

Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1999-2014

Pablo Fernández. Profesor de Finanzas del IESE. e-mail: fernandezpa@iese.edu

Alberto Ortiz. Research Assistant del IESE. e-mail: AOrtiz@iese.edu

Pablo Fernández Acín. Investigador independiente. e-mail: pablo.fernandez.14@retamar.es

Isabel Fernández Acín. Universidad de Navarra. ifernandez.28@alumni.unav.es

Resumen

La rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 15 años (1,60%) fue inferior a la inversión en bonos del estado español a 15 años (5,83%) y a la inversión en el IBEX 35 (3,28%).

Sólo 9 fondos de los 629 con 15 años tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del estado a 15 años, 74 tuvieron una rentabilidad superior a la del IBEX 35 y 99 tuvieron rentabilidad negativa.

El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años a sus partícipes una rentabilidad total del 545% (promedio 13,24%) y el menos rentable del -68% (promedio -7,33%).

Se muestran los fondos más rentables y los menos rentables. El apartado 2 proporciona un ranking de las 54 gestoras de fondos de inversión según la rentabilidad media de sus fondos. Bestinver ocupa el primer lugar con gran diferencia sobre las siguientes.

También se muestran los resultados de un experimento en el que 248 escolares consiguieron mejor rentabilidad promedio que los fondos de inversión en renta variable en 2002-2012. 72 de los 248 escolares superaron la rentabilidad de todos los fondos. La rentabilidad media de los escolares fue 105% y la de los fondos 71%.

5 de marzo de 2015

Palabras clave: fondos de inversión, CNMV, INVERCO, rentabilidad para los partícipes, *benchmark*, apreciación de los fondos, TER.

JEL: G12, G31, M21

xPpLnmLsjle

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.
Tel. 91-357 08 09. Fax 91-357 29 13.

Los autores agradecen las críticas a documentos de años anteriores realizadas por Manuel Andrade, León Bartolomé, Juan Palacios e Ignacio Pedrosa.

Este documento analiza la rentabilidad de los fondos de inversión españoles para sus partícipes en los últimos 15 años (Dic. 1999-Dic. 2014)

1. Rentabilidad de los fondos de inversión en los últimos 15 años

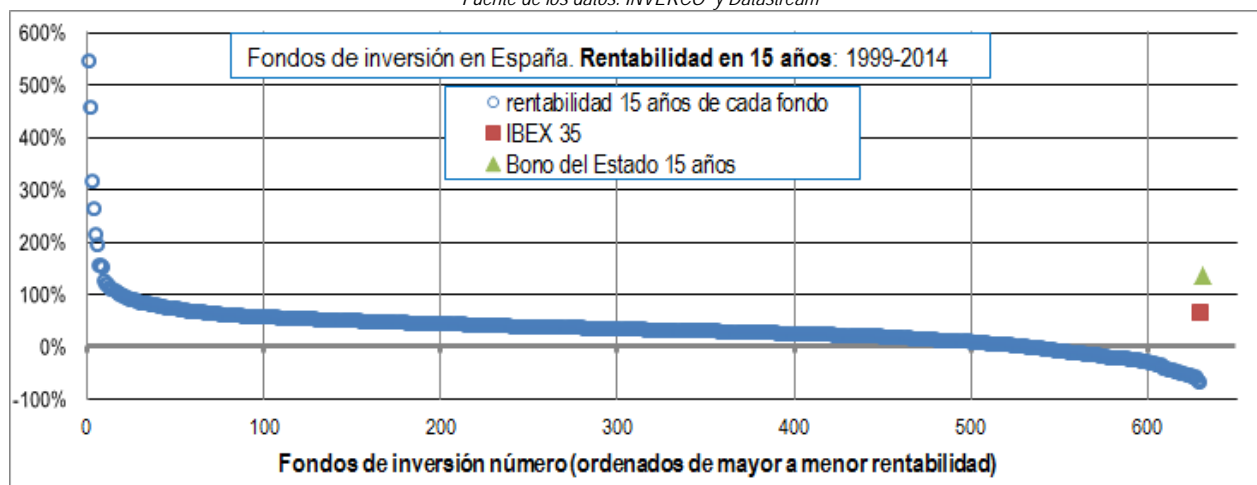
La **figura 1** muestra el resumen de la rentabilidad de los fondos de inversión españoles con 15 años de historia (629 fondos que ya existían en diciembre de 1999).

En el periodo diciembre 1999 - diciembre 2014, la rentabilidad anual media del IBEX 35 fue 3,28% (rentabilidad total 62%), la de los bonos del Estado a 15 años 5,83% (rentabilidad total 134%) y la de los 629 fondos 1,6% (rentabilidad total 27%). La figura 1 muestra que:

- Solo 9 fondos (de los 629) superaron la rentabilidad de los bonos del Estado a 15 años¹
- Solo 74 fondos (de los 629) superaron la rentabilidad del IBEX 35²
- 99 de los 629 fondos tuvieron rentabilidad promedio ¡negativa!

Figura 1. Rentabilidad de los 629 fondos de inversión españoles con 15 años de historia (1999-14)

Fuente de los datos: INVERCO y Datastream



El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años a sus partícipes una rentabilidad total del 545% (promedio 13,24%) y el menos rentable del -68% (promedio -7,33%). Un euro, invertido en 1999 en el fondo más rentable, se convirtió en 2014 en €6,45 mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en €0,32.

La **tabla 1** muestra la rentabilidad de los fondos de inversión en España en los últimos 15 años agrupados según las categorías establecidas por INVERCO. Por ejemplo, el patrimonio de los 41 fondos de la categoría “Renta Variable Nacional” era 3.365 millones de euros al final de 2014. La rentabilidad media de estos fondos durante los 15 últimos años fue 1,4% (pero un fondo proporcionó 12,1% y otro -2,8%).

La dispersión de las rentabilidades dentro de cada categoría (ver columnas “st dev”, “MAX” y “min”) se debe a las decisiones de inversión de los gestores, a la cuantía de las comisiones, al volumen de compras y ventas del fondo (“*gestión activa*”) y a la filosofía de inversión del fondo.

La **tabla 2** muestra los fondos más rentables y los menos rentables.

¹ Para obtener la rentabilidad de los bonos del Estado, bastó comprar un bono del Estado a 15 años en diciembre de 1999 y esperar a su amortización en diciembre de 2014.

² Aunque en la publicidad de un fondo de pensiones se lee que “*Batir un benchmark de mercado no satisface las necesidades de los clientes de un plan de pensiones*”, suponemos que no batirlo les satisfará todavía menos. Comparar la rentabilidad de los fondos con la rentabilidad de los bonos del Estado y con la bolsa española sí proporciona luz para enjuiciar la gestión de los fondos y sus características.

