

## LA REMUNERACIÓN SOBRE RESULTADOS A LOS GESTORES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES\*

Ana Carmen Díaz Mendoza\*\*

Miguel Angel Martínez Sedano†

(Universidad del País Vasco)

JEL clasificación: G18; G23; K22

### RESUMEN:

En este trabajo se realiza un análisis empírico en sección cruzada de las principales características de los fondos de inversión españoles que determinan la elección entre establecer la comisión de gestión sobre el patrimonio gestionado o sobre los resultados obtenidos. El estudio muestra diferencias significativas entre los fondos que eligen un tipo u otro de comisión de gestión en cuanto a vocación inversora, rentabilidad obtenida, volatilidad, tamaño y gastos cobrados. En particular, se obtiene que la probabilidad de establecer la comisión de gestión sobre los resultados se incrementa significativamente para los fondos que invierten elevados porcentajes de su cartera en activos de renta variable, los de menor antigüedad en la vocación inversora y los que tiene mayor cuantía de gastos.

PALABRAS CLAVE: Fondos de Inversión, comisión de gestión, problema de agencia, comisión de incentivos.

### ABSTRACT:

This study provides an empirical analysis in cross-sectional of the main characteristics of the Spanish mutual funds which determine the choice among establishing the management fee on the basis of the total asset of the fund ( non- incentive fee) or the mutual fund performance (incentive fee). We found significant differences between the funds that choose a type or other of management fee regarding investing vocation, obtained returns, volatility, size and charged expenses. In particular, it is obtained that the probability of establishing the management fee based on the performance increases significantly for the funds that invest high percentages of its portfolio in equity funds, those are the youngest in the investing vocation and the most expensive.

KEYWORDS: Mutual funds, management fee, agency problems, incentive fees.

\* Los autores desean expresar su agradecimiento a los participantes en el IV Workshop de Finanzas Cuantitativas y a David Moreno (Universidad Carlos III de Madrid) por sus valiosos comentarios a versiones previas de este trabajo. Ana Carmen Díaz reconoce la ayuda financiera recibida del MEC (AP-2004-2296) y Miguel Angel Martínez la recibida del MEC (SEJ2005-05549/ECON), de la FBBVA (1/BBVA 00038.16421/2004) y la UPV/EHU (9/UPV 00038.321-15094/2001). Por supuesto, cualquier error es únicamente responsabilidad de los autores.

\*\* Dirección de contacto: Universidad del País Vasco (UPV/EHU), Fac. de Ciencias Económicas y Empresariales, Avda. Lehendakari Aguirre, 83, 48015 Bilbao, E-mail: [anasanvi@hotmail.com](mailto:anasanvi@hotmail.com)

†Dirección de contacto: Universidad del País Vasco (UPV/EHU), Fac. de Ciencias Económicas y Empresariales, Dpto. de Fundamentos del Análisis Económico II, Avda. Lehendakari Aguirre, 83, 48015 Bilbao, Teléfono: (34) 946013831, FAX: (34) 946017123, E-mail: [miguelangel.martinezs@ehu.es](mailto:miguelangel.martinezs@ehu.es)

## 1. INTRODUCCIÓN

En la mayoría de los países industrializados una sustancial parte de la riqueza financiera no es gestionada directamente por los ahorradores, sino a través de intermediarios financieros. De hecho, el gran crecimiento que ha experimentado la inversión colectiva, y en particular los fondos de inversión (FI), es uno de los elementos que mayor interés ha suscitado entre la comunidad académica financiera y los profesionales del sector. La profesionalidad del equipo gestor, las mayores posibilidades de diversificación de cartera y el ahorro en costes para el inversor final son algunas de las razones que recurrentemente se citan como desencadenantes de esta creciente tendencia hacia la delegación en la gestión de cartera.

La relación que esta delegación de la gestión de cartera establece entre el inversor final y el gestor se encuadra dentro de lo que la literatura económica ha denominado como teoría de agencia. Es claro que bajo los supuestos de racionalidad y búsqueda del propio interés, habituales en el comportamiento de los agentes económicos, surge un conflicto de intereses entre los objetivos del inversor y del gestor; por un lado, el inversor intenta obtener la máxima rentabilidad de su inversión y minimizar el riesgo de la misma, mientras que, por otro lado, el gestor puede pretender maximizar sus ingresos o los de la empresa, mantener una buena reputación y/o maximizar su periodo de permanencia en la misma, lo que no siempre se alinea con los objetivos del inversor. Además, esta relación se caracteriza también por la asimetría de información entre ambas partes, tanto sobre la calidad del gestor (selección adversa) como sobre el esfuerzo realizado por el gestor en su actividad (azar moral).

La existencia de este conflicto de intereses puede llevar a un problema general de ineficiencia en la asignación de recursos y, en nuestro caso particular, a la toma de decisiones de inversión diferentes (subóptimas) a las tomadas en su ausencia. La teoría económica ha presentado como forma de aliviar el problema de agencia, y alinear así los intereses de ambas partes, el establecimiento de contratos entre el inversor y el gestor que generen los incentivos adecuados en el gestor para que desarrolle adecuadamente su labor de gestión de cartera delegada por el inversor<sup>1</sup>. Es evidente que este tipo de contratos se concretan en los acuerdos de remuneración que como compensación por esta delegación en la gestión de la cartera el inversor debe pagar al gestor y que se denominada precisamente comisión de gestión. Estas comisiones de gestión constituyen el punto central del presente trabajo.

Una distinción relevante a este respecto, tanto desde un punto de vista teórico como empírico, consiste en establecer la comisión de gestión bien como un simple porcentaje del total de activos gestionados (que denominaremos en adelante como comisión sobre patrimonio), bien en función de los resultados obtenidos por la gestión (comisión sobre resultados) o una combinación de ambas. A su vez la remuneración sobre resultados puede establecerse en función de su cuantía absoluta o de la diferencia respecto de una cartera de referencia, bien de forma simétrica para resultados positivos y negativos o únicamente para resultados positivos (asimétrica).

