% en sus coeficientes de determinación ajustados. El total de observaciones para los tres modelos elimina los datos no disponibles y en cada modelo se incorporan nuevos parámetros. El poder explicativo de las variables exógenas también aumenta gradualmente con la incorporación de nuevos parámetros. Y por ello, aunque en los tres modelos exista una bondad de ajuste aceptable (Cohen y Cohen, 2003), su progresión indica un mejor ajuste en el tercer modelo.

El contraste de significación conjunto de los parámetros rechaza la hipótesis nula⁵² en los tres modelos, concluyendo en la existencia de una significación conjunta hasta los once parámetros.

El contraste de significación individual de los parámetros se representa en la tabla 2.8 por el rechazo de la hipótesis nula producido por el p-valor⁵³. Con este contraste se da paso a un análisis sobre la dirección y relación de los parámetros significativos con la variable endógena.

El primer y segundo modelo obtienen una primera conclusión. Siendo constante el resto de variables expuestas, se afirma la existencia de una relación directa entre la posición de propiedad en el Banco Popular por el fondo f en el periodo trimestral $t-1$ con el periodo trimestral t . Es decir, si los fondos no son categorizados por ningún suceso y sus variables control se mantienen constantes, no se producirá una desinversión en el Banco Popular.

El tercer modelo obtiene una serie de conclusiones con respecto a la categorización de los fondos, dividida en cuatro modelos estimados.

⁵² En todos los casos el valor experimental supera al teórico. El valor teórico toma su valor más alto en el primer modelo, siendo $F_{5, 223, 0.05} = 4.735$. El correspondiente con el segundo es y el tercero son $F_{7, 223, 0.05} = 3.637$ y $F_{10, 223, 0.05} = 2.978$ respectivamente.

⁵³ En los tres modelos, la significación del parámetro se ofrece por un p-valor inferior a un α igual a 0.1, 0.05 y 0.01. Por lo tanto, el mayor error cometido al rechazar la hipótesis nula sería del 10%.

La especificación funcional que descarta cualquier categorización, por afiliación o cambio directivo, corresponde con el primer modelo. Este modelo concluye con la relación directa de inversiones de periodos progresivos.

El comportamiento de los fondos no afiliados en periodos de cambios directivos del Banco Popular Español se refleja en la siguiente especificación funcional:

$$H_{f,t} = (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_7) + (\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_{10})H_{f,t-1} + \hat{\alpha}CONTROL_{f,t}$$

Estos fondos se caracterizan por partir de una inversión inicial menor en el periodo actual que la realizada por fondos no afiliados en periodos sin cambios directivos del Popular, siendo $\hat{\alpha}_7 < 0$ y el resto de parámetros constantes. En cambio, la inversión posterior a periodos de cambios directivos es mayor, siendo $\hat{\alpha}_{10} > 0$ y el resto de parámetros constantes. Por lo tanto, existe una relación directa entre la posición de propiedad de los no afiliados en el Banco Popular en el periodo posterior y consiguiente del cambio directivo.

El comportamiento de los fondos afiliados en periodos libres de cambios directivos por parte del Banco Popular Español se refleja en la siguiente especificación funcional:

$$H_{f,t} = (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_6) + (\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_9)H_{f,t-1} + \hat{\alpha}CONTROL_{f,t}$$

Los fondos afiliados generan una inversión inicial menor que la de no afiliados en condiciones similares, sin cambios directivos, siendo $\hat{\alpha}_6 < 0$ y el resto de parámetros constantes. En cambio, la inversión del periodo posterior, es mayor para los afiliados que los no afiliados, siendo $\hat{\alpha}_9 > 0$ y el resto de parámetros constantes. Por lo tanto, existe una relación directa entre la posición de propiedad de los afiliados en los valores del Banco Popular en el periodo anterior con el actual. Esta relación es la de mayor influencia en los modelos. Se puede afirmar que en periodos donde no existen cambios

directivos, los fondos afiliados son los que más invierten en periodos pasados y actuales, ya que la inversión en t es positiva.

El comportamiento de los fondos afiliados en periodos de cambio directivo del Banco Popular Español se refleja en la siguiente especificación funcional:

$$H_{f,t} = (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_6 + \hat{\alpha}_7 + \hat{\alpha}_8) + (\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_9 + \hat{\alpha}_{10} + \hat{\alpha}_{11})H_{f,t-1} + \hat{\alpha}CONTROL_{f,t}$$

Los fondos afiliados generan una inversión inicial mayor en periodos de cambios directivos que en periodos de normalidad. También, esta inversión inicial supera a la producida por los no afiliados en los mismos periodos de cambios. En cambio, su inversión durante periodos posteriores a cambios es menor que la producida por cualquier otro grupo o situación, siendo $\hat{\alpha}_9 + \hat{\alpha}_{10} + \hat{\alpha}_{11} < 0$ y el resto de parámetros constantes. Por lo tanto, existe una relación indirecta entre la posición de propiedad de los afiliados en el Banco Popular en el periodo posterior al cambio directivo con el actual.

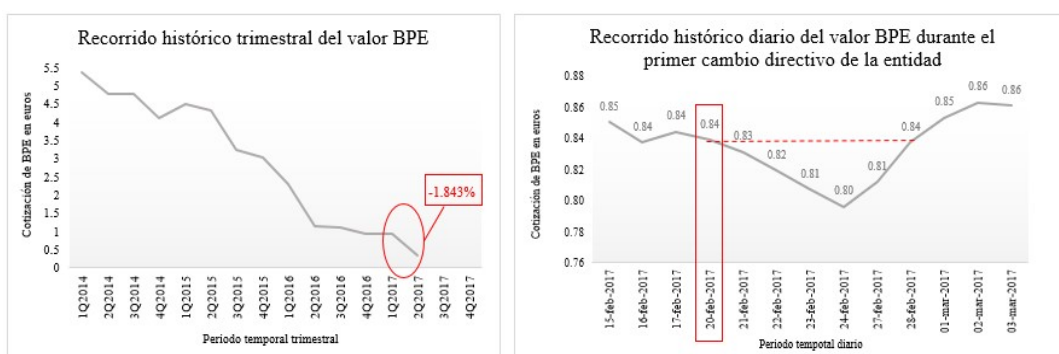
La desinversión producida en este periodo denota un comportamiento diferencial. Teniendo en cuenta que los cambios directivos implican una perturbación en el valor de la firma, suponiendo una reducción del mismo, se trata de un momento de incertidumbre.

