

Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 2000-2015

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 (1,90%) fue inferior a la inversión en bonos del estado español a 15 años (5,4%) y a la inversión en el IBEX 35 (4,6%).

Sólo 18 fondos de los 632 con 15 años tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del estado a 15 años, 27 tuvieron una rentabilidad superior a la del IBEX 35 y 82 tuvieron rentabilidad negativa.

El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años a sus partícipes una rentabilidad total del 542% (promedio 13,2%) y el menos rentable del -64,7% (promedio -6,7%).

Se muestran los fondos más rentables y los menos rentables. El apartado 2 proporciona un ranking de las 49 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%.

21 de enero de 2016

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. 2000-Dic. 2015)

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

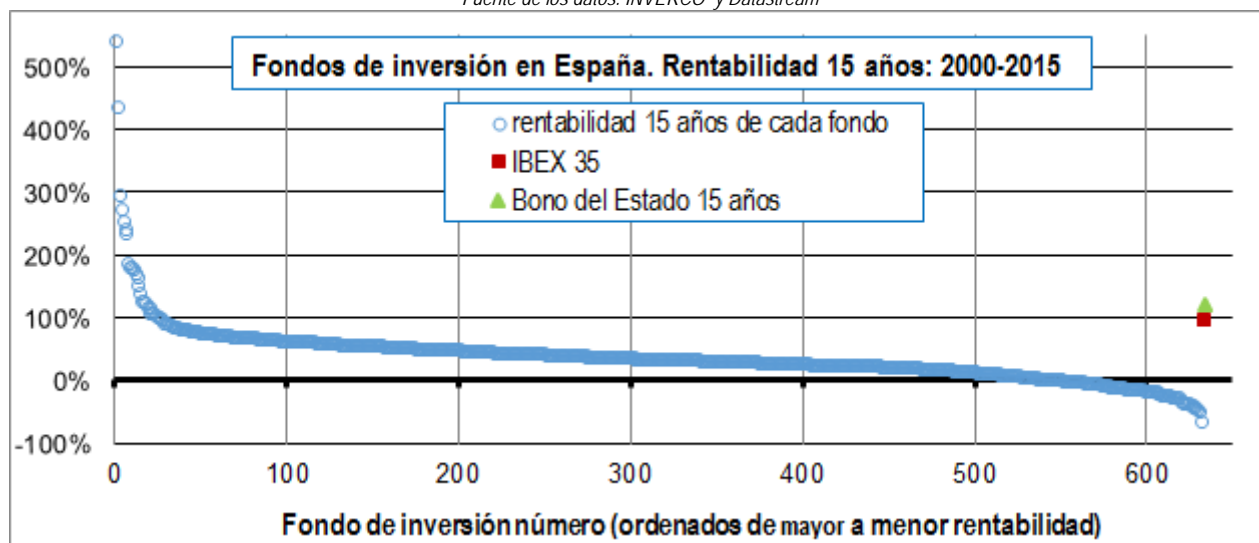
La **figura 1** muestra el resumen de la rentabilidad de los fondos de inversión españoles con 15 años de historia (632 fondos que ya existían en diciembre de 2000).

En el periodo diciembre 2000 - diciembre 2015, la rentabilidad anual media del IBEX 35 fue 4,62% (rentabilidad total 97%), la de los bonos del Estado a 15 años 5,40% (rentabilidad total 120%) y la de los 632 fondos 1,90% (rentabilidad total 32,67%). La figura 1 muestra que:

- Solo 18 fondos (de los 632) superaron la rentabilidad de los bonos del Estado a 15 años¹
- Solo 27 fondos (de los 632) superaron la rentabilidad del IBEX 35²
- 82 de los 632 fondos tuvieron rentabilidad promedio ;negativa!

