



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 696

Mayo, 2007

## RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN 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 EN ESPAÑA, 1991-2006

Pablo Fernández\*

José María Carabias\*\*

Lucía de Miguel\*\*

## Resumen

En los últimos cinco a diez años, la rentabilidad promedio de los fondos de inversión fue inferior a la inflación. A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2006, 8.819.809 partícipes tenían un patrimonio de 254.306 millones de euros en los 2.779 fondos de inversión existentes. En 2006 se lanzaron al mercado 246 nuevos fondos.

Sólo 23 de los 649 fondos con diez años de historia han obtenido una rentabilidad superior al *benchmark* utilizado. Por ejemplo, de los 43 fondos de renta variable nacional con diez años de historia, sólo uno consiguió una rentabilidad superior a la del Índice Total de la Bolsa de Madrid.

Si la rentabilidad de cada fondo de inversión en los últimos cinco años no hubiera sido la realmente obtenida, sino el *benchmark* de su categoría, la apreciación de los fondos en el período 2002-2006 habría sido de 67.768 millones de euros en lugar de los 28.013 millones que obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a 12.805 millones de euros.

Versiones actualizadas de este documento pueden descargarse en: <http://ssrn.com/abstract=982821>

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

\*\* Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

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

## RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA, 1991-2006

En este documento se analiza la rentabilidad de los fondos de inversión españoles para sus partícipes en el período 1991-2006.

La Tabla 1 muestra las principales características de los fondos de inversión en España. El 31 de diciembre de 2006, 8.819.809 partícipes tenían un patrimonio de 254.306 millones de euros en los 2.779 fondos de inversión existentes.

Sorprende la gran cantidad de fondos existentes y su proliferación. En 2006 se lanzaron al mercado 246 nuevos fondos.

### Tabla 1

Principales magnitudes de los fondos de inversión en España, 1991-2006, en euros

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Patrimonio (millardos)	23,2	37,8	61,6	67,6	73,3	112	162	204	206	183	180	171	198	220	246	254
Número de fondos	374	480	579	663	752	959	1458	1867	2154	2426	2540	2487	2623	2654	2616	2779
Partícipes (millones)	1,15	1,68	2,55	2,79	2,94	4,29	6,24	7,98	8,01	7,66	7,45	7,13	7,63	8,04	8,56	8,82
Patrimonio/fondo (millones)	62	79	106	102	97	117	111	109	95	76	71	69	75	83	94	92
Patrimonio/partícipe (miles)	20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	29

La Tabla 2 compara la rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos tres, cinco, diez y quince años (4,3%; 2,4%; 2,7% y 4,7%) con la inflación, la inversión en bolsa y la inversión en bonos del Estado español. Sorprende que en los últimos cinco a diez años la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la inflación. También sorprende que para todos los plazos, la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la rentabilidad de una inversión en bonos del Estado a diez años.

---

NOTA: Los autores agradecen las críticas a textos anteriores realizadas por Manuel Andrade, León Bartolomé, Juan Palacios e Ignacio Pedrosa.

**Tabla 2**

Comparación de la rentabilidad de los fondos de inversión en España y otras magnitudes

	Rentabilidad anual media del período que termina en diciembre de 2006			
	3 años	5 años	10 años	15 años
Fondos de inversión ( <i>fuente: Inverco</i> )	4,3%	2,4%	2,7%	4,7%
Inflación	3,0%	3,2%	2,9%	3,3%
ITBM	29,6%	18,1%	17,0%	16,9%
IBEX 35 (con dividendos)	26,2%	14,3%	13,4%	15,4%
Inversión en bonos del Estado español				
1 día	2,3%	2,5%	3,4%	5,6%
1 año	2,3%	2,6%	3,7%	5,9%
3 años	2,4%	3,7%	4,8%	7,6%
10 años	5,1%	6,5%	7,3%	10,1%

## 1. Análisis de la rentabilidad por categorías de fondos

En el resto del trabajo, los fondos se agrupan según las categorías establecidas por Inverco (véase **Anexo 1**). La rentabilidad de los fondos de cada categoría se compara con una rentabilidad de referencia (*benchmark*) que se especifica en el **Anexo 1**. Por ejemplo, la rentabilidad de los fondos encuadrados en la categoría de renta variable nacional se compara con la rentabilidad del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid). La rentabilidad de los fondos encuadrados en la categoría de renta fija corto plazo se compara con la rentabilidad de los Repos a 1 día.

Las Tablas 3 y 4 muestran el resumen de la comparación. Por ejemplo, el patrimonio de los fondos de la categoría renta variable nacional aumentó desde 123 millones de euros al final de 1991 hasta los 10.723 millones de euros al final de 2006. La rentabilidad ponderada de estos fondos durante los tres últimos años (2004, 2005 y 2006) fue del 23,5%, y durante los quince últimos años (desde diciembre de 1991 a diciembre de 2006) fue del 11,8%. La rentabilidad media anual del ITBM durante los últimos tres años fue del 29,6% (un 6,1% superior a la media de los fondos), y durante los últimos diez años, del 17% (un 6,4% superior a la media de los fondos). En la Tabla 4 podemos comprobar que de los 120 fondos de renta variable nacional 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 *benchmark*. Sólo uno de los 43 fondos con diez años de historia consiguió una rentabilidad superior al *benchmark*. Sólo dos de los 99 fondos con tres años de historia consiguieron una rentabilidad superior al *benchmark*<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Un documento que analiza específicamente la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable nacional se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=985120>

**Tabla 3**

Rentabilidad histórica de los fondos para sus partícipes y diferencia con el *benchmark*