Son numerosos los artículos que se han preocupado por caracterizar a nivel teórico la optimalidad de este tipo de contratos. Los trabajos de Modigliani y Pogue (1975), Starks (1987), Grinblatt y Titman (1989), Golec (1992), Roll (1992), Das y Sundaram (1998a, b y 2002), Ou-Yang (2003) y Dybvig, Farnsworth y Carpenter (2004) son algunos de los más significativos. El resultado más general es la mayor deseabilidad de las comisiones sobre resultados. En particular, Das y Sundaram (1998b) concluyen que el contrato óptimo, si el inversor y el gestor son aversos al riesgo, tiene una forma lineal en el que el primero paga al gestor una comisión base (sobre la cuantía de los activos gestionados) y una remuneración adicional en función de los resultados obtenidos,

---

<sup>1</sup> Véanse Heckerman (1975), Jensen y Meckling (1976), Bhattacharya y Pfleiderer (1985) y Holmstrom y Milgrom (1987).

posiblemente definida en términos de diferencia con un cierto valor de referencia. La razón esencial que esgrimen todos ellos es que este tipo de comisión alinea mejor los intereses del gestor y del inversor al inducir un mayor esfuerzo y dedicación en aquél al ligar su remuneración al resultado de su gestión.

A la vista de este resultado, la literatura ha analizado una gran diversidad de cuestiones ligadas a la comisión de gestión sobre resultados. Sin ánimo de ser exhaustivos pueden citarse, entre otras, la conveniencia o no de establecer una cartera de referencia (Admati y Pfleiderer (1997) y Garvey y Milbourn (2006)), la deseabilidad o no de la asimetría (Starks (1987), Das y Sundaram (2002) y Ross (2004)), o el efecto sobre los precios de los activos (Brennan (1993), Cornel and Roll (2004) y Cuoco y Kaniel (2006))<sup>2</sup>.

El artículo cinco del RD 1309/2005, de 4 de noviembre (por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva) establece que en España la comisión de gestión puede establecerse sobre el patrimonio total gestionado por el fondo, sobre los resultados obtenidos por el mismo o una combinación de ambas. La situación real es que únicamente una minoría de los fondos de gestión españoles optan por la remuneración en base a resultados y de estos casi la totalidad optan por la combinación de los dos tipos de comisiones: una comisión base, que es proporcional al valor de los activos gestionados y una comisión en función de los resultados<sup>3</sup>. Es interesante destacar que la legislación vigente únicamente establece los límites máximos aplicables en términos anuales a cada tipo de comisión (véase el apéndice), sin explicitar, por tanto, si la remuneración sobre resultados debe establecerse en función de su cuantía absoluta o en base a la diferencia con una cartera de referencia ni si es aplicable para resultados tanto positivos como negativos<sup>4</sup>. A este respecto, la normativa únicamente establece que “La sociedad gestora deberá articular un sistema de imputación de comisiones sobre resultados que evite que un partícipe soporte comisiones cuando el valor liquidativo de sus participaciones sea inferior a un valor previamente alcanzado por el fondo y por el que haya soportado comisiones sobre resultados”. En IOSCO (2003) se ofrece una panorámica de la regulación sobre comisiones de gestión sobre resultados a nivel mundial. Debe destacarse que todas las jurisdicciones que conforman la asociación, excepto el Reino Unido, permiten este tipo de comisiones. Aún así, se aprecia una gran variedad de tipos que van desde la ausencia total de restricciones a su aplicación (Australia, Japón, Méjico, Países Bajos y Portugal) hasta reglas referentes al tipo de fondos que pueden aplicarlas, a la exigencia de una cartera de referencia, al método de cálculo o a la frecuencia de su pago.

Por otro lado, la Circular 1/2006, de 3 de Mayo de 2006, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre, que detalla el régimen aplicable a estas instituciones (comúnmente conocidas como Hedge Funds), no especifica ni la forma ni los límites aplicables a las comisiones de gestión. Sin embargo, la experiencia en otros países (fundamentalmente en EEUU) indica que, en general, los Hedge Funds establecen una comisión mixta, con valores que oscilan entre el 1% y el 2% del patrimonio gestionado, más un incentivo de entre el 15% y el 35% del rendimiento obtenido. Se constituyen así en un excelente punto de comparación con el resto de FI.

Los resultados teóricos que presentan a la comisión sobre resultados como la más adecuada para resolver los problemas de agencia entre inversor y gestor, llevan a preguntarse el por qué de esta mayoritaria decisión por

<sup>2</sup> Una elaborada revisión de la literatura teórica más relevante en relación a la delegación de la gestión de cartera puede encontrarse en Stracca (2005).

<sup>3</sup> Para el mercado americano los trabajos de Easterbrook y Fichel (1993), Heinkel y Stoughton (1994), Lynch y Musto (1997), Golec (2003) y Golec y Starks (2004) discuten las razones del predominio de las comisiones de gestión sobre patrimonio.

<sup>4</sup> De hecho, de la lectura de los folletos de un gran número de fondos que establecen la comisión de gestión sobre resultados se aprecia que la expresión más habitual tras la cuantía del porcentaje de la comisión es “de los resultados positivos anuales del fondo”. En los casos en que se establece la cuantía de la comisión de gestión como un porcentaje sobre el resultado del fondo en exceso sobre una cartera de referencia, se señala expresamente que “la comisión anual de gestión variable no podrá exceder en ningún caso del 9% de los resultados anuales positivos del fondo”. Este dato del 9% es el que se considera en la base de datos utilizada.

parte de los FI españoles de establecer la comisión de gestión sobre el patrimonio gestionado. Así, el objetivo esencial del trabajo es tratar de identificar empíricamente las variables que pueden determinar la decisión de establecer la comisión de gestión sobre patrimonio o sobre resultados.

En la literatura financiera, tanto nacional como internacional, es la primera vez que se aborda este objetivo específicamente, por lo que el trabajo puede aportar información empírica novedosa a este respecto. Aún así, el trabajo se relaciona, entre otras, con la literatura empírica que estudia los determinantes de la cuantía de las comisiones<sup>5</sup>; también con la que analiza la reacción (especialmente respecto al riesgo asumido) de los gestores remunerados en base a sus resultados<sup>6</sup> o la que evalúa la gestión de este tipo de fondos como en Elton, Gruber y Blake (2003) y Golec (2004).

Los resultados del trabajo muestran que la probabilidad de establecer la comisión de gestión sobre los resultados se incrementa significativamente para los fondos que invierten elevados porcentajes de su cartera en activos de renta variable, los de menor antigüedad en la vocación inversora y los que tienen mayor cuantía de gastos.