Figura 1. Rentabilidad de los 632 fondos de inversión españoles con 15 años de historia (2000-15)

Fuente de los datos: INVERCO y Datastream



El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años a sus partícipes una rentabilidad total del 542% (promedio 13,2%) y el menos rentable del -64,7% (promedio -6,7%). Un euro, invertido en el 2000 en el fondo más rentable, se convirtió en 2015 en €6,42 mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en €0,35.

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 39 fondos de la categoría “Renta Variable Nacional” era 3.112 millones de euros al final de 2015. La rentabilidad media de estos fondos durante los 15 últimos años fue 3,1% (pero un fondo proporcionó 11,9% y otro -1,1%).

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 2000 y esperar a su amortización en diciembre de 2015.

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 632 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 2000-15 (%)				Partícipes	Patrim (mill. €)	Patrim / Fondo (mill. €)	Patrim/Partic (miles €)
		Prom	Max	min	st dev				
RVI-Emergentes	17	3,8	6,3	1,3	1,2	24.425	223	13,1	9,1
FIMRFL-plz	52	2,8	4,7	0,4	0,9	280.612	7.999	153,8	28,5
FIM-RV/Nacional	39	3,1	11,9	-1,1	2,3	130.390	3.112	79,8	23,9
Garant-RF	48	2,4	4,1	-0,6	0,9	91.631	2.307	48,1	25,2
Garant-RV	40	2,1	4,2	-4,0	1,3	78.870	1.782	44,6	22,6
GarantíaParcial	6	1,5	2,9	-1,8	1,5	5.764	150	24,9	26,0
FIM-RFMx	38	2,7	4,1	-1,8	0,9	78.299	1.968	51,8	25,1
FIMRFC-plz	65	1,7	3,4	0,1	0,6	471.989	12.536	192,9	26,6
RetornoAbsoluto	23	1,6	4,1	-0,6	1,0	29.625	1.007	43,8	34,0
Monetario	13	1,6	2,6	1,0	0,5	47.621	1.815	139,6	38,1
GestiónPasiva	20	1,7	4,2	-1,6	1,7	64.969	1.621	81,1	25,0
FIM-Global	42	1,4	7,3	-4,5	2,1	52.374	2.162	41,6	41,3
FIM-RVbleMixtaIntern	34	1,8	3,8	-1,2	1,1	114.728	3.407	100,2	29,7
FIM-RVMx	37	2,2	8,8	-1,4	1,8	101.880	2.511	67,9	24,6
RVI-Resto	35	1,9	13,2	-6,7	3,8	156.701	4.737	135,3	30,2
FIM-RFIntern	21	1,9	5,9	-0,2	1,6	88.268	3.240	154,3	36,7
FIM-RFMixtaIntern	24	1,6	6,7	-3,6	1,8	58.855	1.252	52,2	21,3
inmobiliarios	1	-0,8	-0,8	-0,8	0,0	479	266	265,7	0,2
FIM-RVbleEuro	25	-0,1	5,6	-3,1	2,1	116.957	1.734	69,4	14,8
RVI-Europa	20	1,0	7,1	-3,5	3,3	107.894	1.816	90,8	16,8
RVI-EEUU	13	0,8	3,5	-1,0	1,4	102.182	1.478	113,7	14,5
RVI-Japón	9	-0,7	1,7	-2,0	1,3	60.369	340	37,7	5,6
Todos	632	1,6	13,2	-6,7	1,5	2.264.882	57.464	90,9	25,4

Tabla 2. Fondos de inversión MÁS RENTABLES y MENOS RENTABLES EN 2000-2015 Fuente de los datos: INVERCO