Tabla 1. Rentabilidad de los 629 fondos de inversión en España en los últimos 15 años agrupados según las categorías establecidas por INVERCO. Fuente de los datos: INVERCO

Tipo de fondo	Nº de fondos	rentabilidad media 1999-14 (%)				Partícipes	Patrim (mill. €)	Patrim / Fondo (mill. €)	Patrim/Partic (miles €)
		Prom	Max	min	st dev				
FIMRFC-plz	76	1,9	3,7	0,2	0,6	611.774	15.009	197,5	24,5
FIMRFL-plz	50	3,1	5,0	1,2	0,8	191.296	7.634	152,7	39,9
FIM-RFMx	38	2,1	3,4	-0,3	0,8	195.468	6.729	177,0	34,4
FIM-RV/Nacional	45	1,4	12,1	-2,8	2,4	159.774	3.365	74,8	21,1
FIM-Global	54	1,3	13,2	-6,6	2,8	61.972	3.165	58,6	51,1
Garant-RF	58	2,4	4,1	-0,8	0,9	119.818	3.013	52,0	25,2
Garant-RV	61	2,2	4,7	0,4	0,9	134.164	2.774	45,5	20,7
RVI-Resto	26	0,4	10,0	-5,7	3,6	123.850	2.696	103,7	21,8
FIM-RVMx	40	1,6	9,0	-2,4	2,0	91.797	2.099	52,5	22,9
GestiónPasiva	20	1,5	4,4	-2,3	1,9	52.570	1.651	82,5	31,4
FIM-RVbleMixtaInter	30	1,3	4,0	-1,6	1,3	64.834	1.641	54,7	25,3
Monetario	17	1,7	2,8	0,01*	0,6	65.223	1.620	95,3	24,8
FIM-RFIntern	14	2,0	5,4	-0,1	1,4	57.888	1.311	93,7	22,7
FIM-RFMixtaIntern	24	1,1	5,6	-4,2	1,8	46.577	1.252	52,2	26,9
RVI-EEUU	10	-1,0	2,7	-7,3	2,7	59.762	1.021	102,0	17,1
FIM-RVblEuro	21	-1,5	5,2	-5,1	2,3	66.132	1.016	48,4	15,4
RVI-Europa	15	-0,7	6,4	-4,3	3,4	65.695	948	63,2	14,4
RetornoAbsoluto	15	1,6	3,9	-1,1	1,1	14.162	513	34,2	36,3
Inmobiliarios	1	0,02	0,02	0,02	0,0	470	266	266,0	565,1
RVI-Emergentes	9	2,9	5,0	0,4	2,0	20.493	228	25,3	11,1
GarantíaParcial	3	1,8	3,8	-0,4	1,7	1.786	89	29,8	50,1
RVI-Japón	4	-5,1	-4,6	-5,6	0,5	8.691	45	11,4	5,2
Todos	631	1,6	13,2	-7,3	2,1	2.214.196	58.085	92,1	26,2

Tabla 2. Fondos de inversión MÁS RENTABLES y MENOS RENTABLES EN 1999-2014 Fuente de los datos: INVERCO

Tipo de fondo	Nombre del Fondo	rentabilidad 15 años de cada fondo	Diciembre 2014		Grupo Financiero	
			Partícipes	Patrimonio (€ millones)		
1	GLOBALES	BESTINFOND	546%	17.577	1.279	BESTINVER
2	RV NACIONAL	BESTINVER BOLSA	456%	5.602	322	BESTINVER
3	RVI RESTO	BESTINVER INTERNACIONAL	315%	10.416	1.096	BESTINVER
4	RV MIXTA	BESTINVER MIXTO	263%	1.445	48	BESTINVER
5	RV NACIONAL	METAVALOR	213%	1.313	20	METAGESTION
6	RVI RESTO	MUTUAFONDO Valores Clas.A	194%	2.042	83	MUTUA MADRILEÑA
7	RV NACIONAL	EDM-INVERSION CLASE R	155%	3.389	182	EDM HOLDING
8	GLOBALES	FONDGIUSSONA BOLSA	154%	679	31	GVC GAESCO
9	RVI EUROPA	MULTIFONDO EUROPA	152%	762	67	KUTXABANK
10	RF MIXTA INTER.	Mediolanum MCDOS.EMER.S-A	125%	5.237	13	MEDIOLANUM
615	RVI EUROPA	BARCLAYS BOLSA EUROPA	-46%	1.913	36	BARCLAYS
620	RV EURO RESTO	BBVA BOLSA EURO	-52%	13.189	89	B.B.V.A.
621	RVI JAPÓN	FC BOL.SELE.JAPON CL.EST.	-53%	3.111	15	LA CAIXA
622	RV EURO RESTO	C.A.I BOLSA 10	-54%	637	4	Ahorro Corporacion
623	GLOBALES	PBP DIVERSIF. GLOBAL	-55%	782	14	ALLIANZ POPULAR
624	RVI JAPÓN	RENTA 4 JAPON	-56%	653	3	RENTA 4
625	RVI RESTO	BBVA Bolsa Europa Finanzas	-57%	1.330	15	B.B.V.A.
626	RVI RESTO	IBERC.TECNOLOGICO Clase A	-58%	1.301	10	IBERCAJA
627	RVI JAPÓN	SANTANDER SEL.RV JAPON	-59%	2.035	11	SANTANDER
628	GLOBALES	SANT.PB Cartera Dinamica	-64%	723	37	SANTANDER
629	RVI EEUU	RENTA 4 USA	-68%	1.285	9	RENTA 4

La figura 2 muestra la escasa relación entre la rentabilidad y el patrimonio de los fondos. La figura 3 muestra la escasa relación entre la rentabilidad y el número de partícipes de los fondos. Las figuras 4 y 5 muestran otras características de los fondos en España.

