



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 695

Mayo, 2007

## RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSION DE RENTA VARIABLE NACIONAL DE ESPAÑA 1991-2006

Pablo Fernández  
José María Carabias  
Lucía de Miguel

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2007 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE NACIONAL DE ESPAÑA 1991-2006

Pablo Fernández\*  
José María Carabias\*\*  
Lucía de Miguel\*\*

## Resumen

La rentabilidad media de los fondos de inversión en renta variable nacional durante los tres, cinco, diez y quince últimos años fue inferior a la del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid) en más de un 6%.

De los 43 fondos con diez años de historia, sólo uno (Bestinver Bolsa, que hizo honor a su nombre) consiguió una rentabilidad superior a la del ITBM. Veinticuatro de estos fondos tuvieron todos los años una rentabilidad inferior a la del ITBM.

Sólo dos de los 99 fondos con tres años de historia consiguieron una rentabilidad superior al ITBM (Bestinver Bolsa y Metavalor).

Si la rentabilidad de cada fondo de inversión en los últimos quince años no hubiera sido la realmente obtenida, sino la del ITBM, la apreciación de los fondos en el período 1991-2006 habría sido de 13.753 millones de euros, en lugar de los 6.480 millones que obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a unos 1.400 millones de euros. El resto se debe a comisiones ocultas y a decisiones de inversión mejorables.

Versiones actualizadas de este documento pueden descargarse en: <http://ssrn.com/abstract=985120>

\* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

\*\* Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G 12, G 31, G32

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

# RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE NACIONAL DE ESPAÑA 1991-2006

## Introducción

En Fernández, Carabias y de Miguel (2007) analizamos los fondos de inversión en España<sup>1</sup>. Este documento analiza más detalladamente la rentabilidad para los partícipes de los fondos de inversión españoles englobados en la categoría de renta variable nacional<sup>2</sup> en el período 1991-2006. El patrimonio de estos fondos aumentó desde 123 millones de euros al final de 1991 hasta 10.723 millones de euros al final de 2006.

## 1. Rentabilidad de los fondos de renta variable nacional

Las Tablas 1 y 2 comparan la rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos tres, cinco, diez y quince años con la rentabilidad del Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM), del IBEX 35 y del IBEX 35 con igual ponderación: la rentabilidad promedio de los fondos fue sensiblemente inferior a la rentabilidad del ITBM en todos los plazos. La rentabilidad ponderada de estos fondos durante los tres últimos años (2004, 2005 y 2006) fue del 23,5% (un 6,1% inferior a la del ITBM), y durante los quince últimos años fue del 11,8% (un 6,1% inferior a la del ITBM).

La Tabla 2 muestra que de los 120 fondos existentes al final de 2006, sólo 17 tenían quince años de historia, 43 tenían diez años, 83 tenían cinco años y 99 tenían tres años. Ninguno de los 17 fondos con quince años de historia consiguió una rentabilidad superior al ITBM. Sólo uno de los 43 fondos con diez años de historia consiguió una rentabilidad superior al ITBM (Bestinver Bolsa, que hizo honor a su nombre). Sólo dos de los 99 fondos con tres años de historia consiguieron una rentabilidad superior al ITBM (Bestinver Bolsa y Metavalor).

---

<sup>1</sup> Ese documento puede descargarse en <http://ssrn.com/abstract=982821>

<sup>2</sup> Inverco clasifica en la categoría "*renta variable nacional*" a fondos con: > 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. < 30% en monedas no euro.

Pueden ser similares a algunos de los clasificados como "*renta variable euro*": > 75% de la cartera en renta variable, y renta variable nacional < 90% de la cartera de renta variable. < 30% en monedas no euro.

## Tabla 1

Comparación de la rentabilidad de los fondos de inversión en renta variable nacional con la de la bolsa española

	Rentabilidad anual media del período que termina en diciembre de 2006			
	3 años	5 años	10 años	15 años
Fondos de inversión en renta variable nacional (fuente: Inverco)	23,5%	12,2%	10,6%	11,8%
ITBM	29,6%	18,1%	17,0%	16,9%
IBEX 35 (con dividendos)	26,2%	14,3%	13,4%	15,4%
IBEX 35 con igual ponderación	31,3%	20,5%	17,4%	17,4%

## Tabla 2

Número de fondos en cada período y número de fondos con rentabilidad superior al ITBM

	Número de fondos en dic. de 2006	Número de fondos en el período hasta 2006				Número de fondos con rentabilidad histórica superior al ITBM			
		3 años	5 años	10 años	15 años	3 años	5 años	10 años	15 años
<b>Renta variable nacional</b>	120	99	83	43	17	2	5	1	0

La Tabla 3 analiza los fondos con diez años de historia. Los fondos están ordenados según su rentabilidad promedio en los últimos diez años (columna [1]). Las columnas [2] y [3] muestran la rentabilidad promedio de los últimos cinco y tres años. La columna [4] contiene la volatilidad de cada fondo, y la columna [5] la correlación de cada fondo con el ITBM<sup>3</sup>. Las columnas [6], [7] y [8] muestran la rentabilidad diferencial de los últimos diez, cinco y tres años respecto al ITBM.

<sup>3</sup> Ambas calculadas con los datos anuales de los últimos diez años.

**Tabla 3**

Fondos de inversión de renta variable nacional con diez años de historia

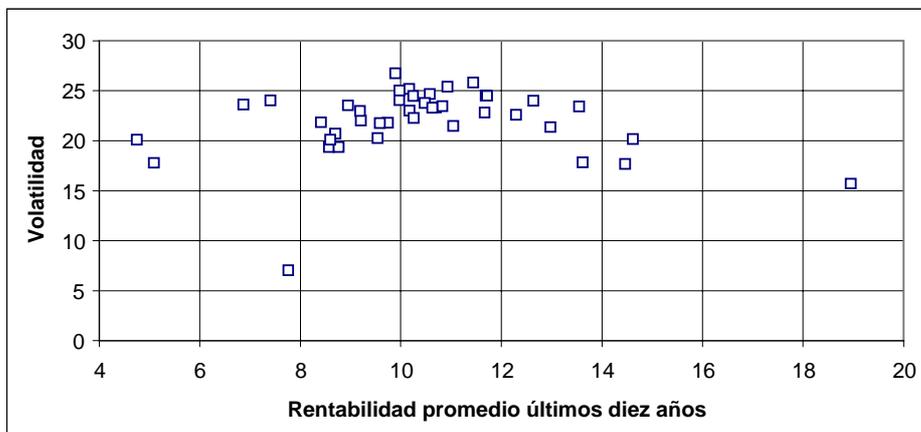
Nombre del fondo	Rentabilidad promedio de los últimos				Vol.	Correlación con ITBM	Rentabilidad diferencial respecto al ITBM. Últimos			Patrimonio (millones de euros)		Participes (miles)	
	10 años	5 años	3 años				10 años	5 años	3 años	1997	2006	1997	2006
	[1]	[2]	[3]	[4]			[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]
BESTINVER BOLSA	19,0	27,7	31,4	15,7	0,34	1,9	9,6	1,8	0,4	923	0,02	10	
METAVALOR	14,6	23,6	33,4	20,2	0,75	-2,4	5,4	3,8	1	185	0,1	7	
EDM-INVERSION	14,5	18,7	28,5	17,7	0,94	-2,6	0,5	-1,1	3	94	0,3	1	
FONBILBAO ACCIONES	13,6	15,0	24,3	17,8	0,98	-3,4	-3,1	-5,3	11	180	0,7	0,5	
SANTANDER AC. ESPAÑ. PLUS	13,5	14,5	25,0	23,4	0,99	-3,5	-3,6	-4,6	11	160	0	1	
BNP PARIBAS BOL. ESPAÑ.	13,0	11,7	20,8	21,4	0,96	-4,1	-6,4	-8,7	2	75	0	2	
BANIF RV ESPAÑOLA	12,6	13,7	25,6	24,0	1,00	-4,4	-4,5	-4,0	13	74	4	0	
RENTA 4 BOLSA	12,3	11,8	20,6	22,6	0,98	-4,7	-6,3	-8,9	2	55	1	3	
SANTANDER INDI.ESPAÑA	11,7	13,0	24,6	24,5	0,99	-5,3	-5,2	-5,0	15	103	1	1	
BBVA INDICE PLUS	11,7	12,6	24,2	24,5	1,00	-5,3	-5,6	-5,4	33	275	13	6	
GESCONSULT RTA. VARIAB.	11,7	14,9	27,2	22,8	0,98	-5,4	-3,2	-2,4	1	10	0,5	0,2	
DWS ACCIONES	11,4	11,4	21,3	25,8	0,95	-5,6	-6,7	-8,3	13	77	3	2	
LLOYDS BOLSA	11,0	12,5	22,7	21,5	1,00	-6,0	-5,7	-6,9	9	68	2	1	
BETA ACCIONES	10,9	12,0	23,5	25,4	0,99	-6,1	-6,1	-6,1	5	24	1	1	
BARCLAYS BOLSA ESPAÑA	10,8	11,0	21,9	23,5	0,99	-6,2	-7,1	-7,7	9	122	0	3	
BANIF ACCS. ESPAÑOLAS	10,7	11,8	23,3	23,3	1,00	-6,3	-6,4	-6,3	6	499	0	14	
MS BOLSA	10,6	12,7	24,0	23,3	0,98	-6,4	-5,4	-5,5	28	122	8	4	
AC ACCIONES	10,6	10,7	22,7	24,7	0,99	-6,5	-7,5	-6,9	24	246	9	11	
IBERCAJA BOLSA	10,5	11,4	22,2	23,8	0,99	-6,6	-6,7	-7,4	15	175	8	11	
PBP BOLSA ESPAÑA	10,3	10,8	22,1	22,3	1,00	-6,8	-7,3	-7,4	13	28	5	2	
SAN FERNANDO BOLSA I	10,2	10,4	22,2	24,5	0,99	-6,8	-7,8	-7,3	3	12	2	1	
BANESTO R.V. ESPAÑ.	10,2	11,0	22,3	23,0	1,00	-6,9	-7,1	-7,3	3	172	1	12	
BBVA BOLSA 2	10,2	10,7	22,1	25,2	0,97	-6,9	-7,4	-7,5	21	386	7	15	
E.S. BOLSA ESPAÑ. SELE.	10,0	11,4	25,1	25,0	0,97	-7,1	-6,8	-4,5	17	73	0	3	
BOLSA 35 INDICE	10,0	11,5	22,7	24,1	0,99	-7,1	-6,7	-6,9	4	11	2	1	
EUROVALOR BOLSA	9,9	12,2	23,5	26,7	0,95	-7,1	-5,9	-6,1	60	330	17	13	
CITIFONDO R.V.	9,7	10,4	22,1	21,8	0,99	-7,3	-7,7	-7,5	16	49	5	2	
URQUIJO INDICE	9,6	11,5	22,4	21,8	1,00	-7,4	-6,6	-7,2	12	46	4	2	
FONCAIXA 33 B. Gº ESP.	9,5	9,3	21,6	20,3	0,98	-7,5	-8,8	-8,0	4	125	1,1	6	
SANTANDER AC. ESPAÑOLAS	9,2	11,1	22,4	22,0	1,00	-7,8	-7,0	-7,1	43	265	15	11	
SEGURFONDO R.V.	9,2	12,5	22,7	23,0	0,99	-7,8	-5,7	-6,9	10	99	0,11	0,11	
MADRID BOLSA	8,9	10,5	22,1	23,5	0,99	-8,1	-7,6	-7,5	20	88	10	5	
C.L. BOLSA	8,8	10,3	20,0	19,4	0,99	-8,3	-7,8	-9,5	5	37	4	4	
ALMAGRO VALORES	8,7	11,7	22,5	20,7	0,98	-8,3	-6,4	-7,1	5	40	0	0	
SAFEI BOLSA ACTIVA	8,6	7,2	18,6	20,1	0,84	-8,4	-10,9	-11,0	0,1	1,4	0,04	0,2	
BBK BOLSA	8,6	10,5	20,9	19,4	0,98	-8,5	-7,6	-8,6	9	103	3	3	
KUTXAVALOR	8,4	10,5	20,2	21,8	0,98	-8,6	-7,7	-9,4	8	84	3	3	
FONDMAPFRE ESTRATEG. 35	7,8	7,6	11,0	7,0	0,86	-9,3	-10,6	-18,6	2	16	0,2	0,3	
BOLSALIDER	7,4	14,4	26,4	24,0	0,94	-9,6	-3,7	-3,2	4	38	1	1	
SAFEI FONBOLSA	6,9	7,1	16,1	23,6	0,97	-10,2	-11,0	-13,5	11	49	2	3	
INDOSUEZ BOLSA	5,1	6,3	15,1	17,8	0,98	-11,9	-11,9	-14,5	2	16	0,47	0,41	
FONDGALLEGO 21 BOLSA	4,7	10,3	22,2	20,1	0,85	-12,3	-7,8	-7,4	2	4	0,6	0,2	
<b>Rentabilidad ponderada</b>	<b>10,5</b>	<b>11,9</b>	<b>23,6</b>	<b>23,0</b>	<b>1,00</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,0</b>					
Rent. todos renta variable (Inverco)	10,6	12,2	23,6	22,2	0,99	-6,5	-5,9	-6,0					
Suma									477	5.538	134	165	
Máx.	19,0	27,7	33,4	26,7	1,00	1,9	9,6	3,8	59,7	923	16,6	14,8	
Mín.	4,7	6,3	11,0	7,0	0,34	-12,3	-11,9	-18,6	0,1	1,4	0,0	0,1	
Promedio	10,4	12,1	22,7	22,0	0,95	-6,6	-6,0	-6,8	11,3	131,9	3,2	3,9	
Máx. mín.	14,2	21,4	22,5	19,7	0,66	14,2	21,4	22,5					
ITBM	17,0	18,1	29,6	23,0	1	0,0	0,0	0,0					
IBEX 35 dividendos	13,4	14,3	26,2	25,1	0,995	-3,7	-3,8	-3,4					
IBEX 35 igual ponderación	17,4	20,5	31,3	21,8	0,927	0,4	2,4	1,7					