Rentabilidades anuales medias		Patrimonio (millardos)		Rentabilidad histórica partícipes hasta 2006				Rentabilidad diferencial Histórica - <i>Benchmark</i>			
		1991	2006	3 años	5 años	10 años	15 años	3 años	5 años	10 años	15 años
Renta fija	Corto plazo	15,53	95,8	1,6	1,8	2,5	4,5	-0,7	-0,7	-0,9	-1,1
	Largo plazo	4,85	7,0	1,8	2,6	3,1	5,0	-2,0	-2,5	-3,0	-3,9
	Mixta	1,30	9,3	4,5	2,9	3,4	5,4	-5,8	-6,0	-5,9	-5,9
Renta variable	Mixta	0,42	6,8	10,4	4,5	5,2	6,8	-11,5	-10,4	-9,0	-8,2
	Nacional	0,12	10,7	23,5	12,2	10,6	11,8	-6,1	-5,9	-6,4	-5,2
Internacional	Renta fija	0,256	1,6	1,7	1,0	3,3	5,3	-2,1	2,5	-3,4	-3,7
	R. fija mixta	0,470	5,3	3,6	1,6	3,0	4,8	-3,6	0,7	-5,2	-5,6
	R. variable mixta	0,053	3,6	6,9	1,4	3,4	5,9	-6,1	-2,9	-6,3	-6,1
	Variable euro	0,102	6,5	15,9	3,8	7,0	9,3	-11,2	-11,6	-9,1	-7,4
	Variable Europa	0,014	6,7	16,1	4,3	6,4	7,8	-1,0	-0,3	-3,3	-5,7
	Variable EE.UU.	0,005	1,3	5,2	-3,9	2,3	-2,2	-3,7	-2,1	-5,8	-14,8
	Variable Japón	0,001	1,0	11,7	3,0	-1,9	0,5	-0,7	-1,9	-4,3	-3,3
	Variable emergentes	0,007	1,6	29,7	15,5	9,6	8,6	0,6	-1,9	0,6	-3,9
	Variable resto	0,011	5,4	11,3	-0,7	2,8	5,3	-8,0	-9,0	-7,3	-7,6
	Globales	0,090	30,7	4,1	1,0	3,5	5,3	-15,2	-7,4	-6,6	-7,5
Garantizada	Renta fija		16,7	1,8	2,4	3,5		-0,6	-0,8	-0,7	
	Renta variable		44,1	4,2	3,3	5,4		-5,4	-3,4	-1,8	
TOTAL FONDOS		23,2	254,3	4,3	2,4	2,7	4,7	-3,9	-3,0	-3,0	-3,0

**Tabla 4**

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

		Número de fondos en diciembre de 2006	Número de fondos en el período hasta 2006				Número de fondos con rentabilidad histórica superior al <i>benchmark</i>			
			3 años	5 años	10 años	15 años	3 años	5 años	10 años	15 años
Renta fija	Corto plazo	373	332	279	190	88	13	11	3	2
	Largo plazo	147	132	122	81	34	5	2	0	0
	Mixta	142	136	125	66	29	2	0	0	0
Renta variable	Mixta	146	136	130	63	28	0	1	0	0
	Nacional	120	99	83	43	17	2	5	1	0
Internacional	Renta fija	72	55	48	24	9	10	35	0	0
	R. fija mixta	75	67	53	14	6	3	8	0	0
	R. variable mixta	80	73	66	19	6	3	8	0	0
	Variable euro	112	95	86	17	8	3	5	2	0
	Variable Europa	68	51	46	5	2	16	18	1	0
	Variable EE.UU.	41	34	28	2		0	8	0	
	Variable Japón	26	21	20	1	1	5	6	0	0
	Variable emergentes	51	35	33	3	2	14	10	2	0
	Variable resto	164	145	134	8	3	15	17	0	0
	Globales	351	202	151	47	12	10	21	4	0
Garantizada	Renta fija	272	131	110	34		24	13	9	
	Renta variable	539	345	280	32		16	18	1	
TOTAL FONDOS		2.779	2.089	1.794	649	245	141	186	23	2

La Tabla 5 muestra la dispersión de las rentabilidades de los distintos fondos comprendidos en cada categoría. Por ejemplo, si analizamos las rentabilidades de los 99 fondos de renta variable nacional con tres años de historia, el fondo con mayor rentabilidad media obtuvo un 33,4%,

mientras que el fondo con menor rentabilidad media obtuvo un 5,7%. La desviación estándar de las 99 rentabilidades promedio<sup>2</sup> fue del 3,8%. El *benchmark* utilizado (la rentabilidad del ITBM) fue del 29,6%.

La Figura 1 es una representación gráfica de la dispersión y muestra las rentabilidades máxima, mínima y promedio (ponderado) de cada categoría.

La dispersión de las rentabilidades dentro de cada categoría se debe a las decisiones de inversión de los gestores, a la cuantía de las comisiones y a la filosofía de inversión del fondo. Esto último hace referencia a que algunas categorías contienen fondos muy distintos. Por ejemplo, la categoría “internacional, variables emergentes” engloba fondos con nombres tan distintos como: Bric Nuevos Desafíos, Europa del este, China, Iberoamérica y Asia. La categoría “internacional, variable Europa” engloba fondos con nombres tan distintos como: *small & mid caps*, bolsa activa, dividendo, telecomunicaciones, Reino Unido, Suiza, sector inmobiliario, cuantitativo, beneficio, dividendo solidario, euroíndice, *special situations* y *research*.