Figura 2. Relación entre rentabilidad y patrimonio de los 629 fondos

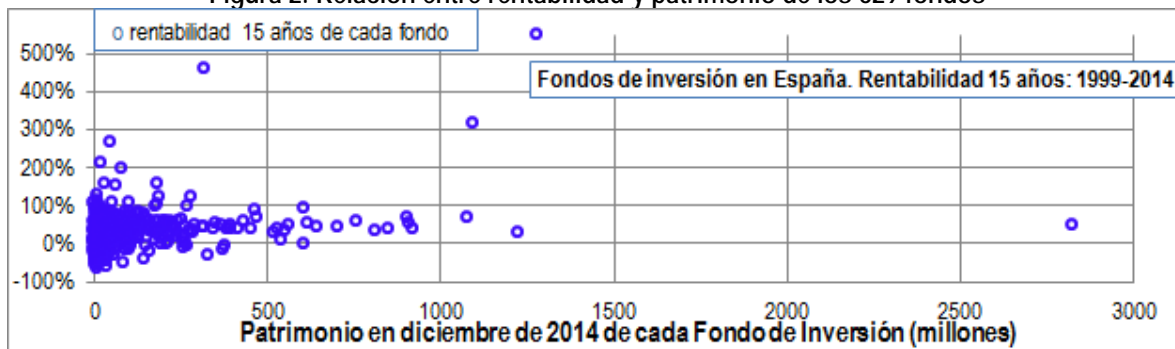


Figura 3. Relación entre la rentabilidad y el número de partícipes de los 629 fondos de inversión españoles con 15 años de historia *Fuente de los datos: INVERCO y Datastream*

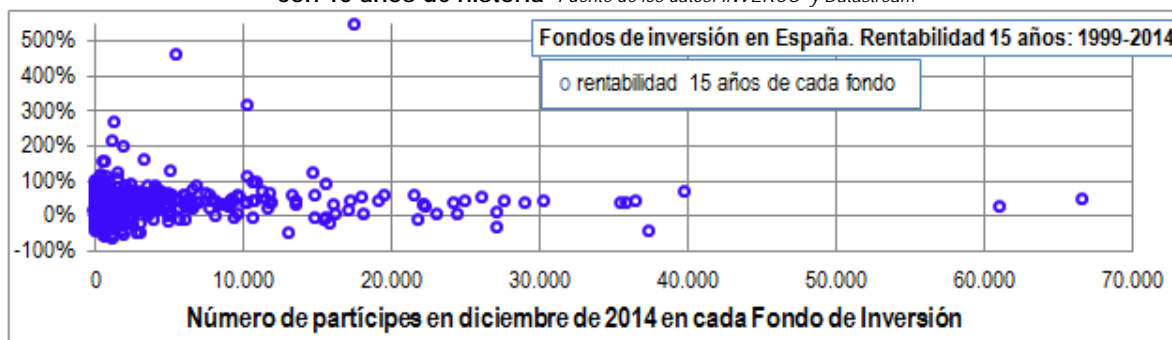


Figura 4. Relación entre la rentabilidad de cada fondo y la suscripción neta en 2014. *Fuente de los datos: INVERCO*

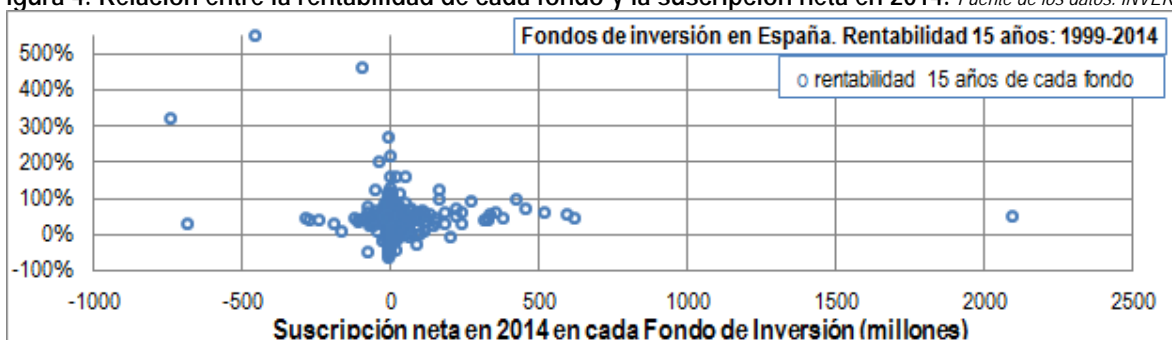
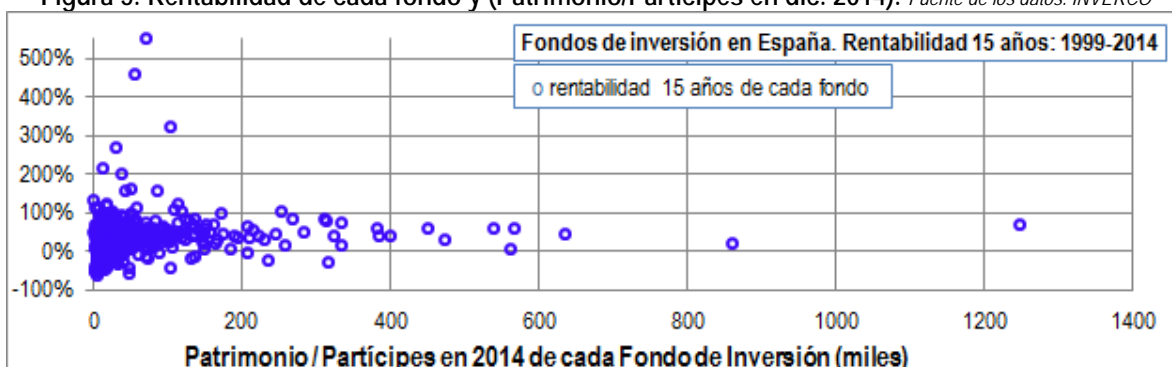


Figura 5. Rentabilidad de cada fondo y (Patrimonio/Partícipes en dic. 2014). *Fuente de los datos: INVERCO*



2. Rentabilidad de los fondos de inversión por gestoras

La **tabla 3** muestra los 629 fondos de inversión agrupados por gestoras. Las gestoras aparecen por orden decreciente de rentabilidad promedio. Por ejemplo, Bestinver gestionaba 5 fondos con 15 años de historia (un patrimonio de €3.178 millones y con 37.892 partícipes) que obtuvieron una rentabilidad promedio del 327%.

Tabla 3. Gestoras (Grupos financieros) de los 629 fondos de inversión con 15 años de historia Fuente: INVERCO