La Tabla 3 permite cuestionar algunos tópicos sobre los fondos de inversión:

- a) No se puede decir que los fondos obtuvieron menos rentabilidad que el ITBM porque tuvieron menos riesgo (volatilidad). La volatilidad promedio de los fondos fue similar a la del ITBM y superior a la del IBEX con igual ponderación.
- b) No obtuvieron mayor rentabilidad los fondos con mayor volatilidad. La Figura 1 representa la volatilidad y la rentabilidad promedio de cada fondo en los últimos diez años.
- c) El que los fondos no hayan podido replicar exactamente al IBEX<sup>4</sup> no parece que fuera un inconveniente, sino una ventaja, porque el IBEX con igual ponderación y el ITBM tuvieron rentabilidades superiores a la del IBEX 35.

### Figura 1

Fondos de inversión de renta variable nacional. Volatilidad y rentabilidad media de los últimos diez años



La Figura 2 muestra que la mayoría de los fondos tuvieron una correlación con el ITBM próxima a uno a pesar de que su rentabilidad fue inferior en todos los casos menos uno.

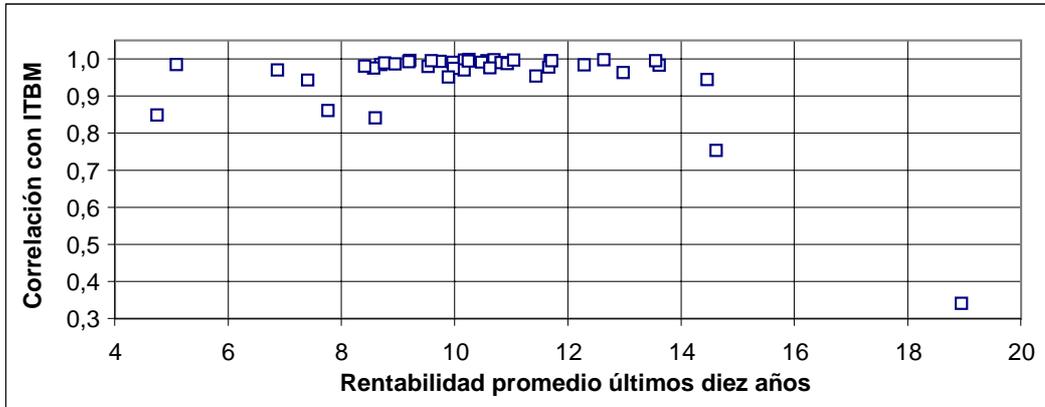
La Figura 3 muestra que muchos partícipes no invirtieron su dinero en los fondos con mayor rentabilidad.

---

<sup>4</sup> La composición de los fondos no pudo ser idéntica a la del IBEX 35 por tener que ponderar menos las empresas con mayor capitalización.

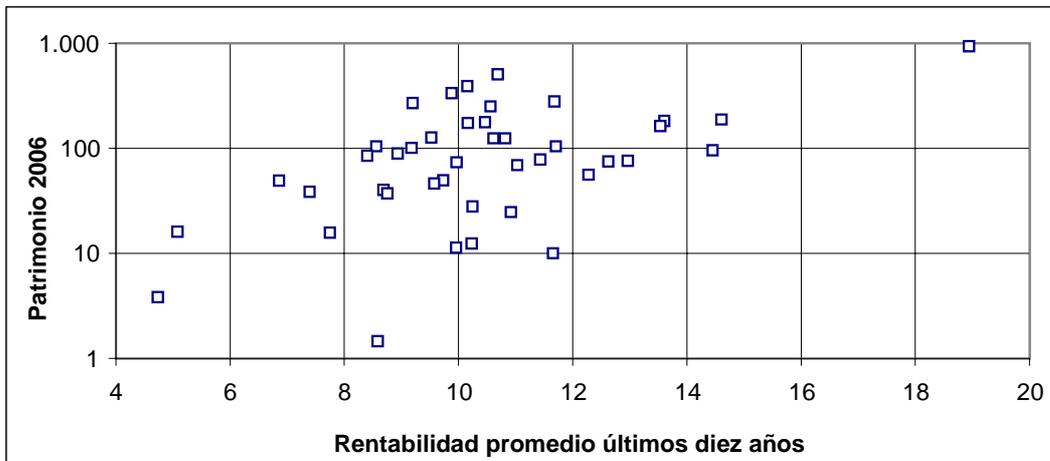
**Figura 2**

Fondos de inversión de renta variable nacional. Correlación con el ITBM y rentabilidad media (últimos diez años)



**Figura 3**

Fondos de inversión de renta variable nacional. Patrimonio 2006 y rentabilidad media (últimos diez años)



## 2. La rentabilidad expresada en euros (impacto monetario de la rentabilidad diferencial)

La gran diferencia entre las rentabilidades de los distintos fondos que se aprecia en la Tabla 3 a veces oculta su enorme magnitud. La Tabla 4 muestra en cuánto se transformó una inversión de 1 euro en cada fondo al cabo de diez años. El euro invertido en el ITBM se habría transformado en 4,82 euros. El euro invertido en Bestinver Bolsa se transformó en 5,67 euros y el euro invertido en algunos fondos se transformó en menos de 2 euros. Las diferencias de rentabilidad son sustanciales. Las comisiones cobradas por cada euro invertido fueron mucho más homogéneas: todos los fondos cobraron en torno a 0,40 euros por su gestión.

**Tabla 4**

Fondos de inversión de renta variable nacional con diez años de historia.

1 euro invertido en diciembre de 1996 se convirtió en diciembre de 2006 en...