Los resultados de este primer análisis establecen que los fondos bancarios estudiados invierten de diferente manera con respecto a los valores del Banco Popular, especialmente entre ambos grupos de afiliaciones. Los parámetros estimados sobre las variables $AFFIL_{f,t}$ y $EVENT1_t$ son negativos y significativos. Estas asimetrías son más pronunciadas al tener en cuenta la inversión pasada. Durante el evento corporativo, el efecto de la inversión pasada en la actual es mayor por los no afiliados. Pero con anterioridad al evento, los afiliados poseen un mayor efecto de la inversión pasada en la actual.

Durante los dos trimestres consecutivos que supusieron los cambios directivos, la cotización del Banco Popular Español cae precipitadamente, como se observa en el

gráfico 2.1. Los fondos afiliados, en vez de continuar invirtiendo suponiendo que el valor de la entidad se encontraba devaluado en los mercados, desinvierte, suponiendo que el valor de la entidad posee un reflejo certero en los mercados. Esto indica, en primer lugar, que ambos cambios directivos, incluido el no anunciado junto con la adquisición por parte del Banco Santander, son tomados como una noticia negativa ante su valor. Esto supone un comportamiento contrario al ordinario por parte de los gestores, los cuales denotan una falta de confianza ante los cambios de la entidad.

Gráfico 2.1. Recorrido histórico del valor POP en los cambios directivos de la entidad.



Fuente: elaboración propia.

En segundo lugar, esta estrategia de inversión momentum, al diferenciarse de los fondos no afiliados, puede sugerir la existencia de información asimétrica entre las distintas SGIIC, motivada por la propiedad de la misma.

Debido a la tendencia del Banco Popular en los dos últimos trimestres de cotización, la estrategia llevada a cabo por los fondos afiliados supone un beneficio para los inversores. Según esta conclusión, las SGIIC afiliadas al Popular pueden poseer información privada para mejorar sus predicciones (information sharing hypothesis) o resultados del fondo (informational advantage hypothesis).

Esta conclusión también se ve sustentada por la caracterización de los fondos afiliados. En apartados anteriores se asume una similitud entre el riesgo de los fondos de las distintas SGIIC, aunque es cierto que los no afiliados son más arriesgados en sus valores. Este comportamiento lidera una conducta positiva ante eventos negativos (Lettau, 1997), manteniendo o comprando valores. Por el contrario, según esta

hipótesis, los fondos afiliados serían ligeramente más negativos ante eventos adversos de la entidad, llegando a vender los valores asociados.

Adicionalmente a las conclusiones obtenidas en base a estudios previos, en este primer análisis damos por satisfactoria la Hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos. Según los resultados obtenidos, los cambios directivos no generan incertidumbre en el mercado, es decir, en las gestoras afiliadas a otras entidades bancarias. Y, por lo tanto, el comportamiento de los no afiliados refleja una relación directa entre la posición de propiedad en el Banco Popular en el periodo anterior y aquel en el que se realizan dichos cambios (relación directa entre $H_{f,t-1}$ y $H_{f,t}$). En cambio, esta relación es inversa en el caso de los afiliados, denotando un comportamiento anómalo al resto de sus competidores (relación indirecta entre $H_{f,t-1}$ y $H_{f,t}$).

2.6.2. *Variaciones en la posición de propiedad en Popular ante cambios en la dirección del Banco*

En este apartado trataremos de responder si la progresión de la posición de propiedad en el Banco Popular se ve alterada por la sociedad procedente del gestor o por el acontecimiento de cambios directivos en la entidad.

La variable endógena, $\Delta H_{f,i,t}$, sigue un proceso evolutivo a lo largo de los tres modelos generados. Durante los distintos modelos, se mejora la precisión de los resultados sin desprestigiar la ratio observaciones/variables independientes, que se mantiene siempre por encima de las 20 observaciones por variable. Esta ratio también supondrá el primer indicio para generalizar los resultados encontrados, una vez comprobada la representatividad de la muestra.

En un primer modelo, se deduce que la variación de la posición de propiedad en el Banco Popular por el fondo es explicada por el conjunto de variables control. En este primer modelo se incluye la posición de propiedad del anterior periodo trimestral. Esta

variable facultará la comparación de resultados con los modelos ya establecidos. La especificación funcional de este modelo inicial es la siguiente⁵⁴:

$$\Delta H_{f,t} = \alpha_0 + \alpha_1 H_{f,t-1} + \alpha_2 NETFLOW_{f,t} + \alpha_3 AUM_{f,t} + \alpha_4 LAGRET_{f,t} + \alpha_5 FEES_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

El segundo modelo realiza una primera inclusión de las variables categóricas. Dentro de ellas se encuentra la relación de la variación de la posición con la afiliación al Popular y con el suceso de cambio de dirección, al igual que la intersección de ambas. La especificación funcional es la siguiente:

$$\begin{aligned} \Delta H_{f,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 H_{f,t-1} + \alpha_2 NETFLOW_{f,t} + \alpha_3 AUM_{f,t} + \alpha_4 LAGRET_{f,t} + \alpha_5 FEES_{f,t} \\ & + \alpha_6 AFFIL_{f,t} + \alpha_7 EVENT_{f,t} + \alpha_8 AFFIL_{f,t} * EVENT_{f,t} + \varepsilon_{f,t} \end{aligned}$$