El resto del trabajo se distribuye como se describe a continuación: en la sección dos se describen las variables y se hace un análisis descriptivo de los datos, en la sección tres se muestra el modelo estimado, en la sección cuatro se analizan las principales ideas relacionadas con la rentabilidad en los dos grupos, en la sección cinco se concluye.

## 2. DATOS Y VARIABLES

Los datos utilizados en este estudio han sido obtenidos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el organismo supervisor e inspector del Mercado de Valores y por tanto de las instituciones de inversión colectiva.

La base de datos está compuesta inicialmente 2.699 FI, la totalidad de los existentes en España en el último trimestre del año 2005. De estos, se han excluido para el estudio 259 fondos que a finales de 2005 tenían antigüedad de la vocación inversora inferior a un año, y 61 por no ser muy fiable la información suministrada (ya que aparecían en la base de datos como que no cobraban comisión de gestión mientras que en sus respectivos folletos sí se señalaba el cobro de tal comisión). Por tanto, la muestra finalmente utilizada está compuesta por 2.379 fondos.

Dependiendo del tipo de comisión de gestión establecida se crean tres grupos de fondos en la muestra: los que establecen la comisión de gestión únicamente sobre patrimonio (a los que se denominará en adelante como fondos patrimonio, y son 2.153), los que lo hacen únicamente en función de los resultados (fondos resultados, que son 3) y los que utilizan ambos criterios (fondos mixtos, que son 223). Dado que el trabajo pretende precisamente explicar esta decisión sobre el tipo de comisión de gestión, se crea como variable endógena una variable dicotómica que toma el valor uno en el caso de que la comisión se establezca en función de los resultados obtenidos (fondos mixtos o resultados) o cero si se hace sobre patrimonio; esta variable se denota por *DCG*.

Se describen a continuación las variables de cada fondo que se utilizan en el trabajo para explicar la decisión de establecer los diferentes tipos de comisión de gestión.

En primer lugar se considera el tipo de grupo financiero al que pertenece el fondo de inversión, creando

---

<sup>5</sup> Iniciada por Ferris y Chance (1987), los trabajos de Malhotra y McLeod (1997), Tufano y Sevick (1997), Luo (2002) y Gil-Bazo y Martínez (2004) en el mercado español son ilustrativos ejemplos de esta literatura.

<sup>6</sup> Interesantes trabajos en esta línea son los de Brown, Harlow y Starks (1996), Chevalier y Ellison (1997), Carpenter (2000), Ross (2004) y Low (2006).

tres variables ficticias según si éste es Independiente (*I*), Caja de Ahorros (*C*) o Banco (*B*). La intención de considerar esta variable es indagar la posibilidad de que los gestores de grupos financieros independientes puedan tener mayores incentivos a cobrar la comisión de gestión sobre resultados como forma de captación de inversores, frente a la mayor capacidad de atracción de bancos y cajas de ahorro mediante campañas de publicidad y marketing más agresivas.

Otra característica que parece interesante a priori es la política de inversión del fondo, o su tipo de vocación inversora. La CNMV establece 19 categorías, pero en este trabajo se han agrupado en 4, que son *RV* (Renta Variable), *RF* (Renta Fija), *FGL* (Fondos Globales) y *G* (Fondos Garantizados)<sup>7</sup>. Se puede pensar que los fondos que invierten mayor proporción en renta variable sean los que mayores incentivos tengan a cobrar la comisión de gestión sobre resultados, por su mayor capacidad para obtener altas rentabilidades.

Se considera también el número de años transcurridos desde la última modificación de la vocación inversora del fondo (*Antig*)<sup>8</sup>, para analizar si, como parece razonable, los fondos de menor antigüedad inversora tienen más incentivos a cobrar por resultados como forma de competir con los más establecidos.

Como medida de la variabilidad en los rendimientos del fondo se toma la volatilidad de los mismos (*Vol*), obtenida como la desviación típica de las rentabilidades mensuales en los últimos 12 meses y medida en porcentaje. Se espera que los fondos más volátiles tengan mayores alicientes a establecer la comisión sobre resultados al ofrecer, en general, mayores expectativas de rentabilidad. Este argumento se ve especialmente reforzado por el carácter asimétrico de la comisión de gestión, que anima a los gestores a asumir elevados riesgos al no tener que asumir responsabilidades en caso de que el fondo tenga pérdidas.

El tamaño del fondo es otra variable que se considera relevante en la toma de la decisión sobre el tipo de comisión de gestión a cobrar. Parece razonable suponer que los fondos más pequeños y, por tanto más fáciles de gestionar en este sentido, tengan más incentivos a establecer la comisión sobre resultados. Para aproximar el tamaño del fondo se utiliza el patrimonio total que gestiona medido en miles de euros (*Patr*), o alternativamente el número de participes en el mismo (*Part*). Referente a la rentabilidad de los fondos, se utiliza la obtenida durante el año 2005, neta de todo tipo de gastos (*RN*). Parece claro que para los fondos con mayores rentabilidades sea tentador establecer la comisión de gestión sobre los resultados, dado que de mantener las altas rentabilidades podrían generarles mayores ingresos. Además, se ha calculado el ratio de Sharpe (*Sharpe*) como medida de la

prima de rentabilidad por unidad de riesgo: 
$$\text{Sharpe} = \frac{RN - R_f}{\text{vol}}$$
, siendo  $R_f$  la rentabilidad del activo libre de

riesgo, para la que se ha tomado la de las Letras del Tesoro a un año que fue del 2,34% durante el período de estudio

En cuanto a las comisiones, se utilizan las cuantías (en porcentaje) establecidas como comisión de gestión por los servicios de supervisar y redistribuir la cartera de inversión, y que como ya es conocido puede establecerse en función del patrimonio (*CP*), de los rendimientos (*CR*) o de ambas variables; como comisión de depósito (*depo*), por la administración y custodia de los valores; como comisión de suscripción (*suscrip*), por la compra de las participaciones del fondo y como comisión de reembolso (*reemb*) por la retirada de

<sup>7</sup> En grupo de Renta Variable se incluyen las categorías RVM, RVN RVMI, RVE, RVIE, RVII, RVIU, RVIM y RVIO de la CNMV; en el de Renta Fija las de FIAMM, RFCP, RFLP, RFM, FIAMMI, RFI y, RFMI; la de FLG en el de Fondos Globales y las de GRF y GRV en el de Fondos Garantizados.