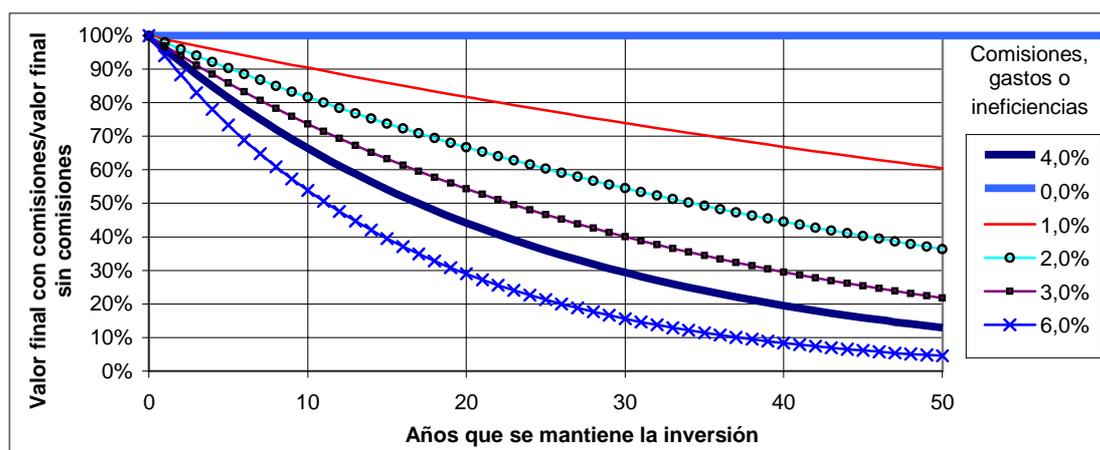
BESTINVER BOLSA	5,67	LLOYDS BOLSA	2,85	URQUIJO INDICE	2,50
<b>IBEX 35 igual ponderación</b>	<b>4,99</b>	BETA ACCIONES	2,82	FONCAIXA 33 B. Gº ESP.	2,49
<b>ITBM</b>	<b>4,82</b>	BARCLAYS BOLSA ESPAÑA	2,79	SANTANDER AC. ESPAÑOLAS	2,41
METAVALOR	3,91	BANIF ACCS. ESPAÑOLAS	2,76	SEGURFONDO R.V.	2,41
EDM-INVERSION	3,86	MS BOLSA	2,74	MADRID BOLSA	2,36
FONBILBAO ACCIONES	3,58	AC ACCIONES	2,73	C.L. BOLSA	2,32
SANTANDER AC. ESPAÑ. PLUS	3,56	IBERCAJA BOLSA	2,71	ALMAGRO VALORES	2,30
<b>IBEX 35 dividendos</b>	<b>3,50</b>	PBP BOLSA ESPAÑA	2,65	SAFEI BOLSA ACTIVA	2,28
BNP PARIBAS BÖL.ESPAÑ.	3,39	SAN FERNANDO BOLSA I	2,65	BBK BOLSA	2,28
BANIF RV ESPAÑOLA	3,29	BANESTO R.V. ESPAÑ.	2,64	KUTXAVALOR	2,24
RENTA 4 BOLSA	3,19	BBVA BOLSA 2	2,63	FONDMAPFRE ESTRATEG. 35	2,11
SANTANDER INDI.ESPAÑA	3,03	E.S. BOLSA ESPAÑ. SELE.	2,59	BOLSALIDER	2,04
BBVA INDICE PLUS	3,02	BOLSA 35 INDICE	2,59	SAFEI FONBOLSA	1,94
GESCONSULT RTA.VARIAB.	3,01	EUROVALOR BOLSA	2,57	INDOSUEZ BOLSA	1,64
DWS ACCIONES	2,95	CITIFONDO R.V.	2,53	FONDGALLEGO 21 BOLSA	1,59

Una aparentemente pequeña diferencia en rentabilidad anual a lo largo de muchos años produce una diferencia enorme en el valor de la inversión. La Figura 4 muestra cómo una diferencia de rentabilidad (puede ser debida a comisiones, gastos, mala gestión...) de un 1% provoca que el valor de la inversión al cabo de 40 años sea un 67% de lo que habría sido sin ese 1%. Con un 2%, el valor de la inversión se reduce a menos del 50% al cabo de 40 años. Y con un 6% se reduce a menos de un 10%.

**Figura 4**

Valor final de una inversión según los gastos (comisiones...) que soporte.

Valor final de 1 euro invertido en el año 0/valor final de 1 euro invertido en el año 0 soportando los gastos indicados



### 3. Rentabilidad diferencial de los fondos respecto al ITBM

La Figura 5 compara la rentabilidad diferencial de cada fondo respecto al ITBM en dos períodos de cinco años: 1997-2001 y 2002-2006. En el período 1997-2001, todos los fondos tuvieron una rentabilidad media inferior a la del ITBM. En el período 2002-2006, sólo tres fondos fueron más rentables que el ITBM: Bestinver Bolsa (+9,6%), Metavalor (+5,4%) y EDM-Inversión (+0,5%)<sup>5</sup>.

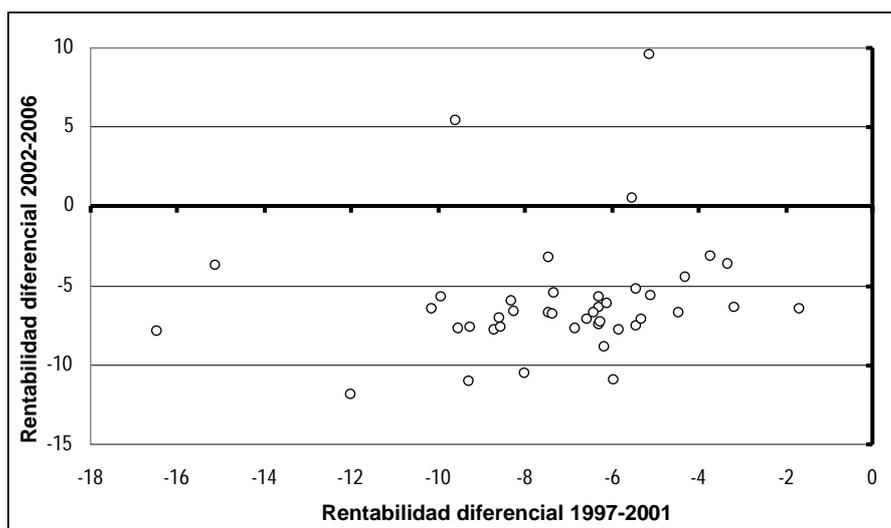
La Tabla 5 muestra la rentabilidad diferencial de cada fondo respecto al ITBM en cada año. Bestinver Bolsa y Metavalor fueron más rentables que el ITBM seis años de los diez analizados; EDM-Inversión, cuatro años; Fonbilbao Acciones y FondMapfre Estrategia 35, tres años.

Veinticuatro fondos proporcionaron los diez años una rentabilidad inferior a la del ITBM, y nueve sólo superaron al ITBM en uno de los diez años.

#### Figura 5

Fondos de inversión de renta variable nacional con diez años de historia.

Rentabilidad del fondo – rentabilidad del ITBM en dos períodos de cinco años



<sup>5</sup> Entre los fondos con diez años de historia. Hay otros dos fondos que fueron más rentables que el ITBM en los últimos cinco años, pero que no tienen diez años de historia. Dichos fondos son: Barclays Small Caps España (+3,9%) y Eurovalor Bolsa Española (+2,6%).

**Tabla 5**

Fondos de inversión de renta variable nacional con diez años de historia.