Tipo de fondo	Nombre del Fondo	rentabilidad 15 años de cada fondo	Diciembre 2015		Grupo Financiero	
			Partícipes	Patrimonio (€ millones)		
1	RVI RESTO	BESTINFOND	542%	17.348	1.368	BESTINVER
2	RV NACIONAL	BESTINVER BOLSA	436%	4.827	297	BESTINVER
3	RVI RESTO	BESTINVER INTERNACIONAL	297%	10.553	1.166	BESTINVER
4	RVI RESTO	IBERCAJA SECT.INMOB.CLA.A	274%	2.458	38	IBERCAJA
5	RV MIXTA	BESTINVER MIXTO	255%	1.159	41	BESTINVER
6	RVI RESTO	MUTUAFONDO VALORES A	240%	1.472	73	MUTUA MADRILEÑA
7	RV NACIONAL	METAVALOR	236%	1.872	32	METAGESTION
8	GLOBALES	FONDGISSONA BOLSA	188%	744	44	GVC GAESCO
9	RV NACIONAL	EDM-INVERSION CLASE R	181%	2647	179	EDM HOLDING
10	RVI EUROPA	SANTANDER SMALL C.EUR.	179%	6.153	235	SANTANDER
623	RV EURO RESTO	BBVA BOLSA EURO	-36%	8.202	99	B.B.V.A.
624	RV EURO RESTO	PBP BOLSA EUROPA	-38%	290	6	ALLIANZ POPULAR
625	RVI RESTO	IBERCAJA FINANCIERO CLA.A	-38%	1.619	11	IBERCAJA
626	RVI EUROPA	GVC GAESCO EUROPA	-41%	1.671	33	GVC GAESCO
627	RVI EUROPA	ABANCA R.V.EUROPA	-42%	643	31	ABANCA
628	RF MIXTAINTERN	BNP PARIB. RF MIX.GLOBAL	-42%	118	15	BNP PARIB. ESPAÑA
629	GLOBALES	SANT.PB CARTERA DINAMICA	-43%	667	37	SANTANDER
630	GARANT-RV	FONDMAPFRE GARANT.1111	-46%	1.068	14	MAPFRE
631	GLOBALES	PBP DIVERSIF. GLOBAL	-50%	940	18	ALLIANZ POPULAR
632	RVI RESTO	BBVA BOLSA EUROPA FINAN.	-65%	1.320	16	B.B.V.A.

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 632 fondos

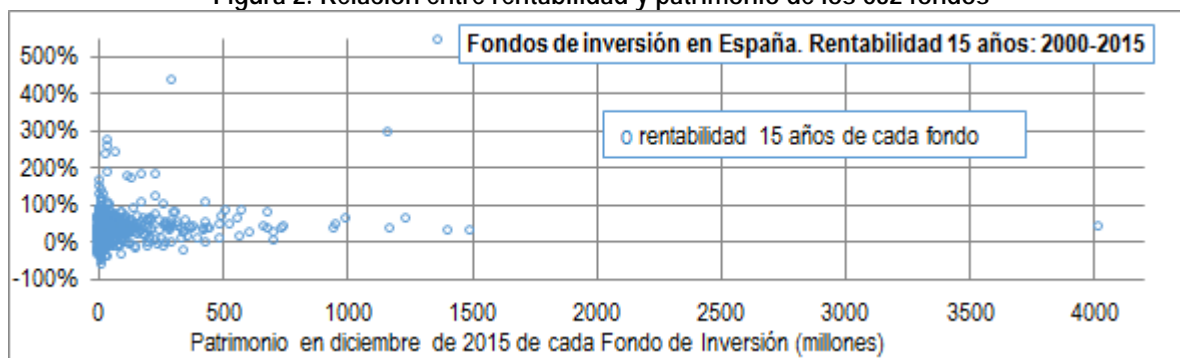


Figura 3. Relación entre la rentabilidad y el número de partícipes de los 632 fondos de inversión españoles con 15 años de historia *Fuente de los datos: INVERCO y Datastream*