Orden: según rentabilidad media de los fondos de la gestora

Grupo Financiero	Nº de fondos	Rentabilidad total 1999-14 (%)				Participes	Patrim (mil €)	Patrim / Fondo (miles €)	Patrim/Partic (miles €)
		Prom	Max	min	st dev				
BESTINVER	5	327%	546%	57%	168%	37.892	3.178	636	84
METAGESTION	1	213%	213%	213%	0%	1.313	20	20	15
EDM HOLDING	3	82%	155%	38%	52%	5.196	328	109	63
MUTUA MADRILEÑA	7	77%	194%	-21%	65%	12.458	1.619	231	130
BANCO ALCALA	3	71%	92%	54%	16%	303	42	14	140
ATL CAPITAL	2	65%	74%	56%	9%	403	44	22	110
GESCONSULT	5	56%	113%	12%	33%	6.777	315	63	46
PROFIT	2	51%	54%	48%	3%	1.235	311	156	252
CAJA ARQUITECTOS	1	47%	47%	47%	0%	1.827	55	55	30
BANKINTER	42	42%	108%	-48%	27%	146.750	4.599	110	31
GESBUSA	3	40%	64%	1%	28%	525	70	23	133
CREDIT AGRICOLE	13	40%	74%	25%	15%	7.518	390	30	52
KUTXABANK	19	40%	152%	-15%	34%	196.927	4.034	212	20
MAPFRE	17	38%	82%	11%	18%	109.801	1.755	103	16
MEDIOLANUM	10	38%	125%	-19%	38%	23.653	294	29	12
PRIVAT BANK-DEGROOF	3	38%	66%	5%	25%	884	104	35	118
EUROAGENTES	3	36%	47%	20%	11%	415	15	5	37
BANCO CAMINOS	7	36%	107%	-35%	42%	4.494	218	31	48
BANCO SABADELL	28	36%	64%	-12%	19%	157.092	2.617	93	17
BANKIA	32	35%	95%	-30%	32%	151.522	3.185	100	21
LABORAL KUTXA	22	35%	72%	-12%	20%	49.744	882	40	18
BARCLAYS	13	34%	75%	-46%	27%	19.219	643	49	33
U.B.S.	3	34%	52%	11%	17%	367	55	18	149
GESIURIS	1	33%	33%	33%	0%	104	3	3	31
CAJA RURAL	23	33%	82%	-23%	27%	80.045	1.759	76	22
UNICAJA	29	33%	68%	-33%	25%	57.444	1.474	51	26
GRUPO BANCA MARCH	8	32%	70%	-8%	24%	20.779	830	104	40
GVC GAESCO	18	30%	154%	-44%	42%	26.284	378	21	14
GRUPO NOVO BANCO	25	30%	90%	-34%	31%	23.484	863	35	37
IBERCAJA	23	28%	68%	-58%	27%	106.677	67	3	22
EGERIA	1	28%	28%	28%	0%	264	15	15	58
SANTANDER	37	27%	89%	-64%	34%	203.081	7.571	205	37
ANDBANK ESPAÑA	3	26%	59%	-13%	29%	725	20	7	27
SEGUROS BILBAO	7	25%	97%	-30%	40%	2.206	289	41	131
CATALUNYACAIXA	10	24%	55%	-22%	26%	16.335	279	28	17
LA CAIXA	21	24%	119%	-53%	37%	114.843	1.969	94	17
BANCO ALCALA	5	22%	46%	-11%	22%	945	46	9	48
CREDIT SUISSE	11	22%	81%	-28%	28%	4.607	1.043	95	226
DEUTSCHE BANK	9	22%	41%	-4%	14%	42.629	933	104	22
B.B.V.A.	41	21%	90%	-57%	38%	337.901	7.135	174	21
BNP PARIBAS ESPAÑA	14	21%	56%	-47%	25%	5.116	544	39	106
ALLIANZ POPULAR	24	20%	89%	-55%	30%	134.089	2.909	121	22
BANCO MADRID	18	20%	56%	-40%	30%	41.375	1.134	63	27
MERCHBANC	6	17%	26%	1%	8%	3.421	208	35	61
GESNORTE	2	16%	66%	-34%	50%	558	527	264	945
RENTA 4	13	14%	108%	-68%	51%	9.120	128	10	14
INVERSEGUROS	5	12%	35%	-30%	24%	1.179	303	61	257
ALPHA	2	10%	18%	1%	8%	213	21	11	99
MDEF GESTEFIN	1	9%	9%	9%	0%	101	1	1	5
AHORRO CORPORACION	18	9%	46%	-54%	31%	30.346	405	23	13
CAJA INGENIEROS	6	4%	44%	-25%	26%	9.560	195	33	20
INTERBROKERS	4	-16%	27%	-40%	26%	492	16	4	33
Suma o promedio	629	33%	546%	-68%	28%	2.210.238	55.837	89	25

3. Evolución de los fondos de inversión en España

Tabla 4. Principales características de los fondos de inversión en España. Fuente de los datos: INVERCO

	Patrimonio (€ millones)	Partícipes (millones)	rentabilidad anual	Nº de fondos	Δ Partícipes (millones)	Suscripciones netas (€ millones)
31-dic-89	5.286	0,55		166		
31-dic-90	7.036	0,57		250	0,02	
31-dic-91	23.234	1,15	12,59%	373	0,58	
31-dic-92	37.763	1,68	9,44%	479	0,53	
31-dic-93	61.614	2,55	13,40%	578	0,87	
31-dic-94	67.557	2,79	2,88%	662	0,25	
31-dic-95	73.282	2,94	8,75%	751	0,15	
31-dic-96	112.362	4,29	9,57%	958	1,35	
31-dic-97	162.319	6,24	7,31%	1.457	1,95	
31-dic-98	203.648	7,98	7,52%	1.866	1,74	26.572
31-dic-99	205.524	8,01	5,52%	2.153	0,03	-8.302
31-dic-00	183.391	7,66	-2,66%	2.425	-0,36	-18.975
31-dic-01	179.510	7,45	-2,36%	2.540	-0,21	-847
31-dic-02	170.801	7,13	-4,14%	2.487	-0,32	4.676
31-dic-03	197.980	7,63	3,75%	2.623	0,50	21.042
31-dic-04	219.572	8,04	3,19%	2.654	0,41	16.087
31-dic-05	245.823	8,56	4,75%	2.616	0,51	16.612
31-dic-06	254.322	8,82	4,97%	2.794	0,26	-2.435
31-dic-07	238.717	8,26	2,48%	3.051	-0,55	-20.187
31-dic-08	167.644	6,07	-5,58%	2.505	-2,20	-57.752
31-dic-09	163.243	5,62	4,93%	2.510	-0,45	-12.665
31-dic-10	138.024	5,32	0,12%	2.345	-0,30	-25.415
31-dic-11	127.772	4,92	-0,52%	2.471	-0,40	-8.421
31-dic-12	122.328	4,48	5,15%	2.398	-0,44	-10.263
31-dic-13	153.834	5,10	6,37%	2.307	0,62	23.048
31-dic-14	196.804	6,48	3,92%	2.537	1,38	35.223

La **tabla 4** muestra los principales datos de los fondos de inversión en España. El 31 de diciembre de 2012, 4,48 millones de partícipes tenían un patrimonio de €122.328 millones en los 2.398 fondos de inversión existentes. Sorprende la gran cantidad de fondos existentes. Es significativo que tras unos años de gran crecimiento, en el periodo 2007-2012 el patrimonio y los partícipes se redujeron significativamente:

- el número de partícipes descendió en 4,3 millones.
- el patrimonio descendió en €31.994 millones.
- las suscripciones netas (suscripciones menos reembolsos) fueron -€34.703 millones

4. Estudios sobre la rentabilidad de los fondos de inversión

El estudio más completo es el de Palacios y Álvarez (2003) que estudiaron la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable españoles para dos periodos: 21 fondos de 1992 a 2001 y 55 fondos de 1997 a 2001. En el periodo 1992-01, en que las rentabilidades anuales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron 16,3% y 15,1%, la rentabilidad media de los 21 fondos fue 10,7% y los fondos con mayor rentabilidad (BSN Banif Acc. Españolas y Citifondo RV) obtuvieron rentabilidades medias del 14,8% y 14,6%. En el periodo 1997-01, en que las rentabilidades anuales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron 15,9% y 12,4%, la rentabilidad media de los 55 fondos fue 8,3% y los fondos con mayor rentabilidad (Chase Bolsa Plus y Bolsacaser) obtuvieron rentabilidades medias del 14,2 y 13,7%. Según Palacios y Álvarez (2003), la media de las comisiones anuales medias de gestión y depósito en el periodo 1997-01 fue 2,41%.