Rentabilidad diferencial respecto al ITBM cada año

Nombre del fondo	Rentabilidad del fondo - rentabilidad ITBM										10 años	Máx.	Mín.	Años >0
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997				
BESTINVER BOLSA	-3,2	1,3	6,9	5,4	28,7	24,9	24,4	-30,7	-10,4	-40,1	1,9	28,7	-40,1	6
METAVALOR	0,9	5,1	5,2	0,4	11,4	-2,5	17,5	-33,8	-19,1	-14,6	-2,4	17,5	-33,8	6
EDM-INVERSION	-2,6	-1,4	0,5	-8,0	9,2	3,6	4,2	-15,2	-17,5	-8,0	-2,6	9,2	-17,5	4
FONBILBAO ACCIONES	-7,2	-5,0	-3,8	-10,0	5,8	1,9	4,5	-12,8	-6,8	-9,6	-3,4	5,8	-12,8	3
SANTANDER AC. ESPAÑ. PLUS	-7,8	-4,3	-2,2	-3,6	-1,6	-5,1	-4,7	-3,8	-1,9	1,2	-3,5	1,2	-5,1	1
BNP PARIBAS BOL. ESPAÑ.	-10,4	-11,1	-4,9	-1,0	-4,8	-4,2	4,3	5,4	-13,5	-2,5	-4,1	5,4	-13,5	2
BANIF RV ESPAÑOLA	-7,3	-2,1	-2,9	-3,3	-5,7	-4,7	-6,2	-4,3	-1,8	-2,5	-4,4	-1,8	-6,2	0
RENTA 4 BOLSA	-14,2	-7,3	-5,8	-2,7	-3,2	-6,1	-2,3	-1,7	-5,1	0,7	-4,7	0,7	-7,3	1
SANTANDER INDI.ESPAÑA	-6,2	-5,3	-3,5	-2,3	-6,8	-3,6	-11,2	-1,1	-3,5	-4,8	-5,3	-1,1	-11,2	0
BBVA INDICE PLUS	-6,9	-5,6	-3,8	-2,9	-7,1	-4,4	-10,4	-0,6	-2,5	-4,6	-5,3	-0,6	-10,4	0
GESCONSULT RTA. VARIAB.	0,8	-1,2	-6,3	-12,3	1,3	-12,2	-4,5	-5,0	-8,8	-5,3	-5,4	1,3	-12,3	2
DWS ACCIONES	-13,1	-6,7	-5,4	1,3	-8,0	-7,3	-13,3	13,4	-0,3	-8,5	-5,6	13,4	-13,3	2
LLOYDS BOLSA	-8,5	-7,0	-5,2	-5,2	-3,4	-5,8	-3,0	-8,6	-5,6	-9,5	-6,0	-3,0	-9,5	0
BETA ACCIONES	-6,6	-7,0	-4,7	-1,8	-8,1	-9,3	-4,0	-13,6	-2,8	2,5	-6,1	2,5	-13,6	1
BARCLAYS BOLSA ESPAÑA	-8,5	-8,8	-5,8	-4,0	-7,3	-4,1	-9,6	1,7	-4,7	-8,2	-6,2	1,7	-9,6	1
BANIF ACCS. ESPAÑOLAS	-9,8	-5,2	-4,2	-5,3	-6,6	-6,5	-7,1	-6,6	-4,4	-5,5	-6,3	-4,2	-7,1	0
MS BOLSA	-6,7	-3,5	-6,5	-1,7	-7,0	-4,1	-9,7	0,8	-18,0	-5,2	-6,4	0,8	-18,0	1
AC ACCIONES	-8,3	-7,9	-4,6	-2,4	-10,7	-6,6	-7,1	-2,8	-6,9	-1,9	-6,5	-1,9	-10,7	0
IBERCAJA BOLSA	-9,3	-7,5	-5,5	-1,4	-8,0	-3,6	-6,7	-12,0	-5,4	-3,3	-6,6	-1,4	-12,0	0
PBP BOLSA ESPAÑA	-8,1	-7,5	-6,7	-5,6	-7,5	-5,1	-4,9	-5,1	-8,5	-8,5	-6,8	-4,9	-8,5	0
SAN FERNANDO BOLSA I	-8,9	-8,4	-4,9	-2,6	-10,8	-6,7	-7,1	-3,4	-7,8	-2,3	-6,8	-2,3	-10,8	0
BANESTO R.V. ESPAÑ.	-10,3	-6,7	-5,3	-6,2	-6,8	-5,4	-7,3	-7,7	-7,2	-4,2	-6,9	-4,2	-7,7	0
BBVA BOLSA 2	-8,9	-8,2	-5,5	-2,3	-9,7	-6,2	-14,4	9,1	-5,8	-9,6	-6,9	9,1	-14,4	1
E.S. BOLSA ESPAÑ. SELE.	-7,3	-6,4	0,0	-6,1	-10,4	-17,0	-4,6	4,6	-9,3	-7,1	-7,1	4,6	-17,0	1
BOLSA 35 INDICE	-8,9	-7,4	-4,5	-2,6	-8,1	-4,3	-13,1	-2,6	-7,1	-7,6	-7,1	-2,6	-13,1	0
EUROVALOR BOLSA	-5,5	-7,9	-4,9	14,4	-15,4	-6,6	-10,5	0,1	-8,6	-15,7	-7,1	14,4	-15,7	2
CITIFONDO R.V.	-11,0	-7,2	-4,6	-5,6	-8,8	-4,0	-5,0	-5,8	-11,2	-10,1	-7,3	-4,0	-11,2	0
URQUIJO INDICE	-9,4	-7,8	-4,6	-5,8	-5,6	-7,5	-4,2	-11,6	-8,1	-10,9	-7,4	-4,2	-11,6	0
FONCAIXA 33 B. Gº ESP.	-10,7	-8,1	-5,4	-15,8	-5,5	-2,2	-3,6	-7,0	-3,2	-17,2	-7,5	-2,2	-17,2	0
SANTANDER AC.ESPAÑOLAS	-10,5	-6,7	-4,6	-5,6	-7,2	-6,2	-7,2	-8,7	-11,0	-10,7	-7,8	-4,6	-11,0	0
SEGUROFONDO R.V.	-9,1	-7,1	-4,6	-4,0	-4,0	-8,2	-11,9	-9,7	-9,2	-9,1	-7,8	-4,0	-11,9	0
MADRID BOLSA	-9,0	-8,0	-5,5	-3,3	-9,7	-7,6	-11,2	-0,1	-9,5	-13,2	-8,1	-0,1	-13,2	0
C.L. BOLSA	-12,7	-9,7	-6,6	-6,1	-5,0	-2,6	-2,7	-12,7	-14,6	-15,1	-8,3	-2,6	-15,1	0
ALMAGRO VALORES	-8,4	-8,1	-5,0	-5,1	-5,5	-7,8	-4,4	-10,6	-12,3	-18,9	-8,3	-4,4	-18,9	0
SAFEI BOLSA ACTIVA	-12,0	-9,0	-12,1	-5,8	-12,7	-6,0	24,0	-21,7	-14,7	-17,0	-8,4	24,0	-21,7	1
BBK BOLSA	-12,3	-7,7	-6,3	-4,5	-7,1	-3,6	-2,1	-8,4	-16,8	-20,5	-8,5	-2,1	-20,5	0
KUTXAVALOR	-12,7	-10,9	-4,9	-3,5	-6,4	-6,4	-11,4	-2,3	-11,1	-16,7	-8,6	-2,3	-16,7	0
FONDMAPFRE ESTRATEG. 35	-18,7	-20,1	-17,0	-25,6	18,7	5,7	12,5	-11,8	-26,8	-29,7	-9,3	18,7	-29,7	3
BOLSALIDER	-2,2	-9,1	1,9	-0,6	-6,0	-8,1	-14,3	-18,1	-23,5	-12,6	-9,6	1,9	-23,5	1
SAFEI FONBOLSA	-24,1	-7,9	-9,0	-6,3	-8,5	-8,0	-14,7	-6,7	-9,2	-3,8	-10,2	-3,8	-14,7	0
INDOSUEZ BOLSA	-22,6	-8,4	-13,0	-18,1	-2,1	-9,5	-5,7	-14,2	-18,3	-15,2	-11,9	-2,1	-18,3	0
FONDGALLEGO 21 BOLSA	-8,8	-8,6	-4,9	-2,5	-10,9	-6,8	-3,6	-11,3	-27,8	-40,9	-12,3	-2,5	-40,9	0
<b>Rent. ponderada diferencial</b>	<b>-7,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>-8,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-8,4</b>	<b>-9,1</b>	<b>-6,6</b>			

Suma **39**

Máx.	0,9	5,1	6,9	14,4	28,7	24,9	24,4	13,4	-0,3	2,5
Mín.	-24,1	-20,1	-17,0	-25,6	-15,4	-17,0	-14,7	-33,8	-27,8	-40,9
>0	2	2	4	4	6	4	7	7	0	3

Rentabilidad ITBM	40,5	25,8	23,1	33,0	-20,5	-3,6	-10,4	19,7	39,5	45,4
-------------------	------	------	------	------	-------	------	-------	------	------	------

## 4. Comisiones explícitas de los fondos de inversión

La Tabla 6 contiene toda la información que los autores han podido obtener tras consultar a la CNMV y a Inverco. Sería interesante disponer de las comisiones y otros gastos aplicados por cada fondo en cada año, pero no hemos podido obtener estos datos. Sólo pudimos obtener el *TER* de cada fondo<sup>6</sup> en 2006 según la CNMV.

Comisiones explícitas son las que el partícipe paga y aparecen reflejadas en el contrato del fondo como comisiones de gestión, de depósito, de suscripción y de reembolso. A pesar de los nombres que tienen las comisiones, una parte importante de las mismas se destina a gastos de comercialización. Un hecho “sorprendente” de muchos fondos de inversión es que los comerciales tienen retribuciones superiores a los gestores.

---

<sup>6</sup> Cada vez se utiliza más la expresión inglesa *TER* (*Total Expense Ratio*) para referirse a las comisiones explícitas y todos los gastos que soporta el partícipe de los fondos.

**Tabla 6**

Comisiones explícitas de los fondos de inversión de renta variable nacional en 2006.

*TER (Total Expense Ratio):* comisiones de gestión, depositario, servicios exteriores y resto de gastos de explotación en 2006.

Patrimonio en millones de euros y partícipes en miles al final de 2006

	Rentabilidad		Patri-	Parti-	TER
	5 años	3 años	monio	cipes	%
BESTINVER BOLSA	27,7	31,4	923	10,5	1,81
METAVALOR	23,7	33,4	185	6,5	2,21
BARCLAYS SMALL CAPS ESPAÑA	22,0	29,5	241	6,2	2,46
EUROVALOR BOLSA ESPAÑOLA	20,7	25,7	261	1,6	1,54
EDM INVERSION	18,8	28,5	94	0,6	2,56
ESPIRITO STO B.ESPAÑOLA SELECC.	16,3	25,1	73	2,8	1,22
GESCONSULT CRECIMIENTO	16,1	26,5	26	0,8	2,15
RIO TRUEBA RV	15,5	25,3	3	0,1	1,93
FONBILBAO ACCIONES	15,0	24,3	180	0,5	1,56
GESCONSULT RENTA VARIABLE	14,9	27,2	10	0,2	2,45
SAFEI BOLSA OPORTUNIDAD	14,6	25,9	35	2,0	3,89
SANTANDER ACC. ESPAÑOLAS PLUS	14,5	25,0	248	0,6	1,36
BOLSALIDER	14,4	26,4	38	0,8	2,41
MARCH VALORES	14,1	23,4	50	1,5	2,36
SANTANDER RV ESPAÑOLA 100	13,9	25,0	182	2,2	1,81
FONDO VALENCIA RENTA VARIABLE	13,8	23,1	20	0,5	1,99
BANIF RV ESPAÑOLA	13,7	25,6	74	0,3	0,92
BANKOA BOLSA	13,6	22,7	23	0,3	2,42
URQUIJO BOLSA	13,4	22,5	98	1,7	3,00
BANCAJA RENTA VARIABLE	13,2	23,5	59	2,2	1,73
AVIVA ESPABOLSA	13,2	23,9	55	0,1	0,55
SANTANDER INDICE ESPAÑA	13,0	24,6	103	0,9	1,00
SABADELL BS ESPAÑA BOLSA	12,8	24,5	221	3,5	1,86
BK FUTURO IBEX	12,8	24,6	114	1,5	0,47
VITAL IBEX INDICE	12,8	20,6	17	0,3	1,61
MEDIVALOR R.V.	12,7	22,3	6	0,2	3,87
MADRID BOLSA OPORTUNIDAD	12,7	24,0	70	3,7	1,78
MORGAN STANLEY BOLSA	12,7	24,0	122	3,8	2,37
BANIF ACCIONES ESPAÑOLAS	12,7	23,3	499	14,0	2,21
BBVA BOLSA INDICE	12,6	24,2	275	5,8	1,24
SEGURFONDO RENTA VARIABLE	12,5	22,7	99	0,1	1,55
DWS BOLSA INSTITUCIONES	12,5	22,6	17	0,1	1,33
LLOYDS BOLSA	12,5	22,7	68	1,5	2,09
LIBERTY SPANISH STOCK M. INDEX	12,4	22,7	11	0,1	2,40
BBVA BOLSA PLUS	12,3	24,4	51	0,4	1,40
FONDESPAÑA BOLSA	12,3	23,7	63	2,1	1,61
EUROVALOR BOLSA	12,2	23,5	330	13,2	2,30
SANTANDER TOP 25 ESPAÑA	12,1	24,0	82	0,9	2,02
BETA ACCIONES	12,0	23,5	24	0,6	2,40
FONPENEDES BORSA	11,8	21,8	40	0,8	2,03
FONPASTOR RENTA VARIABLE	11,8	22,3	27	0,7	1,64
RENDA 4 BOLSA	11,8	20,6	55	2,9	2,36
BK BOLSA ESPAÑA 2	11,8	21,6	27	1,2	1,23
BNP PARIBAS BOLSA ESPAÑOLA	11,7	20,8	75	1,7	3,32
ALMAGRO VALORES	11,7	22,5	40	0,4	2,38
CAN ACCIONES	11,7	23,1	104	3,1	2,02
BOLSA 35 INDICE	11,6	22,7	11	0,9	2,41
URQUIJO INDICE	11,5	22,4	46	2,0	2,31
ALTAE BOLSA	11,5	22,3	35	0,7	2,05
IBERCAJA BOLSA	11,4	22,2	177	10,7	1,61
CAIXASABADELL 7-RV	11,4	21,5	21	0,6	1,70
DWS ACCIONES	11,4	21,3	77	2,1	2,41
RURAL INDICE	11,3	20,6	60	3,0	2,47
FIBANC INDICE	11,1	22,8	32	1,6	2,16
SANTANDER ACCIONES ESPAÑOLAS	11,1	22,4	265	10,5	2,43
BARCLAYS BOLSA ESPAÑA	11,0	21,9	132	2,8	2,51
BANESTO RENTA VAR. ESPAÑOLA	11,0	22,3	206	11,6	2,46
BK BOLSA ESPAÑA	11,0	20,5	124	8,6	1,30
CAM BOLSA INDICE	10,9	21,4	29	1,0	1,87
ESPIRITO SANTO ESPAÑA BOLSA	10,9	21,8	55	2,2	2,47