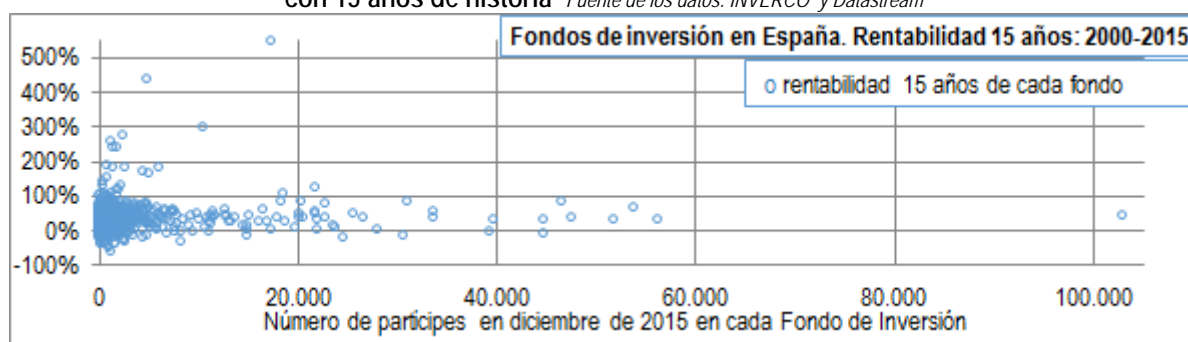


Figura 4. Relación entre la rentabilidad de cada fondo y la suscripción neta en 2015. *Fuente de los datos: INVERCO*

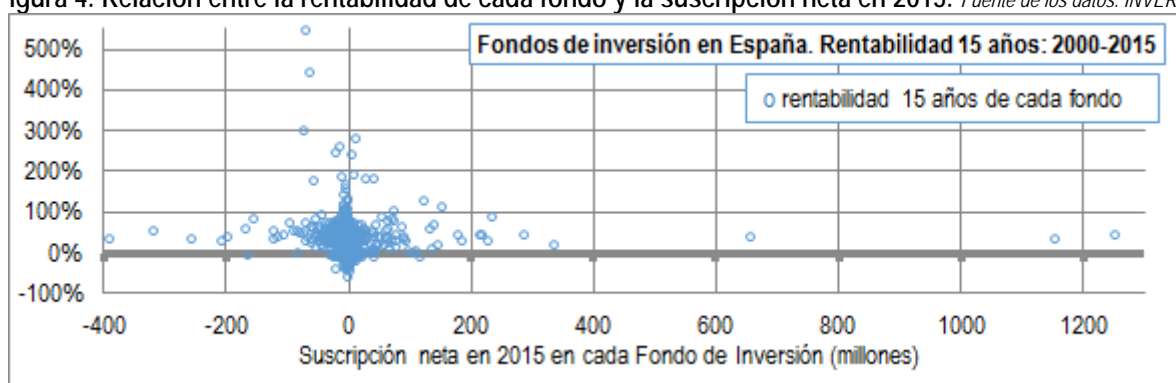
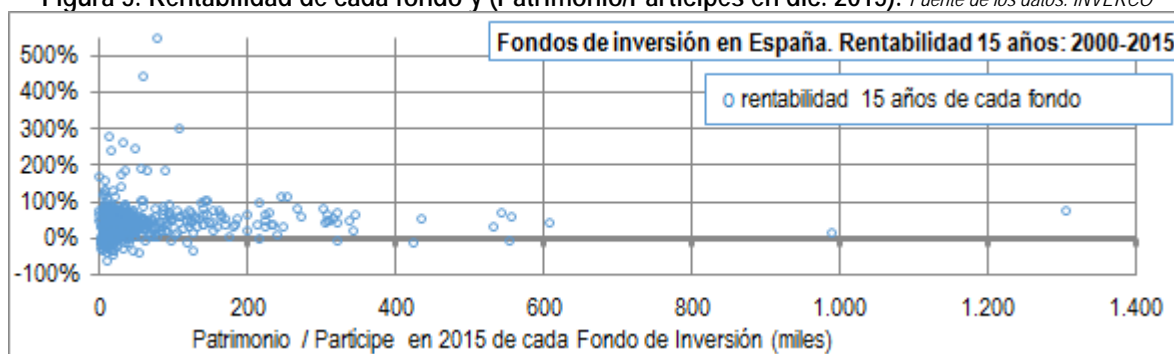


Figura 5. Rentabilidad de cada fondo y (Patrimonio/Partícipes en dic. 2015). *Fuente de los datos: INVERCO*



2. Rentabilidad de los fondos de inversión por gestoras

La **tabla 3** muestra los 632 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 €3.141 millones y con 36.296 partícipes) que obtuvieron una rentabilidad promedio del 316,5%.