El tercer modelo introduce la totalidad de las variables categóricas. Este modelo incluye la relación de la inversión pasada de los distintos grupos de fondos generados, $H_{f,t-1}$, con su variación. La especificación funcional es la siguiente:

$$\begin{aligned} \Delta H_{f,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 H_{f,t-1} + \alpha_2 NETFLOW_{f,t} + \alpha_3 AUM_{f,t} + \alpha_4 LAGRET_{f,t} + \alpha_5 FEES_{f,t} \\ & + \alpha_6 AFFIL_{f,t} + \alpha_7 EVENT_{f,t} + \alpha_8 AFFIL_{f,t} * EVENT_{f,t} \\ & + \alpha_9 H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} + \alpha_{10} H_{f,t-1} * EVENT_{f,t} + \alpha_{11} H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} * EVENT_{f,t} + \varepsilon_{f,t} \end{aligned}$$

Una vez especificados, el conjunto de modelos generados se estima por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios. La tabla 2.9. recopila los coeficientes estimados de las variables de los tres modelos generados. Además, se añaden los errores estándar, los resultados de los contrastes de significatividad individual y conjunto de los regresores, la bondad de ajuste y el número de observaciones de la muestra.

⁵⁴ En todos los modelos se asume un error relacionado con la aleatoriedad, o $\varepsilon_{f,t}$, y un término constante que recoja el restante valor explicado de $\Delta H_{f,t}$, o α_0 .

Tabla 2.10. Cambio en la posición de propiedad del Banco por parte del patrimonio de los fondos. Regresión de MCO.

Modelo	1	2	3
Variables	$\Delta H_{f,t}$	$\Delta H_{f,t}$	$\Delta H_{f,t}$
α_0	0.000167* [9.84e-05]	0.000181* [0.000100]	0.000376*** [9.81e-05]
$H_{f,t-1}$	-0.561*** [0.0604]	-0.587*** [0.0633]	-0.961*** [0.0846]
$NETFLOW_{f,t}$	0.000226 [0.000227]	0.000214 [0.000228]	3.92e-05 [0.000215]
$AUM_{f,t}$	0 [0]	0 [0]	0 [0]
$LAGRET_{f,t}$	0.000296 [0.000536]	0.000350 [0.000563]	0.000319 [0.000524]
$FEES_{f,t}$	-0.0152 [0.0189]	-0.00417 [0.0206]	-0.0177 [0.0193]
$AFFIL_{f,t}$		-0.000106 [9.05e-05]	-0.000282*** [9.20e-05]
$EVENT1_t$		0.000166 [0.000191]	-0.000353* [0.000199]
$EVENT1_t * AFFIL_{f,t}$		-0.000246 [0.000272]	0.000419 [0.000318]
$H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t}$			0.972*** [0.348]
$H_{f,t-1} * EVENT1_t$			0.720*** [0.121]
$H_{f,t-1} * AFFIL_{f,t} * EVENT1_t$			-1.762* [0.981]
Observaciones	234	234	234
Parámetros	6	8	11
R^2	0.285	0.294	0.399
$\overline{R^2}$	0.269	0.269	0.369
F-Snedecor	18.15	11.70	13.39
	Errores estándar en corchetes		
	* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01		

Fuente: elaboración propia.

El conjunto multiecuacional muestra una progresión sobre la adecuación de los modelos, produciéndose una variación del 40% en sus coeficientes de determinación ajustados. El total de observaciones para los tres modelos elimina los datos no disponibles y en cada modelo se incorporan nuevos parámetros. El poder explicativo de

las variables exógenas también aumenta gradualmente con la incorporación de nuevos parámetros. Y por ello, aunque en los tres modelos exista una bondad de ajuste aceptable (Cohen y Cohen, 2003), su progresión indica un mejor ajuste en el tercer modelo.

El contraste de significación conjunto de los parámetros rechaza la hipótesis nula⁵⁵ en los tres modelos, concluyendo en la existencia de una significación conjunta hasta los once parámetros.

El contraste de significación individual de los parámetros se representa en la tabla 2.8 por el rechazo de la hipótesis nula producido por el p-valor⁵⁶. Con este contraste se da paso a un análisis sobre la dirección y relación de los parámetros significativos con la variable endógena.

El primer y segundo modelo obtienen una primera conclusión. Siendo constante el resto de variables expuestas, se afirma la existencia de una relación indirecta entre la posición de propiedad en el Banco Popular por el fondo f en el periodo trimestral $t-1$ con su variación en el periodo trimestral t . Es decir, si los fondos no son categorizados por ningún suceso y sus variables control se mantienen constantes, la variación de la inversión en el Banco Popular será menor.

El tercer modelo obtiene una serie de conclusiones con respecto a la categorización de los fondos, dividida en cuatro modelos estimados.

La especificación funcional que descarta cualquier categorización, por afiliación o cambio directivo, corresponde con el primer modelo. Este modelo concluye con la relación indirecta y funcional de la inversión en periodos trimestrales anteriores con la variación de la inversión.

⁵⁵ En todos los casos el valor experimental supera al teórico. El valor teórico toma su valor más alto en el primer modelo, siendo $F_{5, 223, 0.05} = 4.735$. El correspondiente con el segundo es y el tercero son $F_{7, 223, 0.05} = 3.637$ y $F_{10, 223, 0.05} = 2.978$ respectivamente.