De Lucas (1998) comparó la rentabilidad de 36 fondos de renta variable en el periodo 1992-1996 con la del Ibex 35 (sin dividendos). La comparación no es correcta al no incluir los dividendos en el índice, pero De Lucas (1998) concluyó que 11 fondos mejoraron la rentabilidad del índice. En el periodo 1992-96, en que las rentabilidades mensuales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron 1,42% y 1,39%, el fondo con mayor rentabilidad (Fonventure) obtuvo una rentabilidad mensual media del 1,80%. Otros 4 fondos más tuvieron una rentabilidad superior al ITBM.

Ferruz, Marco, Sarto y Vicente (2004) compararon la rentabilidad de 40 fondos de renta variable o mixta en el periodo 1995-2000 con la del Índice General de la Bolsa de Madrid (sin dividendos) y concluyeron que 16 de

ellos obtuvieron una rentabilidad superior a la del IGBM. Sin embargo, los 40 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la del ITBM y a la del IBEX 35 (ajustado por dividendos): en el periodo 1995-00, en que las rentabilidades trimestrales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron 6,9% y 6,5%, el fondo con mayor rentabilidad (Citifondo RV) obtuvo una rentabilidad trimestral media del 6,0%.

Respecto a la rentabilidad de los fondos de inversión en USA e Inglaterra, recomendamos al lector el artículo de Nitzsche, Cuthbertson y O'Sullivan (2006), que es una espléndida recopilación de los artículos publicados sobre el tema. Algunas conclusiones son:

1. Menos de un 5% de los fondos de inversión en renta variable tienen una rentabilidad superior a sus *benchmarks*.
2. Los fondos que proporcionan poca rentabilidad a sus partícipes son persistentes (continúan proporcionando poca rentabilidad).
3. Las comisiones, los gastos y la rotación de la cartera tienen mucha influencia en la rentabilidad de los fondos.
4. No parece que el “market timing” mejore la rentabilidad de los fondos.

Los autores terminan aconsejando a los inversores que inviertan en fondos con comisiones y gastos pequeños que replican a los índices, y que eviten fondos con “gestión activa”³, especialmente si muestran un pasado poco glorioso.

Gil-Bazo y Ruiz-Verdú (2007), estudian fondos con gestión activa y sostienen que, curiosamente, la comisión es mayor cuanto menor es la rentabilidad (*performance*).

Kraeussl y Sandelowsky (2007) muestran que la capacidad predictiva de los ratings de fondos de inversión elaborados por Morningstar no es mejor que la de una predicción aleatoria.

Friesen y Sapp (2007) examinan la habilidad de los inversores para cambiar de fondo (*timing ability*) y muestran que en el periodo 1991-2004 las decisiones de cambio de fondo de los inversores redujeron, en promedio, su rentabilidad anual en un 1,56%.

5. Discriminación fiscal a favor de los fondos y en contra del inversor particular

Si un inversor realizara directamente con su dinero las mismas operaciones que realiza el gestor de su fondo de inversión, obtendría una rentabilidad diferente porque:

1. se ahorraría las comisiones explícitas (y casi todas las ocultas),
2. tendría costes adicionales por custodia y transacción de valores, y
3. ¡tendría que pagar más impuestos!

Por la asimetría fiscal (discriminación fiscal) a favor de los fondos (y en contra del inversor individual), el Estado “anima” a los ciudadanos a invertir su dinero en fondos de inversión. ¿Es esto lógico a la luz de los datos expuestos? Parece que no. En todo caso, el Estado podría “animar” a invertir en algunos (pocos) fondos de inversión, pero no indiscriminadamente en cualquier fondo de inversión.

6. Comparación de la rentabilidad obtenida por escolares y la rentabilidad de los fondos de inversión

Fernández Acín (2014)⁴ muestra un interesante experimento: compara la rentabilidad que obtuvieron 248 alumnos del colegio Retamar (entre 6 y 17 años) con la rentabilidad de los fondos de

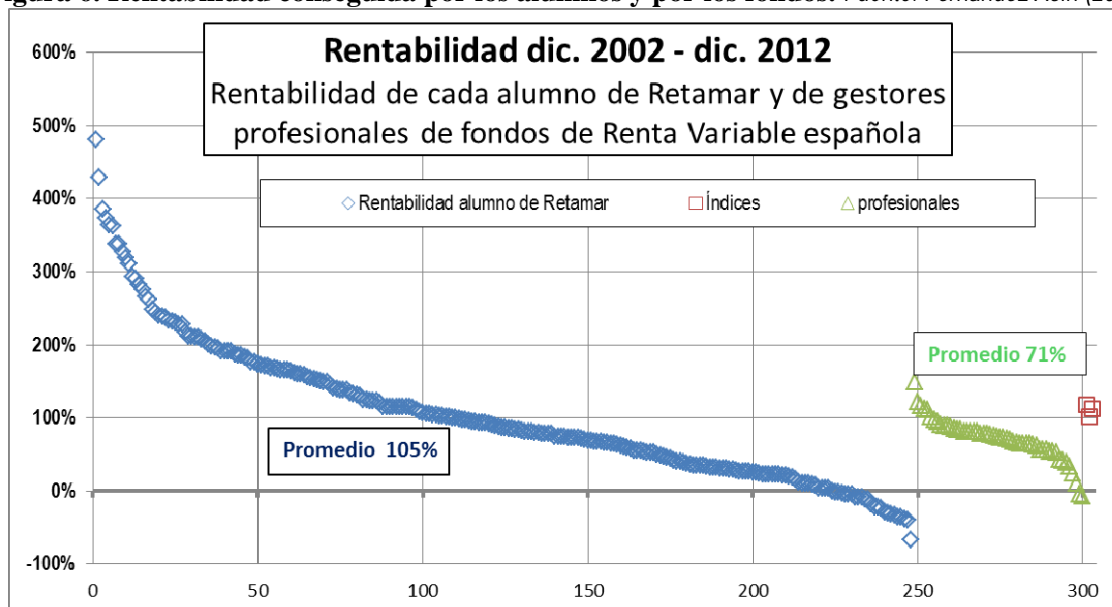
³ Gestión activa es aquella en la que el gestor realiza frecuentemente compras y ventas de manera que cambia la composición de la cartera. Con los datos que proporcionan la mayoría de los fondos españoles es imposible saber si la gestión activa ha generado valor para sus partícipes, aunque sí que ha generado valor para los departamentos de bolsa que realizaron las compras y ventas de acciones (cobraron comisiones que pagaron los partícipes). Parece razonable y deseable que los fondos informen a sus partícipes de cuántas compras y cuántas ventas han realizado y de la cuantía de las comisiones que pagaron (la mayoría no lo han hecho). También sería interesante que los fondos proporcionaran el dato de la rentabilidad que habrían obtenido si no hubieran movido la cartera: así sí sabríamos exactamente qué valor aportó (o restó en muchos casos) la gestión activa en cada fondo.