Tabla 3. Gestoras (Grupos financieros) de los 632 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 2000-15 (%)				Participes	Patrim (mil €)	Patrim / Fondo (miles €)	Patrim/Partic (miles €)
		Prom	Max	min	st dev				
ABANCA	11	14,8%	42,1%	-41,7%	26,8%	23.944	331	30,1	13,8
ALLIANZ POPULAR	25	21,5%	73,0%	-49,8%	28,5%	134.746	3.020	120,8	22,4
ANDBANK ESPAÑA	3	33,2%	75,2%	-0,9%	31,6%	632	20	6,7	31,8
ATL CAPITAL	2	76,8%	89,4%	64,2%	12,6%	403	48	24,0	119,1
B.B.V.A.	45	24,2%	78,8%	-64,7%	31,4%	346.824	8.096	179,9	23,3
BANCO ALCALA	7	50,2%	96,6%	20,7%	24,9%	1.055	62	8,9	58,8
BANCO CAMINOS	7	39,0%	98,9%	-15,3%	33,0%	5.055	250	35,7	49,5
BANCO SABADELL	17	46,7%	75,7%	23,0%	14,1%	51.401	1.197	70,4	23,3
BANKIA	33	40,6%	114,8%	-24,5%	34,6%	178.951	3.601	109,1	20,1
BANKINTER	41	41,3%	122,9%	-36,3%	27,4%	203.385	5.739	140,0	28,2
BESTINVER	5	316,5%	542,2%	52,2%	167,0%	36.296	3.141	628,3	86,6
BNP PARIBAS ESPAÑA	16	27,8%	62,3%	-42,0%	21,7%	5.510	630	39,4	114,3
CAIXABANK	29	38,6%	170,5%	-25,8%	35,6%	119.301	2.235	77,1	18,7
CAJA ARQUITECTOS	1	49,3%	49,3%	49,3%	0,0%	2.307	82	82,2	35,6
CAJA INGENIEROS	5	5,9%	21,7%	-13,1%	12,3%	13.030	267	53,3	20,5
CAJA RURAL	26	32,9%	82,4%	-26,5%	25,9%	124.084	2.546	97,9	20,5
CATALANA OCCID.	7	29,4%	106,1%	-19,3%	38,4%	2.246	257	36,8	114,6
CREDIT AGRICOLE	12	41,1%	68,5%	22,3%	14,5%	23.074	472	39,4	20,5
CREDIT SUISSE	9	25,0%	55,3%	-6,7%	17,9%	4.423	1.186	131,8	268,1
DEUTSCHE BANK	9	31,7%	63,7%	-2,2%	19,1%	38.748	866	96,2	22,4
EDM HOLDING	3	87,7%	181,0%	33,8%	66,2%	4.320	357	119,1	82,7
EGERIA	1	50,4%	50,4%	50,4%	0,0%	285	17	17,4	61,2
EUROAGENTES	3	38,9%	64,2%	16,1%	19,7%	410	15	4,8	35,4