⁵⁶ En los tres modelos, la significación del parámetro se ofrece por un p-valor inferior a un α igual a 0.1, 0.05 y 0.01. Por lo tanto, el mayor error cometido al rechazar la hipótesis nula sería del 10%.

El comportamiento de los fondos no afiliados en periodos de cambios directivos del Banco Popular Español se refleja en la siguiente especificación funcional:

$$\Delta H_{f,t} = (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_7) + (\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_{10})H_{f,t-1} + \hat{\alpha}CONTROL_{f,t}$$

Estos fondos se caracterizan por partir de una variación de la inversión inicial menor que la realizada por fondos no afiliados en periodos sin cambios directivos del Popular, siendo $\hat{\alpha}_7 < 0$ y el resto de parámetros constantes. Es decir, cuando suceden cambios directivos, la inversión inicial por parte de los no afiliados es más constante durante los periodos. En cambio, según la inversión posterior a periodos de cambios directivos, es mayor, siendo $\hat{\alpha}_{10} > 0$ y el resto de parámetros constantes. Sin embargo, existe una relación indirecta entre la posición de propiedad de los no afiliados en el Banco Popular en el periodo posterior y su variación en el consiguiente del cambio directivo. Esta relación denota que los fondos no afiliados invierten con mayor constancia en cambios directivos, según su inversión pasada.

El comportamiento de los fondos afiliados en periodos libres de cambios directivos por parte del Banco Popular Español se refleja en la siguiente especificación funcional:

$$\Delta H_{f,t} = (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_6) + (\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_9)H_{f,t-1} + \hat{\alpha}CONTROL_{f,t}$$

Los fondos afiliados generan una variación de la inversión inicial menor que la de no afiliados en condiciones similares, sin cambios directivos, siendo $\hat{\alpha}_6 < 0$ y el resto de parámetros constantes. En cambio, según la inversión del periodo posterior, es mayor para los afiliados que los no afiliados, siendo $\hat{\alpha}_9 > 0$ y el resto de parámetros constantes. Por lo tanto, existe una relación directa entre la posición de propiedad de los afiliados en los valores del Banco Popular en el periodo anterior con su variación en el actual. Se puede afirmar que en periodos donde no existen cambios directivos, los fondos afiliados

son los que más invierten en periodos actuales, ya que la variación de la inversión en t es positiva.

El comportamiento de los fondos afiliados en periodos de cambio directivo del Banco Popular Español se refleja en la siguiente especificación funcional:

$$\Delta H_{f,t} = (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_6 + \hat{\alpha}_7 + \hat{\alpha}_8) + (\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_9 + \hat{\alpha}_{10} + \hat{\alpha}_{11})H_{f,t-1} + \hat{\alpha}CONTROL_{f,t}$$

Los fondos afiliados varían su inversión inicial más en periodos de cambios directivos que en periodos de normalidad. También, esta variación inicial supera a la producida por los no afiliados en los mismos periodos de cambios. En cambio, según su inversión durante periodos posteriores al evento directivo, la variación es menor que la producida por cualquier otro grupo o situación, siendo $\hat{\alpha}_9 + \hat{\alpha}_{10} + \hat{\alpha}_{11} < 0$ y el resto de parámetros constantes. Por lo tanto, existe una relación indirecta entre la posición de propiedad de los afiliados en el Banco Popular en el periodo posterior al cambio directivo con su variación actual. Se puede afirmar que en estos periodos, los fondos afiliados son los que menos invierten en periodos actuales y los que más en anteriores, ya que la variación de la inversión en t es negativa.

Este segundo análisis confirma las conclusiones señaladas en los tres primeros modelos. Los fondos afiliados al Banco Popular durante los años 2014 a 2017, siguen un comportamiento distinto a otros fondos bancarios con respecto a las acciones de la entidad. Este comportamiento, lejos de sustentar otro caso de *Price Support*, demuestra otro tipo de conflictos de interés, motivados por la relación y diligencia del gestor con el inversor.

CONCLUSIONES

Este trabajo contrasta los comportamientos de los fondos del Banco Popular con respecto al de otros fondos de otras gestoras, y ante los cambios de dirección de la entidad.

Este objetivo principal prueba la existencia de comportamientos distintos, segunda condición de la Hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos. También demuestra una toma de decisión por parte del doble agente, las gestoras afiliadas al Banco Popular, que favorece las prioridades de sus partícipes antes que de las del Banco Popular.

Los análisis realizados concluyen en que, el origen de estos comportamientos, lejos de sustentar un caso de *Price Support*, asume la existencia de información compartida entre el Banco Popular y sus fondos afiliados al igual que de asimetría informativa entre las distintas afiliaciones. Las circunstancias de asimetría informativa y cambios directivos que no generan incertidumbre en el mercado crean la oportunidad de desinvertir en las acciones del Banco Popular por los afiliados.

En un primer acercamiento a la muestra, compuesta de 288 observaciones, se conoce las características diferenciales entre los fondos afiliados y no afiliados. En un primer análisis descriptivo, las características de los fondos afiliados prevén una disposición hacia los conflictos de interés estudiados. Los afiliados, aunque son familias más pequeñas, son fondos más caros y de peores resultados que los no afiliados.

Después de la primera evidencia, se encuentra otra correspondiente al contraste de medias de las posiciones de los fondos afiliados en el POP con los no afiliados. El rechazo de la hipótesis nula afirma que los valores medios entre la inversión de los grupos de afiliación son diferentes. Esta afirmación queda ampliamente respaldada por el análisis de regresión, compuesto de dos análisis principales.