	Rentabilidad		Patri-	Parti-	TER
	5 años	3 años	monio	cipes	%
BBP BOLSA ESPAÑA	10,8	22,1	28	1,5	2,40
BBVA BOLSA	10,7	22,1	428	14,5	2,45
AC ACCIONES	10,7	22,7	246	11,3	2,07
MADRID BOLSA	10,5	22,1	88	4,6	2,06
ALLIANZ BOLSA	10,5	23,2	13	0,3	1,57
BBK BOLSA	10,5	20,9	121	3,4	2,21
KUTXAVALOR	10,5	20,3	85	3,4	2,46
CITIFONDO RV	10,4	22,1	49	2,0	2,47
SAN FERNANDO BOLSA I	10,4	22,2	12	1,4	2,19
CAJABURGOS BOLSA	10,4	22,3	26	1,2	2,35
CAJA LABORAL BOLSA	10,3	20,0	37	3,4	2,42
FONDGALLEGO 21 BOLSA	10,3	22,2	4	0,2	2,22
SAFEI FONBOLSA	9,5	20,5	47	1,8	2,43
CS BOLSA	9,5	21,0	4	0,1	2,06
FONCAIXA 33 B. GESTION ESPAÑA	9,3	21,6	125	5,9	3,64
UNIFOND RV I	8,9	17,6	11	0,3	1,97
CARTERA VARIABLE	8,8	19,9	12	0,4	2,23
CAIXA CATALUNYA INDEX	8,5	21,0	45	2,9	2,33
FONDMAPFRE ESTRATEGIA 35	7,6	11,0	16	0,2	2,48
SAFEI BOLSA ACTIVA	7,2	18,6	1	0,2	2,83
FONCAIXA 65 BOLSA INDICE ESPAÑA	6,5	23,3	90	3,9	1,51
ASTURFONDO RENTA VARIABLE ESP	6,5	18,9	21	1,4	2,29
BBVA BOLSA IBEX QUANT			23	1,0	4,69
BANIF ALPHA RV ESPAÑA	24,9	130	10,2	3,84	
FONCAIXA 128 BOLSA ESPAÑA PLUS			15	0,8	3,45
FONCAIXA 117 CARTERA BOL.ESPAÑA	22,5	141	1,6	3,12	
UBS ESPAÑA GESTION ACTIVA			111	0,8	2,90
CORPORATE GOVERNANCE SPAIN FUND			0	0,01	2,69
FONCAIXA BOLSA ESPAÑA 150			12	0,8	2,47
BETA ESPAÑA VALOR	22,1	22	0,6	2,38	
CATALANA OCC. BOLSA ESPAÑOLA	26,4	24	1,3	2,38	
IBERSECURITIES BS BOLSA ACTIVA	24,0	41	1,1	2,36	
MANRESA BORSA			4	0,2	2,26
SABADELL BS ESPAÑA DIVIDENDO	32,5	404	16,1	2,25	
FONCAIXA PERSONAL BOLSA INDICE E.			0	0,024	2,17
VENTURE BOLSA ESPAÑOLA	20,2	12	0,3	2,15	
SANTANDER AGGRESSIVE SPAIN			60	1,1	2,13
CAJA INGENIEROS IBEX PLUS			3	0,2	2,12
SANTANDER SMALL CAPS ESPAÑA			118	3,6	2,12
INTERDIN BOLSA ESPAÑOLA			5	0,1	2,05
BBVA BOLSA DIVIDENDO			103	4,7	2,01
CAJASUR HISPANIA	22,6	12	0,2	1,96	
CAJAMAR BOLSA			8	0,5	1,78
FONDUERO R.V. ESPAÑOLA			10	0,3	1,77
AVIVA ESPABOLSA 2			5	0,1	1,66
URQUIJO VALUE EQUITY			8	0,2	1,66
MADRID BOLSA OPORTUNIDAD ELEC.	23,6	12	0,8	1,50	
AC IBEX-35 INDICE	23,3	83	2,2	1,12	
OPENBANK IBEX 35	24,2	44	3,3	1,11	
ING DIRECT F. NARANJA IBEX 35	24,5	352	32,0	1,10	
MADRID INDICE IBEX-35			10	0,2	1,02
RENDA 4 IBEX 35	23,5	4	0,3	0,79	
SERFIEX IBEX 35 INDICE			16	0,1	0,61
UNO-E IBEX 35	25,2	28	0,8	0,49	
SANTANDER ETF IBEX 35			60	0,2	0,40
ACCION IBEX 35 ETF			219	3,3	0,38
FONCAIXA BOLSA INDICE ESPAÑA			1	0,002	0,32
FONCAIXA BOLSA GESTION ESPAÑA	26,3	124	0,001	0,01	
Max.	27,7	33,4			4,69
Min.	6,5	11,0			0,01
Promedio					1,97

Fuente: CNMV.

Según la CNMV, todos los fondos menos dos cobraban comisiones de gestión en 2006<sup>7</sup>; doce fondos cobraban comisiones sobre resultados, uno cobraba comisión de suscripción; 38, de reembolso. También había nueve fondos que no cobraban comisiones de depósito. La comisión media de gestión en 2006 fue del 1,65%, y la comisión media de depósito fue del 0,12%.

La Figura 6 muestra la relación entre la rentabilidad media obtenida por cada fondo en los últimos cinco años y las comisiones y otros conceptos cobrados a los partícipes. Es curioso que los mejores fondos no fueron los que más cobraron a los partícipes. También es curioso que los partícipes pagaron porcentajes importantes a fondos con una rentabilidad pequeña.

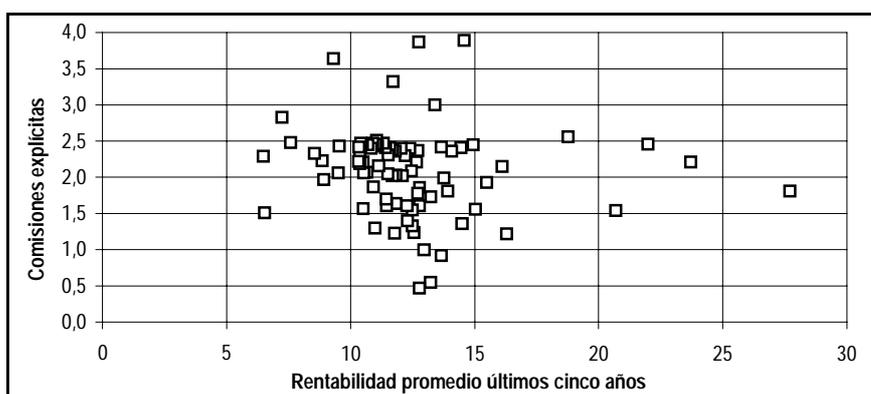
La Figura 7 muestra el mismo análisis, pero comparando las comisiones con la rentabilidad media de los últimos tres años.

## Figura 6

Fondos de inversión de renta variable nacional con cinco años de historia.

Relación entre la rentabilidad del fondo y las comisiones cobradas a los partícipes en 2006.

Rentabilidad media del ITBM en ese período: 18,1%



<sup>7</sup> Uno es el fondo FONCAIXA BOLSA GESTION ESPAÑA, que figura en la Tabla 5 con el menor *TER* (0,01%). En su folleto también se puede leer que no aplica comisión de depósito. Según la CNMV, el 31 de diciembre de 2006 tenía un patrimonio de 123,7 millones de euros y un solo partícipe.