GESBUSA	3	37,9%	58,5%	12,5%	19,1%	534	71	23,8	133,5
GESCONSULT	6	63,0%	126,4%	20,3%	37,3%	7.230	315	52,6	43,6
GESIURIS	1	29,7%	29,7%	29,7%	0,0%	105	3	3,4	32,5
GESNORTE	2	26,4%	69,2%	-16,4%	42,8%	560	573	286,4	1.022,7
GRUPO B. MARCH	7	31,6%	73,0%	0,3%	20,8%	16.371	773	110,5	47,2
GRUPO NOVO BANCO	25	27,9%	75,7%	-25,8%	29,4%	25.165	753	30,1	29,9
GVC GAESCO	20	40,5%	187,7%	-40,7%	47,3%	29.480	477	23,8	16,2
IBERCAJA	27	34,1%	90,5%	-37,7%	30,5%	100.079	2.120	78,5	21,2
INTERBROKERS	4	-11,1%	20,8%	-34,8%	22,3%	503	17	4,3	34,6
INVERSEGUROS	6	19,4%	51,3%	-18,4%	25,5%	1.272	355	59,2	279,3
KUTXABANK	23	41,2%	177,8%	-12,8%	43,1%	368.824	6.229	270,8	16,9
LABORAL KUTXA	26	36,5%	80,1%	-4,6%	19,9%	42.516	917	35,3	21,6
MAPFRE	16	37,4%	74,7%	-46,1%	25,3%	116.346	1.952	122,0	16,8
MDEF GESTEFIN	1	9,6%	9,6%	9,6%	0,0%	101	5	5,2	51,4
MEDIOLANUM	10	46,4%	164,2%	-11,5%	44,7%	26.175	299	29,9	11,4
MERCHBANC	6	19,3%	45,9%	-4,0%	14,7%	3.221	171	28,5	53,1
METAGESTION	1	235,8%	235,8%	235,8%	0,0%	1.872	32	31,5	16,8
MUTUA MADRILEÑA	10	76,5%	240,4%	25,2%	59,2%	11.087	1.860	186,0	167,8
PATRIVALOR	2	34,7%	76,0%	-6,5%	41,3%	369	91	45,3	245,3
PRIVAT BANK-DEG.	3	40,8%	60,9%	18,9%	17,2%	863	110	36,7	127,6
PROFIT	2	49,3%	55,3%	43,4%	6,0%	728	313	156,6	430,1
RENTA 4	33	25,4%	88,0%	-34,0%	32,1%	49.478	1.158	35,1	23,4
SANTA LUCIA	3	14,3%	50,7%	-11,2%	26,4%	300	51	17,0	169,6
SANTANDER	41	37,3%	179,4%	-42,9%	39,9%	279.093	9.763	238,1	35,0
U.B.S.	4	50,7%	61,1%	26,9%	13,9%	494	80	20,1	162,8
UNICAJA	31	35,1%	150,7%	-15,3%	29,6%	51.781	1.319	42,5	25,5
Suma o promedio	632	46,0%	542,2%	-64,7%	28,4%	2.454.977	64.245	84,1	92,4