**Tabla 5**

Rentabilidad media de los fondos de inversión en los últimos años

La tabla indica, para cada categoría, las rentabilidades máxima y mínima, la desviación estándar ( $\sigma$ ) de las rentabilidades y el *benchmark*

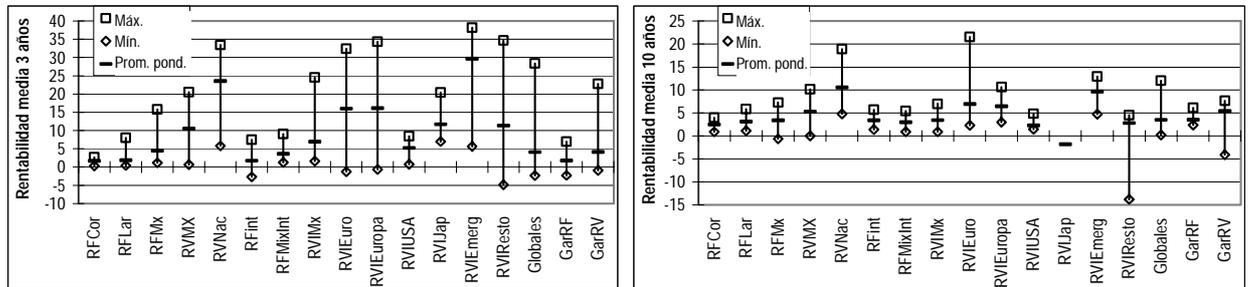
		3 años				5 años				10 años				15 años			
		Máx.	Mín.	$\sigma$	Benef.	Máx.	Mín.	$\sigma$	Benef.	Máx.	Mín.	$\sigma$	Benef.	Máx.	Mín.	$\sigma$	Benef.
Renta fija	Corto plazo	2,7	0,3	0,4	2,3	3,0	-5,0	0,6	2,5	4,0	0,9	0,4	3,4	6,1	3,3	0,4	5,6
	Largo plazo	8,0	0,4	1,1	3,8	10,8	0,1	1,2	5,1	5,8	1,1	0,9	6,1	6,7	4,1	0,6	8,9
	Mixta	15,8	1,1	1,9	10,3	8,2	-0,6	1,5	8,9	7,3	-0,7	1,3	9,3	7,5	3,9	0,8	11,3
Renta variable	Mixta	20,5	0,6	3,8	21,9	18,2	-2,2	3,3	14,9	10,2	0,0	2,4	14,3	11,8	2,9	2,2	14,9
	Nacional	33,4	5,7	3,8	29,6	27,7	6,3	3,4	18,1	19,0	4,8	2,5	17,0	14,5	8,1	1,9	16,9
Internacional	Renta fija	7,5	-2,8	2,3	3,8	7,2	-7,5	3,5	-1,4	5,7	1,4	1,1	6,7	5,6	3,4	0,9	9,0
	R. fija mixta	9,0	1,3	1,4	7,1	6,9	-5,9	2,0	0,9	5,4	0,9	1,2	8,2	6,5	2,9	1,3	10,4
	R. variable mixta	24,5	1,6	3,7	13,0	14,3	-3,4	3,3	4,3	7,0	0,9	1,9	9,7	8,5	3,3	1,7	12,0
	Variable euro	32,4	-1,3	5,2	27,1	25,9	-6,9	5,7	15,3	21,5	2,3	5,0	16,0	10,4	2,8	2,6	16,7
	Variable Europa	34,4	-0,7	5,9	17,1	26,8	-1,6	5,8	4,6	10,7	3,0	3,0	9,7	12,5	10,2	1,7	13,5
	Variable EE.UU.	8,4	0,7	2,2	8,8	4,2	-8,6	3,7	-1,8	4,8	1,4	2,4	8,1				12,6
	Variable Japón	20,4	7,0	3,5	12,4	13,0	-0,8	4,0	4,9				2,4				3,7
	Variable emergentes	38,2	5,6	7,5	29,0	25,8	7,9	4,5	17,4	12,9	4,7	4,2	9,1	10,3	9,7	0,4	12,5
	Variable resto	34,7	-4,9	6,5	19,3	25,0	-11,0	6,3	8,3	4,5	-13,8	5,9	10,1	8,3	3,9	2,5	12,9
	Globales	28,4	-2,4	5,7	19,3	22,6	-8,4	3,9	8,3	12,0	0,2	2,6	10,1	10,8	3,3	2,1	12,9
Garantizada	Renta fija	7,0	-2,3	1,1	2,4	4,7	-6,2	1,2	3,2	6,2	2,3	1,0	4,2				0,0
	Renta variable	22,8	-0,9	2,9	9,5	11,3	-8,3	2,1	6,7	7,7	-4,1	2,0	7,2				0,0
TOTAL FONDOS		38,2	-4,9		8,2	27,7	-11,0		5,4	21,5	-13,8		5,7	14,5	2,8		7,7

<sup>2</sup> La desviación estándar de las rentabilidades promedio mide la dispersión de las rentabilidades obtenidas. Si todos los fondos de una categoría obtuvieran la misma rentabilidad, la desviación estándar sería cero. Cuanto mayor es la desviación estándar, mayor es la dispersión de las rentabilidades. Puede observarse que las categorías con mayor dispersión (volatilidad) fueron “variable emergentes”, “variable resto”, “variable euro” y “variable Europa”. Las categorías con menor dispersión (volatilidad) fueron “renta fija corto plazo” y “renta fija largo plazo”.

**Figura 1**

Rentabilidad de los fondos de inversión en los últimos tres y diez años

La figura indica, para cada categoría, las rentabilidades máxima, mínima y promedio



## 2. Impacto de la rentabilidad diferencial respecto al *benchmark* 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 *benchmark*, ¿cuál sería su patrimonio? En este apartado se responde a esta pregunta.