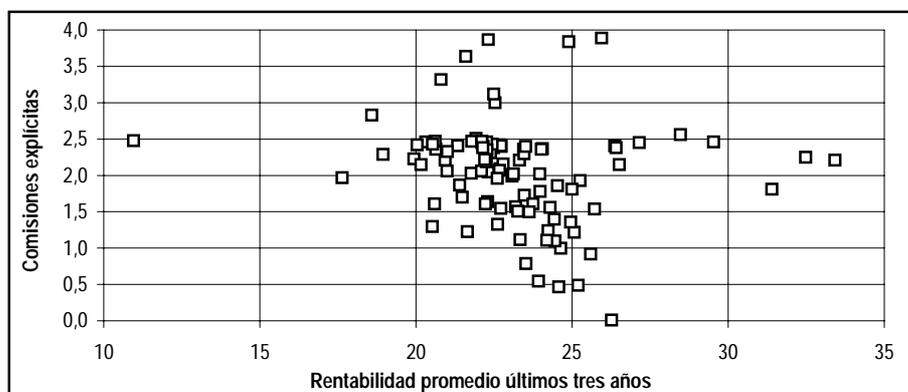
El otro es FONCAIXA BOLSA INDICE ESPAÑA, que figura en la Tabla 5 con el segundo menor *TER* (0,02%). En su folleto también se puede leer que no aplica comisión de depósito. Según la CNMV, este fondo se constituyó en junio de 2006 y el 31 de diciembre de 2006 tenía un patrimonio de 691.000 euros y dos partícipes.

## Figura 7

Fondos de inversión de renta variable nacional con tres años de historia.

Relación entre la rentabilidad del fondo y las comisiones cobradas a los partícipes en 2006.

Rentabilidad media del ITBM en ese período: 29,6%



La dispersión de las rentabilidades se debe fundamentalmente a las decisiones de inversión de los gestores (tipo de empresas, porcentaje invertido en renta variable...), a la cuantía de las comisiones y a la rotación de la cartera, que provoca gastos para el partícipe.

Recientemente han aparecido unos fondos de inversión, denominados ETF (*Exchange Traded Funds*), que ofrecen al partícipe unas comisiones de gestión muy bajas<sup>8</sup>. Esto es cierto, pero recomendamos al lector que se informe bien acerca de las comisiones por compra y por venta que deberá pagar y acerca de la horquilla de los precios<sup>9</sup>.

## 5. Impacto de la rentabilidad diferencial respecto al ITBM en la capitalización y en la apreciación de los fondos de inversión

Si los fondos de inversión hubieran proporcionado a sus partícipes una rentabilidad similar al ITBM, ¿cuál sería su patrimonio? En este apartado se responde a esta pregunta.

Las dos primeras columnas de la Tabla 7 muestran el patrimonio de los fondos en 1991 y 2006. El patrimonio aumenta debido a la apreciación del fondo y debido a las inversiones de los partícipes a lo largo de los años. La columna [3] muestra la inversión neta (In. net.) de los

---

<sup>8</sup> Suelen tener como objetivo "reproducir la evolución del índice bursátil español IBEX 35 o la de otro índice".

<sup>9</sup> Algunos cargan un 0,3% por gestión y 0,1% por depósito. El folleto aclara además que «el fondo soportará los siguientes gastos: tasas CNMV, gastos de auditoría, gastos de liquidación, gastos de intermediación y gastos financieros por préstamos y descubiertos, gastos de admisión y mantenimiento en bolsa». Los ETF, al ser fondos de inversión cotizados, no se benefician del régimen de diferimiento fiscal aplicable al procedimiento de traspasos de participaciones de IIC.

partícipes<sup>10</sup>, y la columna [4] muestra la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2006 (AP hist.). Lógicamente, se cumple la siguiente igualdad:

$$P2006 = P1991 + \text{In. net.} + \text{AP hist.}$$

La columna [5] muestra la apreciación que habrían tenido los fondos si su rentabilidad hubiera sido la del ITBM en lugar de la realmente obtenida. La columna [6] muestra cuál hubiera sido el patrimonio en 2006 si la apreciación hubiera sido la columna [5], en lugar de la histórica (columna [4]) y la inversión neta de los partícipes hubiera sido igual que la histórica (columna [3]).

## Tabla 7

Patrimonio y apreciación si la rentabilidad hubiera sido igual a la del ITBM, 1991-2006.

Patrimonio 2006 = Patrimonio 1991 + Inversiones netas 1992-2006 + Apreciación.

$P2006 = P1991 + \text{In. net.} + \text{AP}$

(En millones de euros)	Patrimonio		Historia del período 1992-2006		Si rentabilidad = ITBM	
	P2006	P1991	In. net.	AP hist.	AP <sub>ITBM</sub>	P 2006 <sub>ITBM</sub>
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
<b>Renta variable nacional</b>	10.723	123	4.119	6.480	13.753	17.996

El patrimonio de todos los fondos de renta variable nacional pasó de 123 millones de dólares en 1991 a 10.723 en 2006. Este aumento se debió a la inversión neta de los partícipes (4.119 millones de dólares) y a la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2006 (6.480 millones). Si la rentabilidad de los fondos no hubiera sido la realmente obtenida para los partícipes, sino la del ITBM, la apreciación de los fondos en el período 1992-2006 habría sido 13.753 millones de euros, esto es, 7.273 millones más de los que obtuvieron.

Por consiguiente, podemos decir que los partícipes en los fondos de inversión de renta variable nacional obtuvieron una apreciación de 6.480 millones de euros en vez de los 13.753 millones que habrían obtenido si los gestores les hubiesen proporcionado la rentabilidad del ITBM. Los restantes 7.273 millones de euros corresponden a las comisiones explícitas, a las comisiones ocultas<sup>11</sup> y a las decisiones de inversión.

Utilizando la escasa información histórica que proporciona la CNMV sobre comisiones cobradas por los fondos de inversión en años anteriores a 2006, podemos estimar aproximadamente en 1.400 millones de euros el total de comisiones y gastos repercutidos (las comisiones explícitas)

<sup>10</sup> Los datos presentados en la Tabla son los agregados de un cálculo realizado con datos anuales. Como de los datos proporcionados por Inverco podemos calcular la rentabilidad promedio de cada tipo de fondo en cada año ( $R_t$ ) e Inverco proporciona el patrimonio de cada año ( $P_t$ ), calculamos la inversión neta (In. net.) de los partícipes con la siguiente ecuación:  $\text{In. net.}_t = P_t - P_{t-1} (1+R_t)$ . Inversión neta representa la diferencia entre las aportaciones y los reintegros de los partícipes suponiendo que todas ellas se realizaran el último día del año.

<sup>11</sup> Llamamos comisiones explícitas a las que el partícipe paga y aparecen reflejadas en el contrato del fondo como comisiones de gestión... Comisiones ocultas son las que el partícipe paga y no aparecen reflejadas en el contrato del fondo, como por ejemplo las comisiones de compraventa que se originan cuando el gestor vende unos valores y compra otros. No es posible cuantificar el importe de estas últimas porque la mayoría de los fondos no las proporcionan.

en 1992-2006. Los restantes 5.873 millones de euros (7.273 – 1.400) se deben a las comisiones ocultas y a las decisiones de inversión de los gestores.

## 6. Estudios anteriores sobre la rentabilidad de los fondos de inversión

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

De Lucas (1998) comparó la rentabilidad de 36 fondos de renta variable en el período 1992 a 1996 con la del Ibex 35 (sin tener en cuenta los dividendos). La comparación no es correcta al no incluir los dividendos en el índice, pero De Lucas (1998) concluyó que once fondos mejoraron la rentabilidad del índice. En el período 1992-1996, en que las rentabilidades mensuales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron del 1,42% y del 1,39%, el fondo con mayor rentabilidad (Fonventure) obtuvo una rentabilidad mensual media del 1,80%. Otros cuatro 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 período de 1995 a 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 o con la del IBEX 35 (ajustado por dividendos): en el período 1995-2000, en que las rentabilidades trimestrales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron del 6,9% y del 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 Estados Unidos y Reino Unido, 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”<sup>12</sup>, 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 período 1991-2004 las decisiones de cambio de fondo de los inversores redujeron, en promedio, su rentabilidad anual en un 1,56%.

## 7. Sobre el *benchmark* utilizado en este trabajo

Algunas de las conclusiones de este análisis dependen ligeramente del *benchmark* que se utilice. ¿Es sensato utilizar el ITBM como *benchmark* en este trabajo?

En la Tabla 8 se compara el ITBM con otros posibles *benchmarks*. El ITBM nos parece un *benchmark* conservador. Tras leer frases y afirmaciones que aparecen en la publicidad de muchos fondos de inversión<sup>13</sup> (como, por ejemplo, selección óptima, mejores especialistas, mejores gestores, visión sobre los mercados, ventajoso para el partícipe, eficiencia, galardonados, buena rentabilidad, ha demostrado ser eficaz, generar valor para los partícipes, aportación de valor añadido, obtener unas rentabilidades a las que no tendría acceso como inversor individual, capacidad de gestión global, profundo conocimiento del mercado, identificar oportunidades, excelente gestión para su inversión), cabría esperar que los gestores de renta variable española no se limitaran a la automática y aburrida labor de seguir un índice bursátil.

Como muestra la Tabla 8, estrategias no muy imaginativas como comprar a principio de año las empresas con mayor rentabilidad por dividendo (Top DIV) o las empresas con menor ratio valor de mercado/valor contable (Top Book/P) proporcionaron rentabilidades sensiblemente superiores al ITBM. El hecho de que el IBEX 35 haya proporcionado una rentabilidad inferior al ITBM se debe a que, como es habitual, las empresas pequeñas fueron en promedio más rentables que las grandes. Por consiguiente, una cartera con acciones de empresas medianas o una inversión en el IBEX 35, pero con mayor ponderación de las pequeñas, obtuvo mayor rentabilidad que el ITBM.

---

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> El Anexo 5 de Fernández, Carabias y de Miguel (2007) contiene frases de la publicidad de algunos fondos de inversión.