⁴ Fernández Acín, Pablo (2014), “*Fondos de inversión en España: poca sensatez de la mayoría de los inversores*”, monografía no publicada. Encuestó a una clase de cada curso (248 alumnos en total). Los alumnos tenían que escribir 5 números del uno al setenta (sin saber que significaban los números). Cada número correspondía a una empresa en la que teóricamente hubiese invertido: la misma cantidad en las 5 empresas (números) elegidos. “*Por ejemplo: un alumno escribe los números uno, dos, tres, cuatro y cinco. Eso significa que hubiese invertido la misma cantidad de dinero en las 5 primeras empresas (entre las 70 mayores empresas españolas ordenadas alfabéticamente)... se podría decir que he creado 248 carteras de renta variable española*”.

inversión de renta variable española en el periodo 2002-2012. Los alumnos obtuvieron una rentabilidad media del 105% mientras que los fondos tuvieron 71%.

La **figura 6** compara las rentabilidades conseguidas por los fondos de inversión con las rentabilidades conseguidas por 248 alumnos.

Figura 6. Rentabilidad conseguida por los alumnos y por los fondos. Fuente: Fernández Acín (2014)



La figura 6 muestra que:

- 72 alumnos superaron la rentabilidad de todos los fondos
- 17 alumnos obtuvieron menor rentabilidad que el peor fondo
- La rentabilidad promedio conseguida por los alumnos del colegio (105%) es superior a la conseguida por los fondos (71%)⁵.
- Sólo 2 fondos de inversión (de los 52) superaron la rentabilidad del ITBM (índice total de la bolsa de Madrid).
- 109 alumnos superaron la rentabilidad del ITBM

Fernández Acín (2014) afirma que *“El experimento demuestra que muchos inversores individuales pueden tener acceso a mejores rentabilidades que invirtiendo a través de un fondo de inversión; tan solo tienen que invertir la misma cantidad y aleatoriamente en varias empresas. Si un experto inversor fuese realmente un “experto” invertiría su propio dinero y se convertiría en millonario en vez de tener que soportar sus duras condiciones de trabajo”*.

Obviamente, estas carteras tienen el denominado “sesgo del superviviente”, pero el experimento sigue siendo válido. denominado “sesgo del superviviente” no explica la enorme diferencia entre la media de los alumnos y la media de los fondos.

⁵ Estos resultados se mantienen si se cambia la relación de correspondencia entre los 5 números escogidos por los escolares y las empresas. La figura 6 resulta de ordenar las empresas por orden alfabético. Si se hubieran ordenado por orden alfabético inverso, o por capitalización en 2002, los resultados se recogen en la siguiente tabla.

	Rentabilidad media de los 248 alumnos	Número de alumnos que consiguieron una rentabilidad	
		superior a todos los fondos	inferior a todos los fondos
Orden alfabético	105%	72	17
Orden alfabético inverso	120%	88	24
Capitalización creciente	113%	86	52
Capitalización decreciente	95%	47	18

7. Conclusiones

Cuando un inversor entrega su dinero a una gestora de fondos para que se lo gestione, espera que obtenga una rentabilidad superior a la que puede obtener él. Y está dispuesto a pagar una comisión anual en algunos casos superior al 2%. Sin embargo, los datos indican que muy pocos gestores se merecen las comisiones que cobran por su gestión.

El resultado global de los fondos no justifica la discriminación fiscal a favor de los mismos. Dados los resultados, el Estado no debería “animar” a invertir en fondos de inversión. Es injusto que un inversor que realiza directamente con su dinero las mismas operaciones que realiza el gestor de su fondo de inversión pague más impuestos que el fondo y además antes.

Anexo 1. CATEGORÍAS DE FONDOS (*Fuente: Inverco, modificación enero 2002*) y *BENCHMARKS*

DOMÉSTICAS

- 1) FIAMM. Se han agregado a la siguiente categoría: Renta Fija a Corto Plazo
- 2) RENTA FIJA CORTO PLAZO. Duración media de su cartera < 2 años. *Benchmark*: Rentabilidad de las letras a un año (BDE)
- 3) RENTA FIJA LARGO PLAZO. Duración media de su cartera > 2 años. *Benchmark*: 50% ES BENCHMARK 3 YEAR DS GOVT. INDEX y 50% ES BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX.
- 4) RENTA FIJA MIXTA. < 30% de la cartera en activos de renta variable. *Benchmark*: 75% RENTA FIJA LARGO PLAZO y 25% ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).
- 5) RENTA VARIABLE MIXTA. Entre 30% y 75% de la cartera en renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 30% RENTA FIJA LARGO PLAZO y 70% ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).
- 6) RENTA VARIABLE NACIONAL. > 75% de la cartera en renta variable cotizada en mercados españoles, incluyendo activos de emisores españoles cotizados en otros mercados. La inversión en renta variable nacional debe ser, al menos, el 90% de la cartera de renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).
- 1), 2), 3) y 4): Activos en monedas \neq (máximo del 5% en monedas no euro).
- 1), 2) y 3): No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.