Las dos primeras columnas de la Tabla 6 muestran el patrimonio de los fondos en 1991 y 2006. El patrimonio aumenta debido a la apreciación del fondo y también debido a las inversiones de los partícipes (aportaciones netas) a lo largo de los años. La columna [3] muestra la inversión neta (In. net.) de los partícipes<sup>3</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:

$$P_{2006} = P_{1991} + \text{In Net} + \text{AP hist.}$$

La columna [5] muestra la apreciación que habrían tenido los fondos si su rentabilidad hubiera sido el *benchmark* 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]). La columna [7] es la diferencia entre las columnas [4] y [5] (AP hist. - AP bench), y la columna [8] es el porcentaje de la columna [4] que representa la columna [7].

<sup>3</sup> Los datos presentados en la Tabla 6 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. El Anexo 3 muestra el cálculo de la inversión neta en cada año.

**Tabla 6**

Patrimonio y apreciación si la rentabilidad hubiera sido igual al *benchmark*, 1991-2006

La tabla indica, para cada categoría, las rentabilidades máxima, mínima y promedio, y la desviación estándar ( $\sigma$ ) de las rentabilidades  
 Patrimonio 2006 = Patrimonio 1991 + Inversiones netas 1992-2006 + Apreciación P2006 = P1991 + IN NET + AP

(En millones de euros)		Patrimonio		Historia del período 1992-2006		Si rentabilidad = <i>benchmark</i>		Diferencia: histórica frente a <i>benchmark</i> :	
		P2006	P1991	In. net.	AP hist.	AP <i>bench.</i>	P 2006 <i>bench.</i>	Millones de euros	
		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7] = [4] - [5]	[8] = [7]/[4]
Renta fija	Corto plazo	95.822	15.529	47.848	32.445	44.923	108.301	-12.478	-38%
	Largo plazo	7.006	4.853	-7.118	9.271	22.064	19.799	-12.794	-138%
	Mixta	9.268	1.296	4.169	3.803	12.269	17.734	-8.466	-223%
Renta variable	Mixta	6.843	422	3.229	3.191	15.924	19.575	-12.732	-399%
	Nacional	10.723	123	4.119	6.480	13.753	17.996	-7.273	-112%
Internacional	Renta fija	1.649	256	583	810	1.550	2.389	-740	-91%
	R. fija mixta	5.304	470	3.292	1.541	6.047	9.810	-4.506	-292%
	R. variable mixta	3.592	53	3.292	247	2.588	5.933	-2.341	-949%
	Variable euro	6.548	102	4.989	1.457	8.486	13.577	-7.029	-482%
	Variable Europa	6.674	14	5.507	1.153	1.914	7.435	-761	-66%
	Variable EE.UU.	1.308	5	1.629	-326	-67	1.567	-259	79%
	Variable Japón	1.034	1	1.509	-476	-366	1.144	-110	23%
	Variable emergentes	1.610	7	1.003	600	738	1.748	-138	-23%
	Variable resto	5.406	11	8.221	-2.826	3.062	11.294	-5.888	208%
	Globales	30.732	90	28.665	1.976	10.382	39.138	-8.406	-425%
Garantizada	Renta fija	16.686	0	12.052	4.635	6.037	18.089	-1.402	-30%
	Renta variable	44.102	0	34.098	10.004	17.072	51.170	-7.068	-71%
<b>TOTAL FONDOS</b>		<b>254.306</b>	<b>23.234</b>	<b>157.089</b>	<b>73.984</b>	<b>166.376</b>	<b>346.699</b>	<b>-92.392</b>	<b>-125%</b>

El patrimonio de todos los fondos pasó de 23.234 millones de euros en 1991 a 254.306 en 2006. Este aumento se debió a la inversión neta de los partícipes (157.089 millones de euros) y a la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2006 (73.984 millones). Si la rentabilidad de los fondos no hubiera sido la realmente obtenida para los partícipes, sino el *benchmark* de cada categoría, la apreciación de los fondos en el período 1992-2006 habría sido de 166.376 millones de euros, esto es, 92.392 millones más de los que obtuvieron. Estos 92.392 millones representan el 125% de la apreciación que realmente obtuvieron los fondos. Por consiguiente, podemos decir para el conjunto de los fondos de inversión en España, que de los 166.376 millones de euros que habrían obtenido siguiendo los *benchmarks* indicados, los partícipes obtuvieron 73.984 millones. Los restantes 92.392 millones corresponden a las comisiones explícitas, a las comisiones ocultas<sup>4</sup> y a las decisiones de inversión.

La Tabla 7 es idéntica a la Tabla 6, pero se refiere a los últimos cinco años. Si la rentabilidad de los fondos no hubiera sido la realmente obtenida para los partícipes, sino el *benchmark* de cada categoría, la apreciación de los fondos en el período 2002-2006 habría sido de 67.768 millones de euros, esto es, 39.755 millones más de los 28.013 millones que obtuvieron. Estos 39.755 millones representan el 142% de la apreciación que realmente obtuvieron los fondos. Utilizando la escasa información histórica que proporciona la CNMV sobre comisiones cobradas por los fondos de

<sup>4</sup> Llamamos comisiones explícitas a las que el partícipe paga y aparecen reflejadas en el contrato del fondo como comisiones de gestión, de depósito, de suscripción y de reembolso. 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.

inversión<sup>5</sup>, podemos calcular el total de comisiones y gastos repercutidos (las comisiones explícitas) en 2002-2006, que ascendió a 12.805 millones de euros. Los restantes 26.950 millones (39.755 – 12.805) se deben a las comisiones ocultas y a las decisiones de inversión.