<sup>8</sup> Nótese que, por tanto, esta variable no es exactamente la edad (años transcurridos desde la creación del fondo), pero recoge la misma idea de estabilidad y experiencia en la gestión.

participaciones<sup>9</sup>. Se incluye también el descuento que realiza en ocasiones la Sociedad Gestora por una parte del importe percibido de las comisiones de suscripción y reembolso (*desc*). Para el análisis empírico del trabajo, se ha decidido agregar las comisiones de suscripción y reembolso netas del descuento por ser todas comisiones no anuales; esta variable se denota como comisión no anual neta (*CNA*). Finalmente, como agregado de todas las comisiones la CNMV incorpora información sobre el porcentaje que supone la totalidad de gastos soportados por el fondo en relación a su patrimonio medio durante el año, y que incluye las comisiones de gestión y depositario, los servicios exteriores y otros gastos de explotación (*gastos*).

## 2.1. Análisis descriptivo de los datos.

En la tabla 1 se presenta, para cada uno de los tres tipos de fondos que se han creado en base al tipo de comisión de gestión cobrada, información sobre el número de fondos y los valores medios de las diferentes variables explicativas consideradas, respectivamente.

En el Panel A, además de constatar el hecho de que sólo una pequeña minoría de FI españoles establece la comisión sobre resultados (y que de estos casi todos son mixtos), se confirma que este mercado está altamente dominado por fondos pertenecientes a bancos y cajas de ahorro; únicamente un 13,83% pertenece a grupos independientes. Sin embargo, es destacable que los fondos independientes tienen una presencia significativamente superior entre los mixtos (25,56%) que entre los patrimonio (12,63%), lo que es consistente con la idea de que los fondos de grupos independientes parecen mostrar mayores incentivos a establecer la comisión de gestión sobre resultados.

También se aprecia la escasa presencia en el mercado de fondos español de fondos globales<sup>10</sup>, aunque esta clase representa un porcentaje significativamente superior en el grupo mixto (44,84%) que en el patrimonio (8,64%). Este hecho unido a que un alto 43,95% de los fondos mixtos es de renta variable, confirma que los fondos que cobran sobre resultados invierten una mayor proporción en renta variable que en renta fija.

El Panel B de la tabla 1 muestra que los fondos mixtos presentan diferencias estadísticamente significativas respecto a los patrimonio en varias de las variables consideradas. Así, presentan menor antigüedad en la vocación inversora, mayor volatilidad en los rendimientos y menor tamaño<sup>11</sup>.

Respecto a la cuantía media de las comisiones de gestión se aprecia que en el grupo mixto es más cercanas al límite legal permitido que en el grupo patrimonio, ya que en promedio cobran por comisión de resultados un 8,24% siendo el límite un 9%<sup>12</sup> y por comisión de patrimonio un 1,06% siendo su límite el 1,35%, mientras que el grupo patrimonio cobra un 1,29% siendo su límite un 2,25%. Por el contrario, los fondos mixtos establecen menores comisiones de suscripción y de reembolso, aunque también ofrecen un menor descuento por estos conceptos. Como medida agregada de estos costes para el inversor, la cuantía de gastos totales medios es significativamente superior en los fondos mixtos que en los resultado.

Para insistir en este mayor coste que suponen para el inversor los fondos mixtos se ha calculado una medida de comisión de gestión total (*CGT*) en porcentaje sobre el patrimonio, de forma que puedan compararse ambos tipos de fondos, teniendo en cuenta, además, que la comisión sobre resultados se aplica sobre la

<sup>9</sup> En el mercado español la cuantía de estas comisiones está liberalizada, pero hay unos topes que no pueden superarse y que se recogen en el apéndice.

<sup>10</sup> Recordar que los fondos globales es una categoría que engloba a todos los fondos sin definición precisa de su política de inversiones y que no encajan en ninguna de las otras categorías.

<sup>11</sup> Calculada la inversión media por partícipe para ambos tipos de fondos se obtiene que es de 72,04 miles de euros para los fondos mixtos, significativamente inferior a la de los fondos patrimonio, 393,67.

<sup>12</sup> A destacar el porcentaje medio cobrado por los fondos resultados del 15,33%, siendo un 18% el máximo legal permitido.

Tabla 1

En el panel A se recoge la distribución del número total de FI existentes en Diciembre de 2005 en España agrupados según el tipo de comisión de gestión establecida (fondos patrimonio, fondos mixtos y fondos resultado), dependiendo del grupo financiero al que pertenece el fondo (*I, C, B*) y su política de inversión (*RV, RF, FGL* y *G*). Se muestra el número de fondos de cada tipo y entre paréntesis el porcentaje que éste supone dentro de cada grupo; el asterisco indica significatividad al 5% del contraste de diferencia de proporciones entre el grupo patrimonio y mixto.

El panel B muestra los valores medios de las variables explicativas (*Antig, Vol, Patr, Part, RN, Sharpe, CP, CR, CGT, depo, suscrip, reemb, desc, gastos*). En este caso, el asterisco indica significatividad al 5% del contraste de diferencia de medias entre el grupo patrimonio y mixto.

Panel A

V. CUALITATIVAS	patrimonio	mixtos	resultados	todos
Número	2.153	223	3	2.379
I*	272 (12,63)	57 (25,56)	0	329 (13,83)
C	792 (36,79)	77 (34,53)	2 (66,67)	871 (36,61)
B*	1.089 (50,58)	89 (39,91)	1 (33,33)	1.179 (49,56)
RV*	616 (28,61)	98 (43,95)	0	714 (30,01)
RF*	753 (34,97)	24 (10,76)	0	777 (32,66)
FGL*	186 (8,64)	100 (44,84)	3 (100)	289 (12,15)
G*	598 (27,78)	1 (0,45)	0	599 (25,18)