En el primer análisis, los modelos utilizados explican la posición de los fondos en el Banco Popular. Mientras se acumulan variables explicativas al estudio, se generan distintas conclusiones. De la primera regresión se concluye que la inversión actual

depende de la realizada en el periodo anterior, mientras que el resto de variables no tienen influencia en la inversión. La segunda regresión introduce la afiliación y cambio directivo, que, aunque no significativas, generan una leve disminución en la dependencia de la inversión anterior. Por lo tanto, ambas regresiones concluyen en la relación directa entre las posiciones anterior y actual del fondo. La tercera regresión revela la existencia de impacto de la afiliación y el cambio directivo hacia el producido por la posición anterior en la actual. Este análisis permite afirmar que la posición anterior solo es indirectamente relevante para los fondos afiliados, y directamente para los no afiliados.

Es decir, este primer análisis de regresión ya existe un comportamiento distinto entre las gestoras estudiadas, reafirmando las conclusiones extraídas en el análisis descriptivo y contraste de medias. Esta afirmación cumple ambas condiciones necesarias de la Hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos. Adicionalmente, se encuentra académicamente respaldada por el cumplimiento de la primera hipótesis del caso de *Price Support*, que también es la misma condición necesaria para las hipótesis de información privilegiada y compartida.

En definitiva, en este primer análisis, se comprueba la disminución del efecto de la posición anterior ante la interacción de los fondos afiliados en periodos de cambios directivos. El grado de esta disminución hace que el impacto de la posición anterior del fondo en la actual sea negativo. Enlazado con la hipótesis propuesta, este resultado acepta la Hipótesis de Incertidumbre ante Eventos Corporativos, ya que los fondos afiliados no compran en momentos en los que sí lo hace el resto del mercado. Los fondos afiliados deciden vender en momentos de incertidumbre, asumiendo lo peor para la entidad, y buscando un rendimiento óptimo para el partícipe. Esta conclusión apoya la hipótesis de información privilegiada y compartida por parte de los fondos afiliados, ya que se cumple la repentina venta de títulos de los fondos afiliados que se atribuye a información privada de la entidad.

En el segundo análisis, los modelos utilizados explican la variación de la posición de los fondos en el Banco Popular. Mientras se acumulan variables explicativas al estudio, se generan distintas conclusiones. Al igual que en el primer análisis, el factor determinante de las tres regresiones llevadas a cabo es el impacto de la posición anterior del fondo en

el Banco Popular. Es decir, existe una relación inversa entre la posición anterior y la variación de la posición. Esto hace que, mientras que la posición anterior aumenta, la posición actual disminuya. Además, en la tercera regresión, donde se incluye significativamente la afiliación y el cambio de dirección, persiste este efecto negativo. Tanto los afiliados como los fondos en cambios directivos contribuyen a la relación inversa entre la posición anterior y la variación de la misma, aunque menor medida. Esta relación se convierte en directa en la interacción de afiliados y cambios directivos. Por consiguiente, mientras aumentan las posiciones anteriores de los afiliados, estas disminuyen en periodos de cambios directivos.

Este segundo análisis confirma las conclusiones del primero. En primer lugar, justifica nuevamente la existencia de comportamientos distintos entre los fondos. En segundo lugar, realizando de nuevo un contraste entre los comportamientos, se obtiene la misma conclusión. Enlazado con las hipótesis propuestas, se acepta nuevamente la Hipótesis de la Incertidumbre ante Eventos Corporativos. Según estudios posteriores, se reafirma la posible existencia de información privilegiada de los fondos y compartida entre el Banco Popular y las gestoras de los fondos estudiados.

En conclusión, este estudio ha cumplido con el objetivo propuesto. En primer lugar, ha identificado el posicionamiento del doble agente, los fondos afiliados al Banco Popular, en la relación propietario-gestora-partícipe. En segundo lugar, ha demostrado un comportamiento anómalo por parte de estas gestoras en comparación a su cercana competencia. La motivación detrás de este comportamiento diferencial puede justificarse, según anteriores estudios, en la existencia de información privilegiada de los afiliados, proveniente de información compartida entre propietario-gestora.

Más allá del resultado satisfactorio de los partícipes de los fondos afiliados al Banco Popular, este estudio cuestiona la actuación y comportamiento de los agentes involucrados. En concreto, los dobles agentes pueden favorecer más la relación con la entidad propietaria que con los partícipes. Y, incluso favoreciendo la relación con los partícipes, pueden existir técnicas fuera de regularización como puede ser el uso de información privilegiada.

Todas estas deficiencias provienen del entendimiento y regularización que atañen a los conflictos de interés y las relaciones entre agentes de la industria de las IIC. Estas deficiencias tratan de resolverse con las nuevas reformas normativas de la CNMV (2017b). Una mayor restricción de la entidad reguladora ante la manipulación de estos valores por gestoras del mismo grupo supondrá un gran cambio en la visión e identificación de estos problemas de agencia.

REFERENCIAS

- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. (2016, junio 20). Inverco Estadísticas. Recuperado 20 de junio de 2018, a partir de <http://www.inverco.es/38/0/43>
- Aubert, V. (1963). Competition and Dissensus: Two Types of Conflict and of Conflict Resolution. *The Journal of Conflict Resolution*, 7(1), 26-42.
- Banco Popular Español, S. A. (2016, julio). Información Financiera Popular. Recuperado 11 de julio de 2018, a partir de <http://www.grupobancopopular.com/ES/AccionistasInversores/InformacionEconomicFinanciera/Paginas/inicio.aspx>
- Banco Popular Español, S. A. (2017a). *20 de febrero de 2017 Comunicación de hecho relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Madrid.
- Banco Popular Español, S. A. (2017b). *20 de junio de 2017 Comunicación de hecho relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- Banco Popular Español, S. A. (2017c). *7 de junio de 2017 Comunicación de hecho relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Madrid.
- Barber, B. M., Odean, T., y Zheng, L. (2005). Out of Sight , Out of Mind : The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows. *Journal of Business*, 78(6), 2095-2119. <https://doi.org/10.1086/497042>
- Barberis, N., y Shleifer, A. (2003). Style investing. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 161-199. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00064-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00064-3)
- Beatty, R. P., y Zajac, E. J. (1987). CEO Change and Firm Performance in Large Corporations : Succession Effects and Manager Effects. *Strategic Management Journal*, 8(4), 305-317.
- Bebczuk, R. N. (2000). *Información asimétrica en mercados financieros*. (Cambridge University Press, Ed.) (Primera). Cambridge: The Press Syndicate of the University of Cambridge.
- Bird, R., Reddy, K., y Yeung, D. (2011). The Relationship Between Uncertainty and the Market Reaction to Information : How is it Influenced by Market and Stock-Specific Characteristics ? *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, (January 2011), 1-42. <https://doi.org/10.1504/IJBAF.2014.061441>
- Blocher, J. (2013). *Peer Effects in Mutual Funds*. Nashville.
- Bolsas y Mercados Españoles 2018. (2018, abril 14). Bolsa de Madrid. Recuperado 14