## Tabla 8

Benchmark utilizado (ITBM) y otros *benchmarks* potenciales para renta variable nacional

	3 años	5 años	10 años	15 años
<b>ITBM</b>	<b>29,6%</b>	<b>18,1%</b>	<b>17,0%</b>	<b>16,9%</b>
IBEX 35 dividendos	26,2%	14,3%	13,4%	15,4%
Top 15 DIV ponderado	34,3%	31,9%	25,7%	25,2%
Top 20 DIV ponderado	34,0%	31,5%	23,9%	23,3%
Top 25 DIV ponderado	30,1%	29,5%	22,5%	23,0%
Top 25 DIV igual pond.	32,2%	28,1%	26,1%	22,3%
Top 30 DIV ponderado	30,4%	25,4%	24,5%	23,6%
Top 20 Book/P ponderado	54,1%	36,1%	39,6%	33,3%
Top 20 Book/P igual pond.	46,7%	33,5%	28,4%	27,5%
Top 25 Book/P ponderado	42,3%	32,2%	35,8%	30,2%
Top 25 Book/P igual pond.	44,3%	31,8%	27,8%	25,9%
Top 30 Book/P ponderado	37,3%	27,4%	32,3%	28,9%

Los fondos de inversión 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.

## 8. 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.
3. ¡Tendría que pagar más impuestos!

Por la asimetría fiscal a favor de los fondos, 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.

## 9. 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 sin conocimientos especiales. Y por ello está dispuesto a pagar una comisión anual superior al 2%. Sin embargo, los datos indican que no todos los gestores se merecen las comisiones que cobran por su gestión.

La rentabilidad media de los fondos de inversión en renta variable nacional durante los tres, cinco, diez y quince últimos años fue inferior a la del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid) en más de un 6%.

De los 43 fondos con diez años de historia, sólo uno consiguió una rentabilidad superior a la del ITBM (Bestinver Bolsa, que hizo honor a su nombre). Veinticuatro de estos fondos tuvieron una rentabilidad inferior al ITBM en cada uno de los diez años. Sólo dos de los 99 fondos con tres años de historia consiguieron una rentabilidad superior al ITBM (Bestinver Bolsa y Metavalor).

Si la rentabilidad de cada fondo de inversión en los últimos quince años no hubiera sido la realmente obtenida, sino la del ITBM, la apreciación de los fondos en el período 1991-2006 habría sido 13.753 millones de euros en lugar de los 6.480 millones que obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a unos 1.400 millones de euros. El resto se debe a comisiones ocultas y a decisiones de inversión mejorables.

A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2006, 348.000 partícipes tenían un patrimonio de 10.722 millones de euros en los 120 fondos de inversión de renta variable nacional existentes. En 2006 se lanzaron al mercado cinco nuevos fondos.

El resultado de la mayoría de los fondos no justifica la discriminación fiscal a su favor. En todo caso, el Estado podría "animar" a invertir en algunos (pocos) fondos de inversión, pero no indiscriminadamente en cualquier fondo de inversión.

## Fondos de inversión de renta variable nacional

Evolución del patrimonio, del número de fondos y del número de partícipes, 1991-2006

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Patrimonio (millardos de euros)	0,12	0,1	0,4	0,7	0,6	1,4	3,8	6,4	7,7	6,5	5,5	4,0	5,6	7,9	9,6	10,7
Número de fondos	23	26	30	46	43	52	74	88	91	93	102	102	111	114	119	120
Partícipes (miles)	20	27	31	49	41	63	173	286	298	292	262	256	279	356	371	348
Patrimonio/Nº fondos (mill. de euros)	5	5	14	14	15	26	51	73	84	70	54	39	50	69	81	89
Patrimonio / partícipe (miles de euros)	6	5	13	13	16	22	22	22	26	22	21	15	20	22	26	31

Fuente: Inverco.

## 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.
- Ferruz, L., I. Marco, J.L. Sarto y L.A. Vicente (2004), "La industria de los fondos de inversión en España: situación actual y evaluación de su eficiencia", *Tribuna de Economía*, nº 816, págs. 163-178.
- Fernández, P., J.M. Carabias y L. de Miguel (2007), "Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991-2006". Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=982821>
- 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*. Se puede descargar en: <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. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=947448>
- Kraeusl, R. y R. M.R. Sandelowsky (2007), "The Predictive Performance of Morningstar's Mutual Fund Ratings". Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=963489>
- Nitzsche, D., K. Cuthbertson y N. O'Sullivan (2006), "Mutual Fund Performance". Se puede descargar en <http://ssrn.com/abstract=955807>
- Palacios, J. y L. Alvarez (2003), "Resultados de los fondos de inversión españoles: 1992-2001", documento de investigación nº 486, IESE Business School, Universidad de Navarra. <http://www.cnmv.es/buscadordefondos/html/buscador.html>

# Anexo 1

Fondos de inversión. Renta variable nacional (millones de euros)

Nombre del fondo	Patrim.	Rent. RKG		Rent. RKG		Rent. RKG		Rent. RKG		Rent. RKG		Datos a 31-12-2006
	Dic. 2006	1 año		3 años		5 años		10 años		15 años		
1 BESTINVER BOLSA	923,0	37,3	12	31,4	2	27,7	1	19,0	1			BESTINVER
ITBM		40,5	<7	29,6	<2	18,1	<5	17,0	<1	16,9	<0	
IBEX 35 (con div.)		36,0	<13	26,2	<9	14,3	<14	13,4	<5	15,4	<0	
2 METAVALOR	185,1	41,4	4	33,4	1	23,6	2	14,6	2	13,1	4	MERIDIONAL
3 EDM-INVERSION	94,4	37,9	11	28,5	4	18,7	5	14,5	3	13,3	2	EDM HOLDING
4 FONBILBAO ACCIONES	179,8	33,3	40	24,3	24	15,0	9	13,6	4	14,5	1	SEGUROS BILBAO
5 SANTANDER AC. ESPAÑ. PLUS	160,3	32,8	46	25,0	17	14,5	13	13,6	5			SANTANDER
6 BNP PARIBAS BOL. ESPAÑ. (*)	74,9	30,1	88	20,8	82	11,7	45	13,0	6			BNP PARIBAS ESPAÑA
7 BANIF RV ESPAÑOLA	74,0	33,3	41	25,6	12	13,7	18	12,6	7			SANTANDER
8 BANIF ACCS. ESPAÑOLAS	499,1	30,8	81	23,3	40	12,7	30	12,3	8			SANTANDER
9 RENTA 4 BOLSA	55,2	26,3	106	20,6	83	11,8	43	12,3	9			RENTA 4
10 SANTANDER INDI. ESPAÑA	102,7	34,4	26	24,6	19	13,0	23	11,7	10			SANTANDER
11 BBVA BOLSA INDICE	275,0	33,7	36	24,2	25	12,6	31	11,7	11			B.B.V.A.
12 GESCONSULT RTA.VARIAB.	9,9	41,3	6	27,2	6	14,9	10	11,7	12			GESCONSULT
13 DWS ACCIONES	76,7	27,4	104	21,3	77	11,4	53	11,4	13			DEUTSCHE BANK
14 LLOYDS BOLSA	68,2	32,0	60	22,7	48	12,5	34	11,0	14			LLOYDS BANK
15 BETA ACCIONES	24,3	34,0	33	23,5	35	12,0	39	10,9	15			FORTIS
16 BARCLAYS BOLSA ESPAÑA	122,3	32,1	59	21,9	71	11,0	56	10,8	16	11,1	8	BARCLAYS
17 MS BOLSA	122,3	33,9	34	24,0	27	12,7	29	10,6	17	12,6	5	MORGAN STANLEY
18 AC ACCIONES	246,3	32,2	55	22,7	49	10,7	63	10,6	18			AHORRO CORPORACION
19 IBERCAJA BOLSA	174,7	31,3	72	22,2	64	11,4	51	10,5	19			IBERCAJA
20 PBP BOLSA ESPAÑA	27,5	32,4	51	22,2	66	10,8	61	10,3	20	10,3	11	BANCO POPULAR
21 SAN FERNANDO BOLSA I	12,2	31,7	67	22,3	63	10,4	69	10,2	21			AHORRO CORPORACION
22 BANESTO R. .	171,9	30,3	87	22,3	62	11,0	57	10,2	22			SANTANDER
23 BBVA BOLSA	386,2	31,7	69	22,1	69	10,7	62	10,2	23	10,9	9	B.B.V.A.
24 BOLSA 35 INDICE	11,2	31,7	66	22,7	46	11,5	50	10,0	24			CAJA TARRAGONA
25 EUROVALOR BOLSA	330,3	35,1	17	23,5	37	12,2	38	9,9	25			BANCO POPULAR
26 CITIFONDO R.V.	48,7	29,5	93	22,1	68	10,4	68	9,7	26	13,2	3	SANTANDER
27 E.S. BOLSA ESPAÑ. SELE.	72,5	33,2	42	25,1	15	16,3	6	9,6	27	9,8	14	B. ESPIRITO SANTO
28 URQUIJO INDICE	45,6	31,2	74	22,4	57	11,5	48	9,6	28	11,3	7	BANCO SABADELL
29 FONCAIXA 33 B. Gº ESP.	124,6	29,8	91	21,6	75	9,3	74	9,5	29	10,7	10	LA CAIXA
30 GESCONSULT CRECIMIENTO	26,0	35,0	18	26,5	7	16,1	7	9,4	30	8,5	15	GESCONSULT
31 SANTANDER AC. ESPAÑOLAS	265,4	30,1	89	22,4	56	11,1	55	9,2	31	11,7	6	SANTANDER
32 SEGURFONDO R.V.	99,3	31,5	71	22,7	47	12,5	32	9,2	32			INVERSEGUROS
33 MADRID BOLSA	88,1	31,5	70	22,1	70	10,5	64	9,0	33			CAJA MADRID
34 C.L. BOLSA	36,7	27,9	101	20,0	89	10,3	71	8,8	34			CAJA LABORAL POPULAR
35 ALMAGRO VALORES	39,5	32,1	57	22,5	55	11,7	46	8,7	35	10,0	12	BANCO SABADELL
36 SAFEI BOLSA ACTIVA	1,4	28,6	96	18,6	92	7,2	79	8,6	36			EUROSAFEI
37 BBK BOLSA	102,7	28,3	97	20,9	81	10,5	66	8,6	37			BILBAO BIZKAIA KUTXA
38 KUTXAVALOR	84,3	27,9	102	20,2	87	10,5	67	8,4	38	8,3	16	CAJA GUIPUZCOA
39 FONDMAPFRE ESTRATEG. 35	15,5	21,8	110	11,0	97	7,6	78	7,8	39			MAPFRE
40 BOLSALIDER	38,1	38,4	10	26,4	9	14,5	14	7,4	40			GAESCO
41 SAFEI FONBOLSA	48,6	16,4	113	16,1	95	7,1	80	6,9	41	9,8	13	CAJA MADRID
42 INDOSUEZ BOLSA	15,9	18,0	112	15,1	96	6,3	83	5,1	42	8,1	17	CREDIT AGRICOLE
43 FONDGALLEGO 21 BOLSA	3,8	31,8	65	22,2	65	10,3	72	4,8	43			AHORRO CORPORACION
44 SANTANDER AGGRE. SPAIN	59,6	48,4	1									SANTANDER
45 FONCAIXA B. ESPAÑA 150	12,1	44,9	2									LA CAIXA
46 URQUIJO VALUE EQUITY	8,3	43,5	3									BANCO SABADELL
47 BBVA BOLSA IBEX QUANT	22,5	41,4	5									B.B.V.A.
48 VENTURE BOL. ESPAÑOLA	11,9	41,2	7	19,3	90							VENTURE FINANZAS
49 UBS ESPAÑA Gº ACTIVA	95,0	39,3	8									U.B.S.
50 AVIVA ESPABOLSA 2	5,0	38,7	9									AVIVA
51 AVIVA ESPABOLSA	55,3	36,8	13	23,9	31	13,2	22					AVIVA
52 EUROVALOR B. ESPAÑOLA	260,6	35,7	14	25,7	11	20,7	4					BANCO POPULAR
53 CATALANA OCC. B. ESPAÑO.	23,7	35,7	15	26,4	8							GESIURIS
54 MANRESA BORSA (*)	4,1	35,7	16									CAJA MANRESA
55 UNO-E IBEX 35	27,6	35,0	19	25,2	14							B.B.V.A.
56 SERFIEX IBEX 35 INDICE	15,5	34,9	20									INVERSEGUROS
57 F. VALENCIA R. V.	15,9	34,8	21	23,1	44	13,8	17					BANCAJA
58 BANCAJA R. V.	49,3	34,8	22	23,5	36	13,2	21					BANCAJA
59 BARCLAYS S. CAPS ESPAÑA.	239,4	34,7	23	29,5	3	22,0	3					BARCLAYS
60 BK FUTURO IBEX	113,6	34,7	24	24,6	20	12,8	25					BANKINTER
61 RIO TRUEBA R.V.	2,8	34,6	25	25,3	13	15,5	8					EUROSAFEI
62 MADRID BOLS. OPTNDAD.	70,4	34,3	27	24,0	29	12,7	28					CAJA MADRID
63 ING DIRECT FN IBEX-35	328,4	34,2	28	24,5	22							MORGAN STANLEY
64 MADRID INDICE IBEX-35	10,0	34,2	29									CAJA MADRID
65 BBVA BOLSA PLUS	51,4	34,2	30	24,4	23	12,3	36					B.B.V.A.
66 OPENBANK IBEX 35	43,8	34,0	31	24,2	26							SANTANDER
67 FONCAIXA 65 B. I. ESPAÑA	83,9	34,0	32	23,3	41	6,5	81					LA CAIXA
68 SANTANDER S.C. ESPAÑA	112,5	33,7	35									SANTANDER
69 SANTANDER TOP 25 ESPAÑA	30,6	33,6	37	24,0	30	12,0	40					SANTANDER
70 FONDESPAÑA BOLSA	62,6	33,5	38	23,8	32	12,3	37					CAJA ESPAÑA
71 SAB. BS ESPAÑA BOLSA	221,0	33,5	39	24,5	21	12,8	24					BANCO SABADELL
72 AC IBEX-35 INDICE	83,2	33,0	43	23,3	39							AHORRO CORPORACION
73 RENTA 4 IBEX 35	4,5	32,9	44	23,5	34							RENTA 4
74 CAN ACCIONES	104,5	32,8	45	23,1	43	11,7	47					CAJA NAVARRA
75 BANKOA BOLSA	23,1	32,8	47	22,7	50	13,7	19					CREDIT AGRICOLE