INTERNACIONALES

- 7) FIAMM INTERNACIONAL. Se han agregado a la siguiente categoría.
- 8) RENTA FIJA INTERNACIONAL. No activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. *Benchmark*: US BENCHMARK 30 YEAR DS GOVT. INDEX - TRI
- 9) RENTA FIJA MIXTA INTERNACIONAL. < 30% de la cartera en activos de renta variable. *Benchmark*: 75% RENTA FIJA INTERNACIONAL y 25% media de Renta Variable Euro, Europa, USA y Japón.
- 7), 8) y 9): Activos en monedas no \neq (>5% en monedas no euro).
- 10) RENTA VARIABLE MIXTA INTERNACIONAL. Entre 30% y 75% de la cartera en renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 30% RENTA FIJA INTERNACIONAL y 70% media de Renta Variable Euro, Europa, USA y Japón.
- 11) RENTA VARIABLE EURO. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable nacional < 90% de la cartera de renta variable. < 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 20% Eurostoxx 50 y 80% ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).
- 12) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EUROPA. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable europea > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 50% Eurostoxx 50 y 50% Footsie 100.
- 13) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL USA. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable USA > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: S&P 500.
- 14) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL JAPÓN. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable Japón > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: Japan-DS
- 15) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EMERGENTES. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable emergentes > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: MSCI Emerging Markets Index.
- 16) OTROS RENTA VARIABLE INTERNACIONAL. > 75% de la cartera en renta variable. > 30% en monedas no euro. Fuera de anteriores categorías. *Benchmark*: Promedio de [11, 12, 13, 14 y 15].
- 17) GLOBALES. Fondos sin definición precisa de su política de inversión y que no encajen en ninguna categoría. *Benchmark*: Promedio de [11, 12, 13, 14 y 15].
- 18) GARANTIZADOS RENTA FIJA. Fondo para el que existe garantía de un tercero (bien a favor del Fondo bien a favor de los partícipes), y que asegura exclusivamente un rendimiento fijo. *Benchmark*: Promedio de AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL y ES BENCHMARK 3 YEAR DS GOVT. INDEX
- 19) GARANTIZADOS RENTA VARIABLE. Fondo para el que existe garantía de un tercero (bien a favor del Fondo bien a favor de los partícipes), y que asegura una cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable o divisa. *Benchmark*: 70% AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL y 30% IBEX 35.

Los fondos tienen obligación legal de mantener una liquidez media mensual del 3% del patrimonio. Este 3% variaría muy ligeramente los resultados cuantitativos, pero no las conclusiones principales de este trabajo.

Anexo 2. Comisiones de los fondos de inversión. Fuente: CNMV

Comisión de gestión. Es la que cobra la sociedad gestora al fondo. Puede establecerse en función del patrimonio, de los rendimientos o de ambas variables (debe consultarse en el folleto la posibilidad de que se apliquen distintas comisiones en función de la permanencia, etc.). Los límites máximos son: el 2,25% si se calcula sobre el patrimonio, el 18% si depende de los resultados, y en caso de que se empleen ambos parámetros, no podrá exceder el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados.

Comisión de depósito. Es la que cobran los depositarios al fondo, por la administración y custodia de los valores. En general, esta comisión no podrá superar el 2 por mil anual del patrimonio.

Comisión de suscripción. Es la que cobra la gestora a los partícipes, como porcentaje del capital invertido al suscribir las participaciones del fondo. No puede superar el 5% del valor de las participaciones suscritas. El folleto recogerá, en su caso, la posibilidad de que se apliquen distintas comisiones en función de la permanencia, etc.

Comisión de reembolso. Es la que cobra la gestora a los partícipes, como porcentaje del capital reembolsado. No puede superar el 5% del valor liquidativo de las participaciones reembolsadas. Debe consultarse en el folleto la posibilidad de que se apliquen distintas comisiones en función de la permanencia, etc.

Descuento a favor del fondo. En ocasiones la gestora cede al fondo una parte del importe percibido por la aplicación de comisiones de suscripción y reembolso; es lo que se denomina comisión de descuento a favor del fondo, y beneficia a los partícipes que permanecen en el mismo.

Gastos del fondo (TER, *Total Expense Ratio*). Este dato indica el porcentaje que suponen los gastos soportados por el fondo en relación con su patrimonio medio, desde el principio del año natural hasta la fecha. Los gastos totales incluyen las comisiones de gestión y depositario, los servicios exteriores y otros gastos de explotación. Cuanto menor sea este porcentaje, mayor beneficio para los partícipes.

Anexo 3. Frases de la publicidad de algunos fondos de inversión

Deje que un experto gestione sus fondos. Llevamos años siendo galardonados como una de las mejores gestoras de renta variable. Eso hace pensar que usted podrá esperar una buena rentabilidad para su dinero.

Nuestros fondos le aportan: 1. Selección óptima. Seleccionamos a los mejores especialistas en cada clase de activo. 2. Gestión activa. El dinamismo y los costes reducidos hacen que sea muy ventajoso para el partícipe en términos de eficiencia.

Nuestro estilo de inversión ha demostrado ser eficaz. La gestión activa puede generar valor para los partícipes.

Proponemos un estilo de gestión: gestión activa, con un objetivo de protección patrimonial y la búsqueda de valor a largo plazo.

Los fondos de inversión permiten a cualquier persona acceder a los mercados financieros de una manera sencilla y obtener unas rentabilidades a las que no tendría acceso como inversor individual.

Le ofrecemos capacidad de gestión global.

Nuestros recursos de análisis y gestión de activos nos proporcionan un profundo conocimiento del mercado.

Más de 30 años de experiencia de gestión en toda clase de activos en los mercados internacionales y con un equipo dedicado en exclusiva a dar servicio a los clientes.

Nuestros analistas pueden identificar las oportunidades que se abren en la economía.

Cuando invierte en nuestros fondos, usted confía su dinero a unos gestores capaces de aportarle una excelente gestión para su inversión.

Compruebe cómo crece su dinero.

Con nuestros fondos podrás conseguir un alto potencial de rentabilidad.

Nuestro fondo es gestionado por un equipo de profesionales en el que se aúna el talento y experiencia.

Nuestros fondos le permiten sacar partido a su dinero de una forma cómoda.

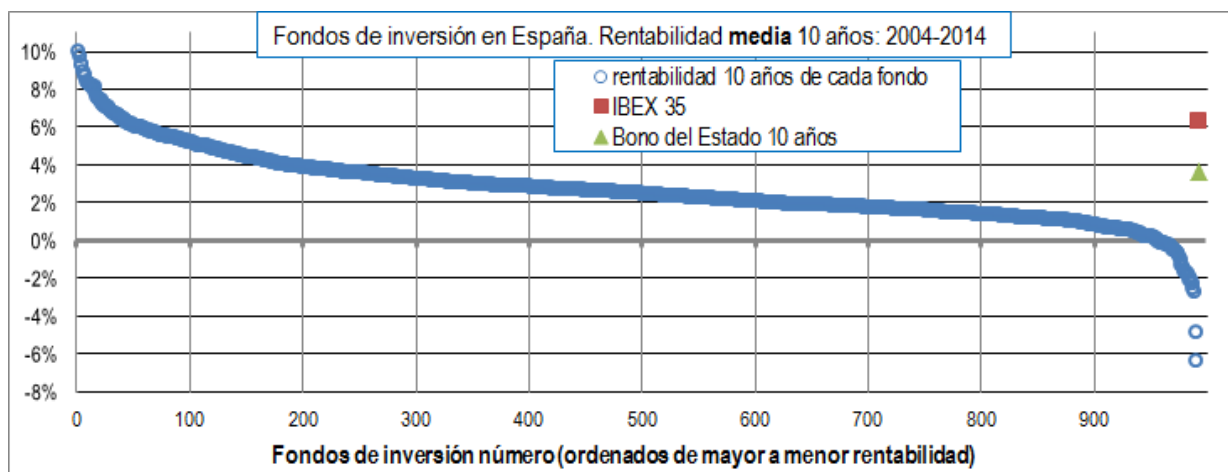
Disponemos de fondos de alto rendimiento que pueden ayudarle a reunir la suma que le hará falta para aportar unos ingresos extra a su pensión.