- de abril de 2018, a partir de
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx>
- Cambón, M. I., y Losada, R. (2012). *Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito* (Documentos de Trabajo No. 54). Madrid.
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. Recuperado a partir de
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., y Kubik, J. D. (2004). Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *The American Economic Review*, 94(5), 1276-1302. <https://doi.org/10.1257/0002828043052277>
- Choi, B. (2017). *Mutual Funds and Affiliated Analyst Recommendations : Optimism or Information Sharing ?* University of Newcastle.
- CNMV. (2016, abril 1). CNMV. Recuperado 1 de abril de 2017, a partir de
<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- CNMV. (2017a). *Procedimientos de las funciones de control interno*. Madrid.
- CNMV. (2017b). *Propuesta de Guía Técnica sobre gestión de conflictos de interés en las operaciones vinculadas de las IIC y en otra operativa de las SGIIC*. Madrid.
- CNMV. (2018a). *Guía técnica 1/2018 sobre operaciones vinculadas de las instituciones de inversión colectiva y otra operativa de las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva*. Madrid. Recuperado a partir de
http://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/Guiatecnica_2018_1.pdf
- CNMV. (2018b). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2017*. Madrid. Recuperado a partir de
http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/1A2015_Web.pdf
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
<https://doi.org/10.2307/2626876>
- Cohen, J., y Cohen, P. (2003). *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences*. (S. G. West y L. S. Aiken, Eds.), Lawrence Erlbaum Associates (Tercera). New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
<https://doi.org/10.2307/2064799>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (, mayo). CNMV. Recuperado 25 de noviembre de 2016, a partir de <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

- Cremers, M., Ferreira, M., Matos, P., y Starks, L. (2011). *The Mutual Fund Industry Worldwide : Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance*. California.
- de Aldama y Miñón, E., Bustelo, C., Iranzo, J., Canals, J., Durán, F., Pérez, V., ... Garrido, J. M. (2003). *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. (Comisión Aldama)*. Madrid. Recuperado a partir de <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>
- De Bondt, W. F. M., y Thaler, R. (1987). Further Evidence on Stock Market Overreaction and Stock Market Seasonality. *The Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
- Divakaran, S., Buxton, S., St. Giles, M. V., y Atamuratova, S. (2015). *Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth*. Washington DC. Recuperado a partir de <http://documents.worldbank.org/curated/en/495801467992512451/pdf/100976-WP-P145326-PUBLIC-Box393254B-WB-Mutual-Funde-Guide-Book-Final-2015.pdf>
- Donaldson, T., y Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation. *The Academy of Management Review*, (1), 65-91. <https://doi.org/10.5465/AMR.1995.9503271992>
- Dumitrescu, A., y Gil-Bazo, J. (2015). *Familiarity and Competition: The Case of Mutual Funds*. Barcelona.
- ESMA. (2014). *Discussion Paper MiFID II/MiFIR* (22 May 2014). Paris.
- España. (1991). Orden de 26 de febrero de 1991 sobre inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva en títulos del mercado hipotecario. *Boletín Oficial del Estado*, (55, 5 de marzo), 7542.
- España. (1998). *Informe Olivencia. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Comisión Especial*. Madrid.
- España. (2003). Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. *Boletín Oficial del Estado*, (265, 5 de noviembre), 1-24. [https://doi.org/Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico](https://doi.org/Ley%2024/2013,%20de%2026%20de%20diciembre,%20del%20Sector%20El%C3%A9ctrico).
- España. (2007). Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, (304), 1-50.
- España. (2009). Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado

- de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. *Boletín Oficial del Estado*, (42, 18 de febrero), 1-5.
- España. (2012). Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva. *Boletín Oficial del Estado*, (279), 40859-40879.
- España. (2013). Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno. *Boletín Oficial del Estado*, (295), 97922-97949. [https://doi.org/10.1016/S0041-8633\(14\)70052-3](https://doi.org/10.1016/S0041-8633(14)70052-3)
- España. (2015). Artículo 195. Conflictos de interés. *Boletín Oficial del Estado*, (255), 102-103.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., y Ramos, S. B. (2012). The flow-performance relationship around the world. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1759-1780. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.019>
- Folgado Fernández, J. A., Hernández Mogollón, J. M., y Mariño Romero, J. M. (2014). Responsabilidad Social Corporativa: Una Herramienta para un Nuevo Enfoque del Gobierno Corporativo. *Revista de Estudios Económicos y Empresariales*, (24), 57-79.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, (September 13), 173-178. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Golez, B., y Marin, J. M. (2015). Price support by bank-affiliated mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 614-638. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.008>
- Gómez-Bezares, F., y Przychodzen, W. (2018). Bank-Affiliated Mutual Fund Managers' Trading Patterns of Parent Banks' Stocks: International Evidence. *Journal of Behavioral Finance*, 19(2), 199-208. <https://doi.org/10.1080/15427560.2017.1374275>
- Gómez Calvet, A. R., Piñol Espasa, J. A., Reig Pérez, A., y Rodrigo González, A. (2006). *Teoría de la financiación II*. (A. R. Gómez Calvet, J. A. Piñol Espasa, A. Reig Pérez, y A. Rodrigo González, Eds.) (1.ª ed.). Madrid: Ediciones Pirámide.
- Gompers, P. A., y Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *The Journal of Economics*, (February 2001), 229-259.
- Grey Anderson, A. (1978). Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure. *UCLA Law Review*, 25, 738-760.