Panel B

V. CUANTITATIVAS	patrimonio	mixtos	resultados	todos
Antig*	4,91	3,81	3,65	4,81
Vol*	1,21	1,82	0,91	1,27
Patr*	102.853,69	76.154,08	9.728,00	100.317,28
Part*	3.434,57	2.679,52	179,67	3362,84
RN*	8,35	12,85	5,64	8,78
Sharpe *	-8,28	2,44	2,26	-7,28
CR	0,00	8,24	15,33	0,78
CP	1,29	1,06	0,00	1,27
CGT*	1,29	2,37	1,08	1,39
depo	0,11	0,12	0,17	0,11
suscrip*	0,83	0,31	0,00	0,78
reemb*	0,91	0,35	0,00	0,86
desc*	0,05	0,01	0,00	0,05
gastos *	1,46	2,23	0,96	1,53

Fuente: elaboración propia

rentabilidad bruta ( $RB = RN$  más gastos) y únicamente cuando ésta es positiva. Así, para los fondos patrimonio se tiene:

$$CGT_p = CP_p \quad \text{siempre} \quad (1)$$

y para los fondos mixtos:

$$CGT_m = CP_m + CR_m \times \frac{RB_m}{100} \quad \text{si } RB > 0 \quad (2)$$

$$CGT_m = CP_m \quad \text{si } RB < 0$$

En los fondos mixtos esta medida de comisión de gestión total alcanza un porcentaje medio de 2,37%, significativamente superior a la que cobran los patrimonio con un valor de 1,29%. Debe destacarse que este valor de 2,37% es superior al límite establecido para las comisiones de gestión sobre patrimonio, lo que muestra que los

gestores encuentran así una forma de ingresar más dinero por la comisión de gestión que si la establecen sólo en función de los activos gestionados.

Finalmente, los fondos mixtos ofrecen rentabilidades tanto netas como ajustadas por riesgo significativamente superiores a los fondos patrimonio, por lo que parecen compensar sobradamente con excesos de rendimiento su mayor volatilidad<sup>13</sup>.

En su conjunto el panorama que nos muestran la tabla anterior es que los fondos mixtos invierten fundamentalmente en renta variable, con un porcentaje relevante perteneciente a grupos independientes, y en media son más volátiles, de menor antigüedad de la vocación inversora, de menor tamaño y más caros en términos de gastos totales que los fondos patrimonio. A pesar de este mayor coste ofrecen mayor rentabilidad tanto neta como ajustada por riesgo.

### 2.2 Selección de variables.

Dado el elevado número de variables considerado, y para evitar problemas de multicolinealidad que podrían afectar a la precisión en la estimación de los parámetros del modelo, se realiza en esta subsección una selección previa de las mismas.

Tabla 2: Matriz de correlaciones

Se muestran los coeficientes de correlación entre las variables grupo financiero al que pertenece el fondo (*I, C, B*), política de inversión (*RV, RF, FGL y G*) y las variables *Antig, Vol*, neperiano del patrimonio gestionado en miles de euros (*Patr, depo, CNA, gastos, RN y Sharpe*).

I	C	B	RV	RF	FGL	G	Antig	Vol	Patr	Part	RN	Sharpe	depo	CNA	gastos	
1,00	-0,31	-0,40	0,08	0,00	0,13	-0,19	-0,06	0,10	-0,20	-0,27	0,09	0,03	0,07	-0,16	0,07	I
	1,00	-0,75	-0,02	0,02	-0,14	0,09	0,02	-0,05	-0,02	0,11	-0,05	0,04	-0,05	0,14	-0,03	C
		1,00	-0,04	-0,02	0,04	0,04	0,02	-0,02	0,16	0,08	-0,01	-0,06	0,00	-0,02	-0,02	B
			1,00	-0,46	-0,24	-0,38	-0,04	0,74	-0,15	-0,04	0,70	0,31	0,17	-0,26	0,50	RV
				1,00	-0,26	-0,41	0,28	-0,49	0,17	0,02	-0,41	-0,47	-0,01	-0,35	-0,31	RF
					1,00	-0,22	-0,30	-0,01	-0,10	-0,20	-0,01	0,12	-0,02	-0,13	0,00	FGL
						1,00	-0,04	-0,24	0,05	0,17	-0,29	0,10	-0,15	0,75	-0,20	G
							1,00	-0,11	0,08	0,14	-0,11	-0,18	0,06	-0,06	0,02	Antig
								1,00	-0,20	-0,05	0,90	0,41	0,16	-0,15	0,57	Vol
									1,00	0,74	-0,12	-0,27	-0,06	0,06	-0,20	Patr
										1,00	-0,03	-0,13	0,05	0,16	0,08	Part
											1,00	0,37	0,15	-0,19	0,52	RN
												1,00	0,11	0,12	0,38	Sharpe
													1,00	-0,10	0,32	depo
														1,00	-0,11	CNA
															1,00	gastos

Fuente: Elaboración propia

La tabla 2 muestra los coeficientes de correlación de las variables explicativas consideradas. Debe destacarse de la tabla los elevados valores que alcanzan las correlaciones entre las variables que recogen la rentabilidad neta (*RN*), la volatilidad (*Vol*) y la vocación inversora de Renta Variable (*RV*). Es claro que durante el año 2005, los fondos de Renta Variable, que son los más volátiles por propia definición, han sido los que mayor rentabilidad han obtenido. Por lo demás, debe notarse también el elevado coeficiente de la correlación entre la variable representativa de los fondos garantizados (*G*) y la comisión no anual neta (*CNA*), consecuencia de que la propia estrategia de aquéllos les lleva a establecer mayores comisiones de entrada y salida del fondo.

Para concretar más la selección de variables se utiliza el contraste de multicolinealidad del factor de inflación de varianza de las variables (*VIFj*). El *VIFj* es computado como  $(1 - R_j^2)^{-1}$ , donde  $R_j^2$  es el coeficiente de

<sup>13</sup> De los 50 fondos que obtienen rentabilidad neta negativa en el período de estudio 43 son fondos patrimonio y 6 son mixtos. El valor negativo que toma el ratio de Sharpe en los fondos patrimonio se explica por la existencia en este grupo de bastantes fondos con rentabilidad inferior a la del activo libre de riesgo y baja volatilidad.

determinación de la regresión de la variable explicativa  $x_j$  sobre el resto de variables explicativas. Un alto VIF corresponde a un alto  $R_j^2$  y es señal de colinealidad. Fox (1991) considera que la precisión de la estimación de un coeficiente sufre colinealidad cuando el VIF excede de cuatro.