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
31-dic-15	219.130	7,71	0,99%	2.255	1,23	24.732

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 €22.328 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%.

Cambón (2011) analiza los fondos españoles y encuentra interesantes relaciones: "*cuanto mayor es la cuota de mercado de la gestora del fondo, menor tiende a ser su rentabilidad*"; "*los fondos que cargan mayores comisiones de gestión y depósito no obtienen mejores rentabilidades*"; "*la edad del fondo no tiene influencia en su rentabilidad*".

Cambón y Losada (2013) analizan los fondos españoles de renta variable y afirman que los partícipes son sensibles a la rentabilidad del fondo en años anteriores: invierten en los de mayor rentabilidad y desinvierten en los de menor rentabilidad.

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

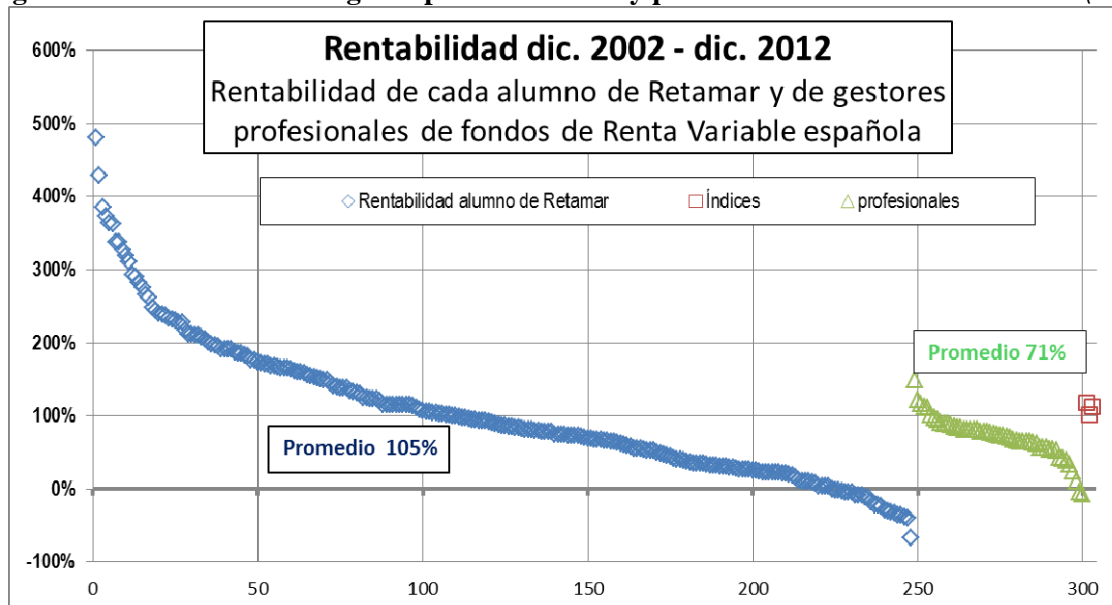
Fernández Acín (2014)⁴ muestra un interesante experimento: compara la rentabilidad que obtuvieron 248 alumnos del colegio Retamar (entre 6 y 17 años) con la rentabilidad de los fondos de

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.

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

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”.

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

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”*.

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 € (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 € (>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**.

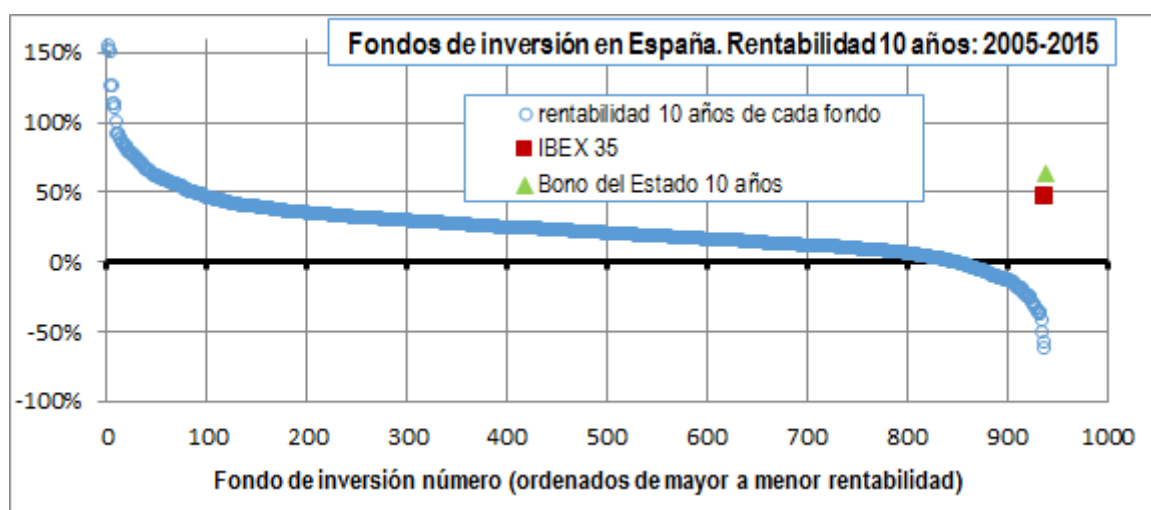
Nuestros fondos le permiten sacar partido a su dinero de una **forma cómoda**.