- Grinblatt, B. M., Titman, S., y Wermers, R. (1995). Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. *The American Economic Review*, 85(5), 1088-1105. <https://doi.org/10.2307/2950976>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., y Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis*. (Pearson, Ed.) (Séptima). London: Pearson Education Limited.
- Hao, G. Q., y Yan, X. S. (2011). The performance of investment bank-affiliated mutual funds: Conflicts of interest or informational advantage? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 537-565. <https://doi.org/10.1017/S0022109012000178>
- Holland, J. (2016). A behavioural theory of the fund management firm. *The European Journal of Finance*, 22(11), 1004-1039.
- Ivković, Z., y Weisbenner, S. (2006). "Old" Money Matters: The Sensitivity of Mutual Fund Redemption Decisions to Past Performance. *EFA 2006 Zurich Meeting Paper*, (217). Recuperado a partir de <https://www.business.fsu.edu/fin/MutualFundSells.pdf>
- Jensen, M. C. (1969). Risk, The Pricing of Capital Assets, and The Evaluation of Investment Portfolios. *The Journal of Business*, 42(2), 167-247.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khorana, A., Servaes, H., y Tufano, P. (2008). Mutual fund fees around the world. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1279-1310. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn042>
- Lettau, M. (1997). Explaining the facts with adaptive agents: The case of mutual fund flows. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(7), 1117-1147. [https://doi.org/10.1016/S0165-1889\(97\)00046-8](https://doi.org/10.1016/S0165-1889(97)00046-8)
- Levy, R. A. (1967). Relative Strength as a Criterion for Investment Selection. *The Journal of Finance*, 22, 595-610.
- LI, J. (2012). *The relationship between the announcements of CEO changes and stock prices* (TFM). Saint Mary's University. Recuperado a partir de <http://library2.smu.ca/handle/01/24694>
- Mahoney, P. G. (2004). Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 18(2), 161-182. <https://doi.org/10.1257/0895330041371231>
- Massa, M., y Rehman, Z. (2008). Information flows within financial conglomerates:

- Evidence from the banks-mutual funds relation. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 288-306. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.10.002>
- Moreno, M., y Rubio, G. (2007). Some Insights on the Behavior of the Mutual Fund Industry in Spain. *Diversification and Portfolio Management of Mutual Funds*, 272-331.
- Nagy, R. a., y Obenberger, R. W. (1994). Factors Influencing Individual Investor Behavior. *Financial Analysts Journal*, 50(4), 63-68. <https://doi.org/10.2469/faj.v50.n4.63>
- Post, J., Preston, L., Sachs, S., y Mattingly, J. E. (2004). Redefining the Corporation: Stake-Holder Management and Organizational Wealth. *The Academy of Management Review*, 29(3), 520-523. <https://doi.org/10.2307/20159063>
- Qlik. (2018, junio 20). Data Market: World Bank. Recuperado 20 de junio de 2018, a partir de <https://datamarket.com/data/list/?q=provider:world-bank>
- Rionda, Z. L. (2002). *What is Corporate Social Responsibility?* (No. July 2002). New York.
- Robert Walters. (2016). *Salary Survey 2016*. Londres. Recuperado a partir de <https://www.robertwalters.co.uk/salarysurvey.html>
- Rohleder, M. (2015). The Relation between Past Flows and Future Performance: Simple Investment Strategies in the Mutual Fund Sector. *International Journal of Financial Studies*, 3(1), 3-30. <https://doi.org/10.3390/ijfs3010003>
- Ross, S. A. (1973). American Economic Association The Economic Theory of Agency : The Principal ' s Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ruiz Campo, S., y Mendoza Resco, C. (2011). *Los fondos de inversión en España: Análisis de la tipología, técnicas de gestión y métodos de inversión*. (Universidad Autónoma de Madrid, Ed.) (1.^a ed.). Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- Thompson, D. F. (1993). Understanding Financial Conflicts of Interest. *New England Journal of Medicine*, 329(8), 573-576. <https://doi.org/10.1056/NEJM199308193290812>
- United States of America. (2018). Investment Company Act of 1940. *P.L. Act*, (May 24), 115-174.

ANEXOS

Tabla: Datos referentes a los fondos de inversión mobiliarios en España durante los últimos diez años

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Patrimonio de fondos mobiliarios (m. euros)	238,699	167,655	162,567	138,080	127,772	122,328	153,834	194,844	219,877	235,341	262,847
Número de fondos mobiliarios	2,907	2,936	2,586	2,481	2,471	2,398	2,307	2,273	2,255	2,329	2,352
Partícipes de fondos mobiliarios (en millones)	10,338	6,148	5,609	5,321	4,922	4,480	5,103	6,481	7,707	8,280	10,338
Suscripciones netas (m. euros)	21,410	- 57,647	- 11,640	- 23,889	- 8,401	- 10,263	23,048	35,573	24,733	13,820	21,410
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Patrimonio de fondos propiedad del BPE (m. euros)	11,662	8,073	7,657	6,310	6,050	6,205	8,201	9,560	11,579	11,159	9,377
Ranking patrimonios por grupos de BPE (m. euros)	8	6	5	4	5	4	4	7	7	7	8
FI Monetarios de BPE (m. euros)	5	858	517	374	386	407	19	12	7	5	5
FI no Monetarios de BPE (m.euros)	7,171	6,563	6,488	3,812	5,084	5,263	7,629	8,517	7,947	8,277	7,171