Los resultados de este contraste aparecen en el Panel A de la Tabla 3. Tal y como se veía en la tabla anterior de correlaciones, las variables que generan problemas de multicolinealidad son la rentabilidad neta, la volatilidad y la vocación inversora de Renta Variable. Dado que entre el resto de variables explicativas se dispone de una medida alternativa de rentabilidad (la rentabilidad ajustada por riesgo, *Sharpe*) se ha decidido eliminar del estudio la variable *RN*. Con ello, el nuevo contraste VIF genera unos resultados que se muestran en el Panel B de la Tabla 3, donde no parece haber ya problemas de multicolinealidad entre las variables finalmente consideradas.

Tabla 3: Contraste VIF

Se muestra el resultado del contraste VIF, computado como  $(1 - R_j^2)^{-1}$ , donde  $R_j^2$  es el coeficiente de determinación de la regresión de la variable explicativa  $x_j$  sobre el resto de variables explicativas. Las variables son el grupo financiero al que pertenece el fondo (*I, C, B*), política de inversión (*RV, RF, FGL, G*), y las variables Antig, *Vol*, neperiano del patrimonio gestionado en miles de euros (*Patr*), *depo*, *CNA*, *gastos*, *RN* y *Sharpe*.

VARIABLES	VIF	
	Panel A	Panel B
I	1,291	1,291
B	1,238	1,238
RV	4,382	4,277
RF	3,515	3,475
FGL	2,167	2,15
Antig	1,185	1,183
Vol	6,487	2,73
Patr	1,173	1,153
RN	5,406	
Sharpe	1,493	1,49
depo	1,133	1,133
CNA	2,367	2,367
gastos	1,721	1,72

Fuente: Elaboración propia

### 3. MODELO

Tras el análisis descriptivo de los datos y destacar las principales características de los fondos mixtos, se estima en esta sección un modelo para caracterizar los principales determinantes de la decisión de establecer o no la comisión de gestión sobre resultados.

Para ello se utiliza un modelo probit, perteneciente a la familia de modelos de elección discreta y que se interpreta en términos de probabilidades. En este tipo de modelos, la variable dependiente es una variable dicotómica con unos y ceros creada a partir de la variable que se quiere estudiar, en este caso la decisión de cobrar sobre resultados (*DCG*). Para la estimación se asume la existencia de una variable latente no observable,  $y_i^*$ , que determina el valor de la variable dicotómica que se observa. Formalmente:

$$\begin{aligned}
 y_i &= 1 && \text{si } y_i^* = X_i \beta + u_i > 0 \\
 y_i &= 0 && \text{en otro caso}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

siendo  $\beta$  el vector de coeficientes,  $X_i$  la matriz de variables explicativas y  $u_i$  los residuos del modelo, que se suponen con media cero y desviación uno.

La estimación se realiza por máxima verosimilitud aplicando el algoritmo iterativo de Scoring. Como medida de la bondad de ajuste del modelo se usa el porcentaje de predicciones correctas y el pseudo  $R^2$ . En este tipo de modelos probit los coeficientes de las variables no son directamente interpretables, por lo que se acude a los efectos parciales de las variables explicativas, que representan el impacto marginal de un cambio unitario en ellas sobre la probabilidad de observar  $y_i = 1$ , es decir, sobre que se establezca la comisión gestión sobre los resultados obtenidos por el fondo.

Los resultados de la estimación del modelo probit se muestran en las Tabla 4, donde debajo de cada variable aparece su efecto parcial sobre la variable endógena y si éste es significativo al 5% se señala con un asterisco. Se muestra también el porcentaje de casos correctamente predichos y el pseudo  $R^2$ . El grupo de control incluido en la constante está formado por los fondos del tipo RF y los que pertenecen a grupos financieros de Cajas de Ahorro.

Tabla 4: Resultados de la estimación del modelo Probit.

Se muestra el resultado de la estimación del modelo probit (3). Las variables son el grupo financiero al que pertenece el fondo (*I, C, B*), política de inversión (*RV, RF, FGL, G*), y las variables Antig, *Vol*, neperiano del patrimonio gestionado en miles de euros (*Patr*), *depo*, *CNA*, *gastos*, *RN* y *Sharpe*. El asterisco representa significatividad de la variable al 5%. Las dos últimas columnas muestran el porcentaje de casos correctamente predichos por el modelo (3) y el pseudo  $R^2$ , respectivamente.

I	B	RV	G	FGL	Antig	Vol	Patr	Sharpe	depo	CNA	gastos	%	R <sup>2</sup>
0,0779*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	92,8	0,18
	-0,0361*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	90,5	0,0064
		0,0522*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	90,5	0,011
			-0,2101*	0	0	0	0	0	0	0	0	90,5	0,011
				0,1731*	0	0	0	0	0	0	0	90,5	0,12
					-0,0221*	0	0	0	0	0	0	90,5	0,042
						0,0262*	0	0	0	0	0	90,5	0,025
							-0,0195*	0	0	0	0	90,5	0,0155
								0,0023*	0	0	0	90,5	0,024
									0,3104*	0	0	90,4	0,005
										-0,0162*	0	90,5	0,025
											0,0852*	90,5	0,1169

I	B	RV	G	FGL	Antig	Vol	Patr	Sharpe	depo	CNA	gastos	%	R <sup>2</sup>
					-0,0212*		-0,0059		-0,0906	-0,0112*	0,0701*	92,1	0,18
0,0203*	-0,0179*				-0,0208*		-0,0036		-0,0846	-0,0109*	0,0693*	92,2	0,19
0,0002	-0,0174*	-0,0046	-0,1221*	0,0686*	-0,0066*		-0,0019		-0,0566	0,0045	0,0443*	93,1	0,31
-5,7714	-0,0176*	-0,0027	-0,1209*	0,0712*	-0,0068*		-0,002	-0,001	-0,0563	0,0045	0,0456*	93,2	0,31
-8,7752	-0,0175*	0,0146	-0,1155*	0,0739*	-0,0064	-0,0101	-0,0022	-0,001	-0,0673	0,0041	0,0486*	93,3	0,31
0,001	-0,0212*	0,0376*	-0,1349*	0,0974*	-0,0063*	0,0041	-0,0042		0,1021	0,0057		90,8	0,22

Fuente: Elaboración propia

#### 4. PRINCIPALES IDEAS RELACIONADAS CON LA RENTABILIDAD EN LOS DOS GRUPOS

Se presentan en esta sección un simple análisis relacionado con las diferencias encontradas en la rentabilidad obtenida por los dos tipos de FI que atiende a si *a posterior* la decisión tomada sobre el tipo de comisión de gestión ha sido la adecuada.