Fuente: Inverco.

## Anexo 1 (continuación)

Fondos de inversión. Renta variable nacional (millones de euros)

Nombre del fondo	Patrim.	Rent.	RKG	Rent.	RKG	Rent.	RKG	Rent.	RKG	Rent.	RKG	Datos a 31-12-2006
	Dic. 2006	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años	Grupo financiero					
76 SANTANDER RV ESPAÑA .100	181,9	32,8	48	25,0	16	13,9	16					SANTANDER
77 BETA ESPAÑA VALOR	22,0	32,7	49	22,1	67							FORTIS
78 LIBERTY SPAN.STOCK MKT	10,5	32,5	50	22,7	45	12,4	35					MORGAN STANLEY
79 VITAL IBEX INDICE	17,2	32,4	52	20,6	85	12,8	26					CAJA VITAL
80 BANIF ALPHA RV ESPAÑA	129,9	32,3	53	24,9	18							SANTANDER
81 MADRID BOLSA OPOR.ELEC	11,7	32,3	54	23,6	33							CAJA MADRID
82 CAJAMAR BOLSA	7,5	32,2	56									C.RURAL INTERMEDIT.
83 CAJASUR HISPANOI	12,1	32,1	58	22,6	52							AHORRO CORPORACION
84 IBERS. BS BOLSA ACTI.	40,8	31,9	61	24,0	28							BANCO SABADELL
85 FONCAIXA 117 C. B. ESPAÑA	140,9	31,9	62	22,5	54							LA CAIXA
86 CAJABURGOS BOLSA	26,3	31,8	63	22,3	61	10,4	70					AHORRO CORPORACION
87 URQUIJO BOLSA	97,9	31,8	64	22,5	53	13,4	20					BANCO SABADELL
88 ALTAE BOLSA	34,8	31,7	68	22,3	58	11,5	49					CAJA MADRID
89 E.S. SMALL&MID CAPS	9,4	31,2	73	27,2	5							B. ESPIRITO SANTO
90 FONPENEDES BORSA	40,1	31,2	75	21,8	73	11,8	42					CAJA PENEDES
91 ASTURFONDO RV ESPAÑA	19,3	31,2	76	18,9	91	6,5	82					CAJA ASTURIAS
92 CC INDICE	45,1	31,0	77	21,0	80	8,5	77					CAJA CATALUÑA
93 FONPASTOR R.V.	26,6	31,0	78	22,3	60	11,8	41					BANCO PASTOR
94 CARTERA VARIABLE (*)	13,1	30,8	79	20,1	88	8,9	75					CAJA CAMINOS
95 CAIXASABADELL 7 R.V.	20,8	30,8	80	21,5	76	11,4	52					AHORRO CORPORACION
96 E.S. ESPAÑA BOLSA	55,1	30,7	82	21,8	72	10,9	60					B. ESPIRITO SANTO
97 CORPORATE GOV.SPAIN FU.	0,5	30,6	83									GAESCO
98 SAFEI BOLSA OPORTUNID.	35,7	30,5	84	26,0	10	14,6	12					CAJA MADRID
99 MEDIVALOR R.V.	5,6	30,4	85	22,3	59	12,7	27					FIBANC
100 CAM BOLSA INDICE	28,7	30,4	86	21,2	78	10,9	59					CAJA MEDITERRANEO
101 BK BOLSA ESPAÑA 2	26,6	29,9	90	21,6	74	11,8	44					BANKINTER
102 BBVA BOLSA DIVIDENDO	102,9	29,6	92									B.B.V.A.
103 RURAL INDICE	59,6	29,3	94	20,6	84	11,3	54					BANCO COOPERATIVO
104 DWS BOLSA INSTITUC.	16,7	28,7	95	22,6	51	12,5	33					DEUTSCHE BANK
105 BK BOLSA ESPAÑA	123,6	28,2	98	20,5	86	11,0	58					BANKINTER
106 FONCAIXA 128 B.G.ES.PL	15,1	28,0	99									LA CAIXA
107 ALLIANZ BOLSA	13,4	28,0	100	23,2	42	10,5	65					ALLIANZ
108 MARCH VALORES	49,7	27,5	103	23,4	38	13,9	15					GRUPO MARCH
109 INTERDIN BOLSA ESPAÑOLA	4,6	26,6	105									INTERDIN
110 C. I. IBEX PLUS	3,4	26,1	107									CAJA INGENIEROS
111 CREDIT SUISSE BOLSA	4,1	25,5	108	21,0	79	9,5	73					CREDIT SUISSE
112 UNIFOND R.V. 1	10,9	23,0	109	17,6	94	8,9	76					UNICAJA
113 BK DIVIDENDO	594,6	20,1	111	17,9	93	14,7	11					BANKINTER
114 PREMIUM GLOBAL 3	6,7	11,9	114	5,8	98							CAJA GUIPUZCOA
115 CC BOLSA 11	75,7	10,9	115	5,7	99							CAJA CATALUÑA
Suma fondos	9.957,6											
Media anual ponderada		32,1		23,5		12,2		10,6		11,8		
Media anual		31,9	115	22,5	99	12,3	83	10,4	43	11,0	17	

### FONDOS INCORPORADOS DURANTE EL AÑO

116 SAB. BS ESPAÑA DIVIDE .	403,8											BANCO SABADELL
117 ACCION IBEX 35 ETF	218,8											B.B.V.A.
118 FONCAIXA PERS. B. IN. ESP.	0,3											LA CAIXA
119 SANTANDER ETF IBEX 35	56,6											SANTANDER
120 ACCION DJ EUROST. 50ETF	85,3											B.B.V.A.
TOTAL (II) INCORPORADOS	765											
TOTAL (I+II)	10.722,5											

### Comisiones de los fondos de inversión

**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: 2,25% si se calcula sobre el patrimonio, 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.

Fuente: CNMV.