**Tabla 7**

Patrimonio y apreciación si la rentabilidad hubiera sido igual al *benchmark*, 2001-2006

Patrimonio 2006 = Patrimonio 2001 + Inversiones netas 2002-06 + Apreciación. P2006 = P2001 + IN NET + AP

(En millones de euros)		Patrimonio		Historia del periodo 2002-2006		Si rentabilidad = <i>benchmark</i>		Diferencia: historia frente a <i>benchmark</i> :	
		P2006	P2001	In. net.	AP hist.	AP <i>bench.</i>	P 2006 <i>bench.</i>	Millones de euros	
		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7] = [4] - [5]	[8] = [7]/[4]
Renta fija	Corto plazo	95.822	65.919	22.399	7.504	10.810	99.128	-3.306	-44%
	Largo plazo	7.006	11.676	-5.991	1.320	2.895	8.580	-1.574	-119%
	Mixta	9.268	9.106	-776	937	3.693	12.023	-2.755	-294%
Renta variable	Mixta	6.843	9.890	-4.195	1.148	6.919	12.614	-5.771	-503%
	Nacional	10.723	5.523	-179	5.379	8.583	13.927	-3.204	-60%
Internacional	Renta fija	1.649	2.131	-578	96	-37	1.516	133	138%
	R. fija mixta	5.304	8.886	-3.839	256	-567	4.480	823	321%
	R. variable mixta	3.592	4.487	-896	1	515	4.106	-514	
	Variable euro	6.548	5.330	468	750	4.834	10.632	-4.084	-544%
	Variable Europa	6.674	3.787	1.910	976	1.018	6.716	-42	-4%
	Variable EE.UU.	1.308	1.042	414	-148	-44	1.412	-104	70%
	Variable Japón	1.034	561	420	53	91	1.072	-38	-72%
	Variable emergentes	1.610	387	635	589	636	1.658	-47	-8%
	Variable resto	5.406	6.453	-553	-494	2.695	8.595	-3.189	645%
	Globales	30.732	2.991	25.950	1.791	9.780	38.721	-7.989	-446%
Garantizada	Renta fija	16.686	16.186	-1.284	1.785	2.386	17.288	-601	-34%
	Renta variable	44.102	25.154	12.878	6.070	13.562	51.595	-7.493	-123%
<b>TOTAL FONDOS</b>		<b>254.306</b>	<b>179.510</b>	<b>46.784</b>	<b>28.013</b>	<b>67.768</b>	<b>294.062</b>	<b>-39.755</b>	<b>-142%</b>

### 3. Comisiones explícitas de los fondos de inversión

La Tabla 8 contiene toda la información que los autores han podido obtener tras consultar a la CNMV y a Inverco. Sería interesante completar la Tabla 8, pero no hemos podido. 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.

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>5</sup> El Cuadro 1.7 de las estadísticas de IIC disponibles en la web de la CNMV proporciona datos sobre el total de gastos repercutidos a los partícipes (comisión de gestión, comisión depositario y resto de gastos de explotación) para el conjunto de los fondos desde 2002. Según el mencionado Cuadro 1.7, el total de gastos repercutidos a los partícipes (como porcentaje del patrimonio medio) fue del 1,33% en 2002; del 1,21% en 2003 y 2004; del 1,2% en 2005 y del 1,17% en 2006.

**Tabla 8**

Comisiones explícitas como porcentaje del patrimonio medio gestionado (*TER*) de los fondos de inversión

		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Renta fija	Corto plazo															0,74%
	Largo plazo															1,20%
	Mixta															1,39%
Renta Variable	Mixta															1,91%
	Nacional															1,96%
Internacional	Renta fija															1,28%
	R. fija mixta															1,42%
	R. variable mixta															1,65%
	Variable euro															2,00%
	Variable Europa															2,20%
	Variable EE.UU.															1,75%
	Variable Japón															1,98%
	Variable emergentes															2,31%
	Variable resto															2,07%
	Globales															1,37%
Garantizada	Renta fija															0,79%
	Renta variable															1,46%
	<b>TOTAL FONDOS</b>															1,21%

Cuadro 1.7 **	<b>TOTAL FONDOS</b>					1,55%	1,56%					1,33%	1,21%	1,21%	1,20%	1,17%
Cuadro 2.6**	<b>TOTAL FIM</b>		1,80%	1,84%	1,79%	1,75%	1,66%	1,60%	1,68%	1,62%	1,54%	1,42%	1,31%	1,29%	1,27%	1,31%
Cuadro 3.6**	<b>TOTAL FIAMM</b>		1,39%	1,39%	1,27%	1,36%	1,34%	1,24%	1,31%	1,17%	1,06%	1,04%	1,02%	0,99%	0,96%	0,45%
Cuadro 5.7**	<b>TOTAL garantizados</b>											1,31%	1,33%	1,43%	1,39%	1,34%

Fuente: CNMV.

\* Según Anexo A2.2 de la CNMV correspondiente a 31 de diciembre de 2006 (y eliminando algunos errores que contiene).

\*\* Según estadísticas de IIC de la CNMV correspondientes a varios años. 1993, 1994 y 1995: comisión de gestión y de depositario según Tablas 6.3 y 6.9 del informe anual. 2000: total gastos repercutidos según Cambón (2007).

#### 4. 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 11 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>6</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%.

---

<sup>6</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.

## 5. Benchmarks utilizados en este trabajo

Muchas de las conclusiones de este análisis dependen de los *benchmarks* que se utilicen. ¿Son sensatos los *benchmarks* utilizados en este trabajo?

Hemos utilizado unos *benchmarks* que nos parecen conservadores. En la Tabla 9 se presentan los *benchmarks* utilizados para los fondos de renta variable nacional, de renta fija a corto y de renta fija a largo, y se comparan con otros posibles *benchmarks*.

El *benchmark* utilizado para los fondos de renta variable nacional es el ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid). Tras leer frases y afirmaciones que aparecen en la publicidad de muchos fondos de inversión<sup>7</sup> (como por ejemplo selección óptima, mejores especialistas, mejores gestores, visión sobre los mercados, ventajoso para el partícipe, eficiencia, objetividad, 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, 30 años de experiencia de gestión, identificar las 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 9, 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. Por otro lado, 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.