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. 2005 – Dic. 2015

Los 10 más rentables

	TIPO DE FONDO	Nombre del Fondo	rentabilidad 10 años de cada fondo	Patrimonio Diciembre 15 (€ miles)	Grupo Financiero
1	RV EURO RESTO	BK PEQUEÑAS COMPAÑIAS	156%	56.206	BANKINTER
2	RVI RESTO	FONCAIXA MULTISALUD	152%	576.228	CAIXABANK
3	RVI EEUU	F.BANKINTER EEUU NASDAQ 100	151%	19.722	BANKINTER
4	RVI RESTO	MUTUAFONDO TECNOLOGI.CL.A	127%	31.211	MUTUA MADRILEÑA
5	RVI RESTO	BESTINVER INTERNACIONAL	126%	1.166.174	BESTINVER
6	RVI RESTO	BESTINFOND	114%	1.367.501	BESTINVER
7	RVI EEUU	KUTXAB.BOLSA NUE.ECONOMIA	113%	29.571	KUTXABANK
8	RV NACIONAL	AVIVA ESPABOLSA CLASE A	111%	221.566	AVIVA
9	RVI RESTO	MUTUAFONDO VALORES CLAS.A	101%	73.421	MUTUA MADRILEÑA
10	RETORNO ABS.	BELGRAVIA EPSILON	92%	109.197	BELGRAVIA

Los 10 menos rentables

	TIPO DE FONDO	Nombre del Fondo	rentabilidad 10 años de cada fondo	Patrimonio Diciembre 15 (€ miles)	Grupo Financiero
928	RVI RESTO	B.MADRID DOLPHIN ACCIO.	-32%	130	RENTA 4
929	GLOBALES	WORLD SOLIDARITY FUND	-33%	936	RENTA 4
930	RVI RESTO	IBERCAJA FINANCIERO CLA.A	-35%	11.143	IBERCAJA
931	GARANT. PARCIAL	SANTANDER 75 ESTRUCTURADO	-36%	4.252	SANTANDER
932	GLOBALES	R4 MULTIG%/TOTAL OPPORTUN.	-36%	1.154	RENTA 4
933	RVI JAPÓN	C.L. BOLSA JAPONFIMF	-37%	6.050	LABORAL KUTXA
934	INMOBILIARIO	SEGURFONDO INVERS.	-42%	265.691	INVERSEGUROS
935	GLOBALES	VENTURE GLOBAL	-50%	22	MIRABAUD
936	RVI RESTO	BBVA BOLSA EUROPA FINANZAS	-57%	15.685	B.B.V.A.
937	GLOBALES	PRIVAT FONSELECCION	-62%	57.150	PRIVAT BANK-DEG.

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
- Cambón Murcia, María Isabel (2011), “Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes”, documento de trabajo nº 48 de la CNMV.
- Cambón Murcia, María Isabel y Ramiro Losada (2013), “Evidence from purchases and redemptions in the Spanish equity fund market” documento de trabajo nº 56 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>
- Kraeussl, 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		Fondos de pensiones	
2006	http://ssrn.com/abstract=982821	2006	http://ssrn.com/abstract=989344
2007	http://ssrn.com/abstract=1095303	2007	http://ssrn.com/abstract=1101578
2008	http://ssrn.com/abstract=1337480	2008	http://ssrn.com/abstract=1353103
2009	http://ssrn.com/abstract=1543882	2009	http://ssrn.com/abstract=1561522
2010	http://ssrn.com/abstract=1746849	2010	http://ssrn.com/abstract=1749394
2011	http://ssrn.com/abstract=2005842	2011	http://ssrn.com/abstract=2000213
2012	http://ssrn.com/abstract=2220745	2012	http://ssrn.com/abstract=2214903
2013	http://ssrn.com/abstract=2388645	2013	http://ssrn.com/abstract=2393382
2014	http://ssrn.com/abstract=2574698	2014	http://ssrn.com/abstract=2571287