Fondos de Fondos (m.eruos)	2,197	649	647	749	566	529	544	1,023	3,620	2,871	2,197
Fondos Subordinados (m.euros)	4	2	3	1,359	3	4	8	8	7	5	4

Cuadro: Muestra total de fondos utilizados

Número de registro del fondo	Denominación del fondo	Gestora	Empresas propietarias	Propietario mayoritario	Vocación Inversora	Número medio de participaciones	Número medio de partícipes	Auditora	Índice de referencia
2348	Eurovalor Bolsa Española, FI	Allianz Popular Asset Management SGIC, S.A.	Allianz Popular, S.L. ⁵⁷	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	315.874,89	2.267	KPMG Auditores, S.L.	IBEX 35
351	Eurovalor Bolsa, FI	Allianz Popular Asset Management SGIC, S.A.	Allianz Popular, S.L.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	330.783,46	5.637	KPMG Auditores, S.L.	IBEX 35
756	Eurovalor Mixto-15, FI	Allianz Popular Asset Management SGIC, S.A.	Allianz Popular, S.L.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Fija Mixta Euro	3.363.446,77	10.498	KPMG Auditores, S.L.	IBEX 35

⁵⁷ Allianz Popular S.L. pertenece al Banco Popular Español S.A. y al Grupo Allianz

1489	Eurovalor Mixto-30, FI	Allianz Popular Asset Management SGIIC, S.A.	Allianz Popular, S.L.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Fija Mixta Euro	1.133.526,47	3.269	KPMG Auditores, S.L.	IBEX 35
1672	Eurovalor Mixto-50, FI	Allianz Popular Asset Management SGIIC, S.A.	Allianz Popular, S.L.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Variable Mixta Euro	534.565,46	1.998	KPMG Auditores, S.L.	IBEX 35 y EURO MTS
205	Fonemporium, FI	Popular Gestión Privada, SGIIC, S.A.	Popular Banca Privada, S.A. ⁵⁸	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Variable Internacional	616.682,05	193	PwC Auditores, S.L.	EUROSTOXX 50 Price
136	PBP Bolsa España, FI	Popular Gestión Privada, SGIIC, S.A.	Popular Banca Privada, S.A.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	952.608,58	685	PwC Auditores, S.L.	IBEX 35
1665	PBP Bolsa Europa, FI	Popular Gestión Privada, SGIIC, S.A.	Popular Banca Privada, S.A.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	2.165.982,58	467	PwC Auditores, S.L.	EUROSTOXX 50 Price
1163	PBP Gestión Flexible, FI	Popular Gestión Privada, SGIIC, S.A.	Popular Banca Privada, S.A.	Banco Popular Español S.A. (100,00%)	Global	11.215.426,13	1.056	PwC Auditores, S.L.	EUROSTOXX 50 Price

⁵⁸ Popular Banca Privada, S.A. pertenece al Banco Popular Español S.A.

58	Santander Acciones Españolas, FI	Santander Asset Management, S.A., SGIIC	SAM Investment Holdings Limited ⁵⁹	Banco Santander, S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	40.318.233,88	23.313	Deloitte, S.L.	IBEX 35
2787	Santander Responsabilidad Solidario, FI	Santander Asset Management, S.A., SGIIC	SAM Investment Holdings Limited	Banco Santander, S.A. (100,00%)	Renta Fija Mixto Euro	10.858.307,29	30.575	Deloitte, S.L.	EUROSTOXX 50
2544	Santander Índice España, FI	Santander Asset Management, S.A., SGIIC	SAM Investment Holdings Limited	Banco Santander, S.A. (100,00%)	ICC de Gestión Pasiva	2.609.132,84	2.169	Deloitte, S.L.	IBEX 35
1528	Bankia Bolsa Española, FI	Bankia Fondos, SGIIC, S.A.	Bankia S.A.	Bankia S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	68.884,03	4.253	Deloitte, S.L.	IBEX 35
378	Bankia Fonduxo, FI	Bankia Fondos, SGIIC, S.A.	Bankia S.A.	Bankia S.A. (100,00%)	Renta Variable Mixta Euro	164.086,67	14.504	Deloitte, S.L.	IBEX 35

⁵⁹ SAM Investment Holdings Limited pertenece al Grupo Santander

1878	Caixabank Bolsa Índice España, FI	CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.	CaixaBank S.A.	CaixaBank S.A. (100,00%)	IIC de Gestión Pasiva	28.892.133,47	2.105	Deloitte, S.L.	IBEX 35
539	Ibercaja Bolsa, FI	Ibercaja Gestión SGIIC, S.A.	Ibercaja Banco S.A.	Ibercaja Banco S.A. (99,87%)	Renta Variable Euro	4.756.445,31	14.583	PwC Auditores, S.L.	IBEX 35
2430	Sabadell España Bolsa, FI	Sabadell Asset Management, S.A., SGIIC	Banco Sabadell, S.A.	Banco Sabadell, S.A. (100,00%)	Renta Variable Euro	15.957.737,78	12.759	PwC Auditores, S.L.	IBEX 35
681	BBVA Bolsa Índice, FI	BBVA Asset Management, S.A., SGIIC	BBVA, S.A. Cidessa Uno, S.L. ⁶⁰	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (100,00%)	IIC de Gestión Pasiva	9.834.314,21	6.029	PwC Auditores, S.L.	IBEX 35

⁶⁰ Cidessa Uno, S.L. pertenece al Grupo BBVA