**Tabla 9**

*Benchmarks* utilizados y otros *benchmarks* potenciales

		3 años	5 años	10 años	15 años
Renta variable nacional	<b>Benchmark: ITBM</b>	29,6%	18,1%	17,0%	16,9%
	IBEX 35 dividendos	26,2%	14,3%	13,4%	15,4%
	IBEX 35 con igual ponderación	31,3%	20,5%	17,4%	17,4%
	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 ponderado	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 ponderado	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 ponderado	44,3%	31,8%	27,8%	25,9%
	Top 30 Book/P ponderado	37,3%	27,4%	32,3%	28,9%
Renta fija corto plazo	<b>Benchmark: AFI SPAIN GVT 1 DAY TREAS.BILL REPO</b>	2,3%	2,5%	3,4%	5,6%
	AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL	2,3%	2,6%	3,7%	5,9%
	Roll-over letras a 12 meses (BDE)	2,5%	2,6%	3,4%	5,6%
Renta fija largo plazo	<b>Benchmark: 50% 3 años y 50% 10 años</b>	3,8%	5,1%	6,1%	8,9%
	ES BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX	5,1%	6,5%	7,3%	10,1%

<sup>7</sup> El Anexo 5 contiene frases de la publicidad de algunos fondos de inversión.

El *benchmark* utilizado para los fondos de renta fija a corto (duración de la cartera inferior a dos años) ha sido la rentabilidad de los repos a 1 día cuando otros instrumentos han proporcionado mayor rentabilidad.

El *benchmark* utilizado para los fondos de renta fija a largo ha sido la rentabilidad de una cartera con un 50% de bonos a tres años y un 50% de bonos a diez años, sensiblemente inferior a la de los bonos a diez años.

## 7. 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.

## 8. 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 en algunos casos superior al 2%. Sin embargo, los datos indican que no todos los gestores se merecen las comisiones que cobran por su gestión.

En los últimos cinco a diez años, la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la inflación.

En los últimos tres, cinco, diez y quince años, la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la rentabilidad de una inversión en bonos del Estado a diez años.

A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2006, 8.819.809 partícipes tenían un patrimonio de 254.306 millones de euros en los 2.779 fondos de inversión existentes. En 2006 se lanzaron al mercado 246 nuevos fondos.

Utilizando unos *benchmarks* conservadores, sólo 23 de los 649 fondos con diez años de historia han obtenido una rentabilidad superior a su *benchmark*. Por ejemplo, de los 43 fondos de renta variable nacional con diez años de historia, sólo uno consiguió una rentabilidad superior a la del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid).

Si la rentabilidad de cada fondo de inversión en los últimos cinco años no hubiera sido la realmente obtenida para los partícipes, sino el *benchmark* de cada categoría, la apreciación de

los fondos en el período 2002-2006 habría sido de 67.768 millones de euros, esto es, 39.755 millones más de los 28.013 millones que obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a 12.805 millones de euros. Los restantes 26.950 millones (39.755 – 12.805) se deben a comisiones ocultas y a las decisiones de inversión de los gestores.

Algunos fondos –aunque pocos– han sido muy rentables para sus partícipes y han justificado con su evolución las comisiones que cobran a sus partícipes.

Por último, el resultado global de los fondos no justifica la discriminación fiscal a favor de los mismos. En todo caso, el Estado podría “animar” a invertir en algunos (pocos) fondos de inversión, pero no indiscriminadamente en cualquier fondo de inversión.

## Referencias

- Cambón Murcia, María Isabel (2007), "Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión", monografía nº 21 de la CNMV.
- De Lucas, A. (1998), "Fondos de inversión en España: Análisis del *Performance*", *Bolsa de Madrid*, febrero.
- Fernández, P., J. M. Carabias y L. de Miguel (2007), "Rentabilidad de los Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional en España. 1991-2006". Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=985120>
- 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.
- 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>
- Kraeussl, 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.

## Anexo 1

### Categorías de fondos

#### DOMESTICAS

- 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*: AFI SPAIN GVT 1 DAY TREAS.BILL REPO.
- 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 (Indice 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 (Indice 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 (Indice Total de la Bolsa de Madrid).

1), 2), 3) y 4): Activos en monedas euro (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, Estados Unidos y Japón.

7), 8) y 9): Activos en monedas no euro (>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, Estados Unidos 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 (Indice 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 ESTADOS UNIDOS. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable Estados Unidos > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: S&P 500.

14) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL JAPON. > 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.

## Anexo 1 (continuación)

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.

Fuente: Inverco, modificación enero de 2002, y *Benchmarks*.

## Anexo 2

Evolución del patrimonio, del número de fondos y del número de participes por categorías, 1991-2006