##### 4.1 La decisión sobre el tipo de comisión de gestión.

Se ha visto anteriormente que la comisión de gestión total efectivamente aplicada por los fondos mixtos (2,37%) supera el límite establecido legalmente en el 2,25% si se establece sobre el patrimonio gestionado.

Se plantea a continuación un simple estudio sobre la cuantía de la rentabilidad bruta que debería marcar la elección entre establecer un tipo u otro de comisión de gestión.

A partir de relación vista en las ecuaciones (1) y (2) que pretende conseguir una medida de comisión de gestión total (CGT) medida en porcentaje sobre el patrimonio, para poder así comparar los diferentes tipos de fondos, puede deducirse la equivalencia existente entre la comisión mixta de incentivos y la comisión sobre patrimonio, que para el caso de rentabilidad bruta positiva es:

$$CP_p = CP_m + CR_m \times \frac{RB_m}{100} \quad (5)$$

Con esta expresión se puede buscar el rendimiento bruto a partir del cual al gestor le hubiera convenido establecer la comisión de gestión mixta y compararlo con el comportamiento observado en el mercado.

En primer lugar, se consideran los niveles máximos que marca la ley para ambos tipos de comisiones ( $CP_p = 2,25\%$  y  $CP_m = 1,35\%$  y  $CR_m = 9\%$ ), en cuyo caso se obtiene que para un rendimiento bruto de  $10,50\%$ , el gestor hubiera obtenido idéntico ingreso cobrando el máximo legal de ambos tipos de comisiones. Obviamente, para un rendimiento bruto superior al gestor le conviene establecer la comisión mixta, y por debajo de este le beneficia hacerlo sobre patrimonio.

En segundo lugar, si se considera la media de las comisiones efectivamente cobradas por cada grupo, en vez de las máximas (para el grupo mixto  $CP = 1,06\%$  y  $CR = 8,24\%$  y para el grupo patrimonio  $CP = 1,29\%$ , según se muestra en la tabla 1a), el rendimiento bruto límite ha descendido a  $2,67\%$ . Por tanto, con una rentabilidad bruta de  $2,67\%$ , el gestor hubiera estado indiferente entre establecer la comisión media únicamente sobre patrimonio o las comisiones medias sobre los dos conceptos correspondientes al grupo mixto. Con un rendimiento superior al  $2,67\%$ , al gestor le conviene más cobrar una parte de la comisión de gestión por el patrimonio y la otra sobre resultados, es decir, establecerla de forma mixta.

Analizando individualmente cada fondo, se tiene que la proporción de fondos que superan la rentabilidad bruta de  $2,67\%$  es significativamente mayor en el grupo mixto (un  $87\%$ ) que en el grupo patrimonio ( $71\%$ ). Por tanto, con esta información podría concluirse que este  $71\%$  de los fondos que establecen la comisión de gestión sobre patrimonio hubiera estado mejor estableciendo la comisión mixta sobre resultados media.; por el contrario, hay un  $13\%$  de fondos que cobra la comisión mixta y que, por obtener rentabilidad bruta inferior al  $2,67\%$ , hubiera estado mejor cobrando sobre patrimonio únicamente.

## 6. CONCLUSIONES

El presente trabajo realiza un análisis empírico en sección cruzada de los FI en España en el último trimestre de 2005, que trata de analizar las principales características de éstos que determinan su decisión sobre el tipo de comisión de gestión establecida, sobre activos o sobre resultados. En España sólo una minoría de los fondos cobra sobre el rendimiento del fondo, a pesar de ser este tipo de comisión el que mejor alinea los intereses del gestor y del inversor.

La estimación de un modelo probit concluye que la probabilidad de establecer la comisión de gestión sobre los resultados se incrementa significativamente para los fondos que invierten elevados porcentajes de su cartera en activos de renta variable, con menor antigüedad en la vocación inversora y para los que tiene mayor cuantía de gastos.

Así, los fondos que deciden establecer la comisión de gestión sobre resultados parecen ser en nuestro país, los más dinámicos y comprometidos con la buena gestión, tal y como debería esperarse y es el objetivo de este tipo de comisión. Además, a pesar de presentar mayor volatilidad y cuantía de gastos, ofrecen a los inversores

unas rentabilidades ajustadas por riesgo superiores. La decisión mayoritaria en el mercado español de cobrar por la gestión un determinado porcentaje del volumen de patrimonio gestionado, sin ligarlo al resultado obtenido, puede entonces interpretarse como una consecuencia de la falta de competencia en el sector; la comisión de gestión así establecida respondería simplemente al intento de asegurar el cobro por los servicios prestados

Una extensión natural de este trabajo consistiría en comprobar si, como parece desprenderse de estos resultados, la negativa evaluación de la gestión de los FI españoles, deba reconsiderarse para este tipo de fondos mixtos.

Evidentemente, debemos ser conscientes de que el estudio se ha realizado en un período especialmente alcista, en el que los fondos que invierten en activos de renta variable han obtenido rentabilidades muy superiores a las de los de renta fija. Dado que son mayoritariamente este tipo de fondos los que establecen la comisión de gestión sobre resultados, estas significativas diferencias en rentabilidad pueden sesgar los resultados obtenidos. Sería de gran interés comprobar si se mantienen las mismas relaciones aquí encontradas para períodos de tiempo con comportamientos diferentes en rentabilidades.