Le ofrecemos los fondos de inversión más rentables para que pueda sacarle el mayor partido a sus ahorros.

Hemos capitalizado la experiencia y ventajas adquiridas en el tiempo.

Nuestros fondos le permiten obtener una alta remuneración en sus ahorros con el mejor tratamiento fiscal.

Anexo 4. Fondos de inversión. Dic. 2004 – Dic. 2014



Los 10 más rentables

	TIPO DE FONDO	Nombre del Fondo	rentabilidad 10 años de cada fondo	Patrimonio Diciembre 14 (€ miles)	Grupo Financiero
1	RVI RESTO	BESTINVER INTERNACIONAL	321,7%	1.095.740	BESTINVER
2	RVI RESTO	FONCAIXA MULTISALUD	307,0%	281.476	LA CAIXA
3	GLOBALES	BESTINFOND	281,1%	1.279.144	BESTINVER
4	RF MIXTA INTERN.	MEDIOLANUM MCDOS.EMER.S-A	279,6%	13.337	MEDIOLANUM
5	RVI EMERGENTES	SANTANDER SEL.R.V.ASIA	263,2%	18.379	SANTANDER
6	RVI RESTO	MUTUAFONDO TECNOLOGI.CL.A	253,9%	42.127	MUTUA MADRILEÑA
7	RVI EEUU	F.BANKINTER EEUU NASDAQ 100	249,5%	26.254	BANKINTER
8	GLOBALES	MERCHFONDO	238,1%	90.601	MERCHBANC
9	RVI EMERGENTES	KUTXABANK BOLSA EMERGENT.	234,8%	23.252	KUTXABANK
10	RV NACIONAL	AVIVA ESPABOLSA	232,1%	187.119	AVIVA

Los 10 menos rentables

	TIPO DE FONDO	Nombre del Fondo	rentabilidad 10 años de cada fondo	Patrimonio Diciembre 14 (€ miles)	Grupo Financiero
981	GLOBALES	R4 MULTIG°/TOTAL OPPORTUN.	-22,2%	1.891	RENTA 4
982	RF LARGO	PBP ALTO RDMTO.SELECCION	-22,8%	22.911	ALLIANZ POPULAR
983	GARANTÍA PARCIAL	SANTANDER 75 ESTRUCTURADO	-24,4%	5.844	SANTANDER
984	RVI RESTO	KUTXABANK BOLSA SECTORIAL	-26,3%	112.363	KUTXABANK
985	Fondo de fondos de inversión libre	AC PATRIMONIO INMOBIL.	-27,0%	92.479	AHORRO CORPOR.
986	GLOBALES	BCO.MADRID DOLPHIN ACCIO.	-28,9%	10.937	BANCO MADRID
987	RVI RESTO	IBERCAJA FINANCIERO CLA.A	-31,8%	11.090	IBERCAJA
988	GLOBALES	RENTA 4 CTA TRADING	-33,3%	13.694	RENTA 4
989	Fondo de fondos de inversión libre	SEGURFONDO INVERS.	-52,4%	265.594	INVERSEGUROS
990	RVI RESTO	BBVA BOLSA EUROPA FINANZAS	-62,4%	14.982	B.B.V.A.

Referencias

- Cambón Murcia, María Isabel (2007), “Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión”, Monografía nº 21 de la CNMV
- De Lucas, A. (1998), “Fondos de inversión en España: Análisis del *Performance*”, *Bolsa de Madrid*, Febrero.
- Fernández, P., J.M. Carabias y L. de Miguel (2007), “Rentabilidad de los Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional en España. 1991-2006”. <http://ssrn.com/abstract=985120>
- Fernández Acín, Pablo (2014), “*Fondos de inversión en España: poca sensatez de la mayoría de los inversores*”, <http://ssrn.com/abstract=2573195>.
- Ferruz, L., Marco, I., Sarto, J.L. y Vicente, L. A. (2004), “La industria de los fondos de inversión en España: situación actual y evaluación de su eficiencia”, *Tribuna de Economía* Nº 816; pg. 163-178.
- Friesen, G. C. y T. Sapp(2007), "Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability", *Journal of Banking and Finance*. <http://ssrn.com/abstract=957728>
- Gil-Bazo, J. y P. Ruiz-Verdú (2007), "Yet Another Puzzle? The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry". Universidad Carlos III de Madrid Business Economics Working Paper No. 06-65.: <http://ssrn.com/abstract=947448>
- Kraussl, R. y R. M.R Sandelowsky (2007), "The Predictive Performance of Morningstar's Mutual Fund Ratings". <http://ssrn.com/abstract=963489>
- Nitzsche, D., K. Cuthbertson y N. O'Sullivan (2006), "Mutual Fund Performance". <http://ssrn.com/abstract=955807>
- Palacios, J. y L. Álvarez (2003), “Resultados de los fondos de inversión españoles: 1992-2001”, Documento de Investigación nº 486, IESE Business School - Universidad de Navarra.

Análisis de años anteriores

Fondos de Inversión

2006	http://ssrn.com/abstract=982821
2007	http://ssrn.com/abstract=1095303
2008	http://ssrn.com/abstract=1337480
2009	http://ssrn.com/abstract=1543882
2010	http://ssrn.com/abstract=1746849
2011	http://ssrn.com/abstract=2005842
2012	http://ssrn.com/abstract=2220745
2013	http://ssrn.com/abstract=2388645

Fondos de pensiones

2006	http://ssrn.com/abstract=989344
2007	http://ssrn.com/abstract=1101578
2008	http://ssrn.com/abstract=1353103
2009	http://ssrn.com/abstract=1561522
2010	http://ssrn.com/abstract=1749394
2011	http://ssrn.com/abstract=2000213
2012	http://ssrn.com/abstract=2214903
2013	http://ssrn.com/abstract=2393382