### Patrimonio (millardos de euros)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta fija	Corto plazo	15,5	26,1	39,8	45,9	51,3	71,7	80,8	72,2	66,7	50,9	65,9	80,3	92,4	96,3	99,4	95,8
	Largo plazo	4,9	8,0	14,1	13,4	12,5	18,9	23,9	27,5	15,4	11,2	11,7	10,5	9,9	9,8	9,9	7,0
	Mixta	1,3	1,6	2,5	2,6	2,5	4,7	8,7	15,3	16,9	13,5	9,1	6,4	6,2	7,2	8,0	9,3
Renta variable	Mixta	0,42	0,6	1,8	1,9	1,6	2,7	7,0	11,5	13,4	12,2	9,9	6,9	6,7	6,4	6,7	6,8
	Nacional	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
Internacional	Renta fija	0,26	0,44	1,1	1,1	1,0	1,1	1,5	1,5	1,6	2,1	2,1	1,5	1,4	2,2	2,2	1,6
	R. fija mixta	0,47	0,57	0,9	0,8	0,8	1,2	4,2	10,5	13,4	11,9	8,9	7,5	4,8	4,0	4,6	5,3
	R. var. mixta	0,05	0,06	0,15	0,28	0,26	0,70	2,0	3,3	4,5	5,6	4,5	2,4	2,5	3,1	3,5	3,6
	Variable euro	0,10	0,09	0,27	0,47	0,45	1,0	2,7	4,3	6,0	7,7	5,3	3,2	3,5	3,5	5,1	6,5
	Var. Europa	0,01	0,02	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	2,9	3,7	5,3	3,8	2,3	2,7	3,1	5,1	6,7
	Variable EE.UU.	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,06	0,14	0,58	1,12	1,04	0,69	1,03	0,88	1,08	1,31
	Variable Japón	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,05	0,85	1,03	0,56	0,38	0,42	0,55	1,51	1,03
	Var. emergentes	0,01	0,01	0,03	0,02	0,01	0,02	0,25	0,24	0,32	0,51	0,39	0,25	0,31	0,54	1,3	1,6
	Variable resto	0,01	0,05	0,13	0,16	0,12	0,17	1,1	2,3	7,7	9,8	6,5	3,9	4,2	4,0	4,6	5,4
	Globales	0,09	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,1	2,1	2,3	3,0	2,4	7,1	16,1	22,9	30,7
Garantizada	Renta fija					1,5	6,6	13,7	17,8	14,9	15,0	16,2	15,1	12,6	14,4	14,5	16,7
	Renta variable					0,2	1,9	11,3	26,4	29,7	26,8	25,2	23,0	36,7	39,6	45,9	44,1
<b>TOTAL FONDOS</b>		<b>23,2</b>	<b>37,8</b>	<b>61,6</b>	<b>67,6</b>	<b>73,3</b>	<b>112</b>	<b>162</b>	<b>204</b>	<b>206</b>	<b>183</b>	<b>180</b>	<b>171</b>	<b>198</b>	<b>220</b>	<b>246</b>	<b>254</b>

### Número de fondos

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta fija	Corto plazo	137	181	218	234	249	298	352	376	400	398	371	372	411	398	357	373
	Largo plazo	66	89	101	105	118	136	157	165	166	173	162	151	155	154	153	147
	Mixta	48	58	65	77	85	99	123	153	181	194	177	167	166	154	142	142
Renta variable	Mixta	43	50	62	76	83	91	133	165	184	196	189	189	180	160	147	146
	Nacional	23	26	30	46	43	52	74	88	91	93	102	102	111	114	119	120
Internacional	Renta fija	12	16	23	26	27	31	41	45	51	60	59	65	67	69	71	72
	R. fija mixta	11	18	22	26	28	32	38	53	75	84	83	90	97	83	72	75
	R. var. mixta	5	6	13	20	22	31	44	60	75	88	103	107	109	85	80	80
	Variable euro	9	11	14	17	19	21	32	66	86	99	109	102	107	105	112	112
	Var. Europa	4	4	4	6	7	7	19	29	36	50	65	61	63	63	67	68
	Variable EE.UU.	1	1	1	1	1	2	6	9	23	37	48	50	49	44	41	41
	Variable Japón	1	1	2	2	2	2	2	7	16	29	29	28	27	23	24	26
	Var. emergentes	2	2	2	2	3	4	11	11	17	38	39	35	34	41	43	51
	Variable resto	4	7	8	10	10	16	51	91	139	207	220	229	210	176	164	164
	Globales	8	10	14	15	16	20	40	57	82	104	164	131	180	258	295	351
Garantizada	Renta fija					27	82	167	188	184	195	209	210	215	226	230	272
	Renta variable					12	35	168	304	348	381	411	398	442	501	499	539
<b>TOTAL FONDOS</b>		<b>374</b>	<b>480</b>	<b>579</b>	<b>663</b>	<b>752</b>	<b>959</b>	<b>1458</b>	<b>1867</b>	<b>2154</b>	<b>2426</b>	<b>2540</b>	<b>2487</b>	<b>2623</b>	<b>2654</b>	<b>2616</b>	<b>2779</b>

### Participes (miles)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta fija	Corto plazo	482	777	1.588	1.782	2.017	2.739	3.082	2.840	2.493	1.908	2.183	2.339	2.585	2.577	2.656	2.605
	Largo plazo	360	625	536	515	408	596	726	830	546	325	318	274	284	289	310	331
	Mixta	136	93	94	104	92	177	354	614	712	567	384	290	292	291	313	314
Renta variable	Mixta	50	41	87	110	82	113	302	503	565	558	463	384	361	327	291	257
	Nacional	20	27	31	49	41	63	173	286	298	292	262	256	279	356	371	348
Internacional	Renta fija	39	44	46	44	34	32	53	59	73	71	70	58	70	104	106	114
	R. fija mixta	43	51	108	99	84	95	195	398	490	432	395	338	210	182	195	216
	R. var. mixta	3	4	10	17	14	25	67	126	158	249	233	201	176	143	131	110
	Variable euro	2	3	23	40	33	49	124	187	210	313	292	252	248	223	258	290
	Var. Europa	2	2	4	9	7	10	49	164	124	229	191	188	180	195	244	260
	Variable EE.UU.	0	0	0	0	0	0	2	4	27	43	40	41	44	72	81	131
	Variable Japón	0	0	1	1	1	1	1	3	52	91	74	68	61	67	86	85
	Var. emergentes	1	1	2	2	2	2	19	24	24	43	37	34	32	46	78	112
	Variable resto	2	3	13	17	12	13	54	129	363	732	660	626	577	509	425	397
	Globales	5	5	5	7	5	6	15	18	53	79	92	92	183	511	564	880
Garantizada	Renta fija					105	291	538	660	566	548	597	550	430	494	544	584
	Renta variable					9	81	492	1.145	1.268	1.180	1.158	1.134	1.619	1.656	1.903	1.785
<b>TOTAL FONDOS</b>		<b>1.145</b>	<b>1.677</b>	<b>2.548</b>	<b>2.794</b>	<b>2.944</b>	<b>4.290</b>	<b>6.243</b>	<b>7.984</b>	<b>8.012</b>	<b>7.655</b>	<b>7.449</b>	<b>7.127</b>	<b>7.632</b>	<b>8.041</b>	<b>8.555</b>	<b>8.820</b>