### **Bibliografía**

- Admati, A.R. y P. Pfleiderer, 1997, "Does It All Add Up? Benchmarks and the Compensation of Active Portfolio Managers", *Journal of Business*, 70, 323-350.
- Bhattacharya, S. y P. Pfleiderer, 1985, "Delegated Portfolio Management". *Journal of Economic Theory*, 36, 1-25.
- Brennan, M., 1993, "Agency and asset pricing", *working paper, University of California, Los Angeles*.
- Brown, K., W. Harlow y L. Starks, 1996, "Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry", *Journal of Finance*, 51, 85-110.
- Carpenter, J., 2000, "The Optimal Dynamic Investment Policy for a Fund Manager Compensated with an Incentive Fee", *Journal of Finance*, 55, 2311-2331.
- Chevalier, J., y G. Ellison, 1997, "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives", *Journal of Political Economy*, 105, 1167-1200.
- Cornel, B. y R. Roll, 2004, "A delegated agent asset pricing model", *working paper, University of California, Los Angeles*.
- Cuoco, D. y R. Kaniel, 2006, "Equilibrium Prices in the presence of Delegated Portfolio management", *Working paper The Wharton School*.
- Das, S. , y R. K. Sundaram, 1998a, "Fee Speech: Adverse Selection and the regulation of mutual fund fees", *NBER Working paper 6644*.
- Das, S. , y R. K. Sundaram, 1998b, "On the regulation of fee structures in mutual funds", *NBER Working paper 6639*.
- Das, S. y R. Sundaram, 2002, "Fee Speech: Signaling, Risk-Sharing and the Impact of Fee Structures on Investor Welfare", *Review of Financial Studies*, 15(5), 1465-1497.
- Dybvig, P., H. Farnsworth y J. Carpenter, 2004, "Portfolio Performance and Agency", *working paper, Washington University*.

- Easterbrook, F. H. y D. R. Fischel, 1993, "Contract and fiduciary duty", *Journal of Law and Economics*, 36,425-48.
- Elton, E. , M. Gruber, y C. Blake, 2003, "Incentive Fees and Mutual Funds", *Journal of Finance*, 58, 2, 779-804.
- EFAMA, 2006a, "Trends in the European Investment Fund in the Fourth Quarter of 2005 and Results for full-Year 2005", *Quarterly Statistical Release*, Num 24.
- EFAMA, 2006b, "Worldwide Investment Fund Asset and Flows Trends in the Third Quarter 2005", *International Statistical Release*.
- Ferris, S., y M. Chance, 1987, "The Effect of 12b-1 Plans on Mutual Fund Expense Ratios: A note", *Journal of Finance*, 42, 1077-1082.
- Fox, J. , 1991, "Regression Diagnostics: An Introduction", Sage University Paper Series on Quantitative Applications in the Social Sciences, 07-079.
- Garvey, G. y T. Milbourn, 2006, "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad", *Journal of Financial Economics*, 82, 197-225.
- Gil-Bazo, J. y M. A. Martínez, 2004, "The black box of mutual fund fees", *Revista de Economía Financiera*, 4, 54-82.
- Golec, J., 1992, "Empirical tests of a principal-agent model of the investor-investment advisor relationship", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 81-95.
- Golec, J. , 2003, "Regulation and the Rise in Asset-Based Mutual fund Management Fees", *Journal of Financial Research*, 26(1), 19-30.
- Golec, J., 2004, "Incentive Fees and Mutual Fund Volatility Timing" Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=820264>.
- Golec, J. y L. Starks, 2004, "Performance fee contract change and mutual fund risk", *Journal of Financial Economics*, 73, 93-118.
- Grinblatt, M. y S. Titman, 1989, "Adverse Risk Incentives and the Design of Performance-Based Contracts", *Management Science*, 35, 807-822.
- Heinkel, R. y N.M. Stoughton, 1994, "The Dynamics of Portfolio Management Contracts", *Review of Financial Studies*, 7, 351-387.
- Heckerman, D., 1975, "Motivating managers to make investment decisions", *Journal of Financial Economics*, 2, 273-292.
- Holmstrom, B. y P. Milgrom (1987): "Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives", *Econometrica*, 55, 2, 303-328.
- Jensen, M. y W. H. Meckling, 1976: "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Low. A., 2006: "Managerial Risk-Taking Behavior and Equity-Based Compensation", *Working Paper Fisher College of Business*.

- Lynch, A. W. y D. K. Musto, 1997: "Understanding fee structures in the asset management business", *Working paper, New York University*.
- Luo, G., 2002, "Mutual Fund Fee-setting, Market Structure and Mark-ups", *Económica*, 69, 245-271.
- Malhotra, D. y R. McLeod, 1997, "An Empirical analysis of Mutual Fund Expenses and Returns", *Journal of Financial Research* 25(1), 81-98.
- Modigliani, F. y G. Pogue, 1975, "Alternative Investment Performance Fee Arrangements and Implications for SEC Regulatory Policy", *Bell Journal of Economics*, 6, 127-160.
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions), 2003, "Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of answers to Questionnaire"
- Ou-Yang, H., 2003, "Optimal Contracts in Continuous-Time Principal-Agent Problems", *Review of Financial Studies*, 16, 173-208.
- Roll, R., 1992, "A Mean/Variance Analysis of Tracking Error", *Journal of Portfolio Management*, 18, 13-22.
- Ross, S. A., 2004, "Compensation, incentives, and the duality of risk aversion and riskiness", *Journal of Finance* 59, 207-225.
- Starks, L., 1987, "Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1) 17-32.
- Stracca, L., 2005, "Delegated Portfolio Management: A Survey of the Theoretical Literature", *European Central Bank Working Paper Series*, nº 520.
- Tufano, P. y M. Sevick, 1997, "Board Structure and Fee-setting in The U. S. Mutual Fund Industry", *Journal of Financial Economics*, 46,321-355.

## APÉNDICE

### MÁXIMOS LEGALES DE LAS COMISIONES EN ESPAÑA

La tabla muestra los límites máximos que establece el Real Decreto-Ley 6/2000 de 23 de junio, en su artículo 41.1, a las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso.

Tipo de fondo	Com. de gestión	Com. de depósito	Com. de suscrip y reemb.
<b>FIM</b>	Sobre activos gestionados: 2,25%	0,2% del patrimonio del fondo	5% del valor de las participaciones suscritas o reembolsadas
	Sobre resultado: 18%		
	Sobre ambos: 1,35% de los activos y 9% del resultado		
<b>FIAMM</b>	Sobre activos gestionados: 1%	0,15% del patrimonio del fondo	1% del valor de las participaciones suscritas o reembolsadas
	Sobre resultado: 10%		
	Sobre ambos: 0,67% de los activos y 3,33% del resultado		