## Anexo 2 (continuación)

### Patrimonio medio por fondo (millones de euros)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta fija	Corto plazo	113	144	183	196	206	240	230	192	167	128	178	216	225	242	279	257
	Largo plazo	74	90	140	127	106	139	152	167	93	64	72	70	64	63	65	48
	Mixta	27	28	39	33	29	47	71	100	93	70	51	38	37	47	56	65
Renta variable	Mixta	10	12	29	25	20	30	53	70	73	62	52	36	37	40	45	47
	Nacional	5	5	14	14	15	26	51	73	84	70	54	39	50	69	81	89
Internacional	Renta fija	21	27	49	42	37	35	36	34	32	35	36	24	20	32	31	23
	R. fija mixta	43	31	42	31	27	37	109	198	179	142	107	84	49	49	63	71
	R. var. mixta	11	10	11	14	12	23	44	56	59	64	44	23	23	37	44	45
	Variable euro	11	8	19	27	23	46	85	65	70	77	49	32	32	33	46	58
	Var. Europa	4	4	13	15	11	20	46	100	103	105	58	37	43	50	76	98
	Variable EE.UU.	5	8	6	4	3	6	10	15	25	30	22	14	21	20	26	32
	Variable Japón	1	1	4	4	4	3	3	8	53	36	19	14	16	24	63	40
	Var. emergentes	3	5	15	10	5	5	23	22	19	13	10	7	9	13	30	32
	Variable resto	3	7	16	16	12	11	21	26	55	47	29	17	20	23	28	33
Globales	11	13	16	19	17	16	15	20	25	22	18	18	39	62	78	88	
Garantizada	Renta fija					57	81	82	95	81	77	77	72	59	64	63	61
	Renta variable					18	53	67	87	85	70	61	58	83	79	92	82
TOTAL FONDOS		62	79	106	102	97	117	111	109	95	76	71	69	75	83	94	92

### Patrimonio medio por partícipe (miles de euros)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta fija	Corto plazo	32	34	25	26	25	26	26	25	27	27	30	34	36	37	37	37
	Largo plazo	13	13	26	26	31	32	33	33	28	34	37	38	35	34	32	21
	Mixta	10	17	27	25	27	27	25	25	24	24	24	22	21	25	26	30
Renta variable	Mixta	8	14	21	17	20	24	23	23	24	22	21	18	19	20	23	27
	Nacional	6	5	13	13	16	22	22	22	26	22	21	15	20	22	26	31
Internacional	Renta fija	7	10	24	25	29	34	28	26	22	29	31	27	19	21	20	14
	R. fija mixta	11	11	8	8	9	13	21	26	27	28	23	22	23	22	23	25
	R. var. mixta	20	14	15	17	19	28	29	27	28	23	19	12	14	22	27	33
	Variable euro	41	28	11	12	14	19	22	23	29	25	18	13	14	16	20	23
	Var. Europa	9	7	12	10	11	15	18	18	30	23	20	12	15	16	21	26
	Variable EE.UU.	27	39	30	33	57	26	40	38	22	26	26	17	24	12	13	10
	Variable Japón	12	12	14	12	11	12	9	19	16	11	8	6	7	8	18	12
	Var. emergentes	7	7	14	8	7	10	13	10	13	12	10	7	9	12	16	14
	Variable resto	5	16	10	10	10	13	19	18	21	13	10	6	7	8	11	14
Globales	19	25	42	41	51	52	40	63	39	29	33	26	39	31	41	35	
Garantizada	Renta fija					15	23	25	27	26	27	27	27	29	29	27	29
	Renta variable					24	23	23	23	23	23	22	20	23	24	24	25
TOTAL FONDOS		20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	29

Fuente: Inverco.

## Anexo 3

### Cálculo de la inversión neta en cada año

A partir de la rentabilidad promedio de cada tipo de fondo en cada año ( $R_t$ ) y del patrimonio de cada año ( $P_t$ ) proporcionado por Inverco, calculamos la inversión neta ( $\ln. net_t$ ) de los partícipes con la siguiente ecuación:  $\ln. net_t = P_t - P_{t-1} (1+R_t)$ . 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.

Suscripciones netas (millones)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	3 años años	5 años años	10 años años	15 años años
<b>Renta fija</b>																				
Corto plazo	15.529	8.916	11.254	3.250	1.584	16.857	5.735	-11.135	-6.372	-17.838	13.199	12.735	10.769	2.661	1.873	-5.639	-1106	22399	5.988	47848
Largo plazo	4.853	2.946	3.723	-293	-2.174	5.092	3.732	2.432	-11784	-4.887	84	-1.686	-823	-494	-43	-2.944	-3.481	-5.991	-16413	-7.118
Mixta	1.296	221	671	15	-297	1.693	3.821	5.558	981	-3.367	-4.351	-2.357	-533	749	500	864	2.114	-776	1.866	4.169
Mixta	422	170	1.049	208	-506	558	3.816	3.256	576	-304	-1.398	-1.311	-938	-801	-442	-703	-1.946	-4.195	1.750	3.229
Nacional	123	22	205	286	-95	471	1.945	1.509	191	141	-376	-86	481	1.205	168	-1.948	-575	-179	3.230	4.119
Renta fija	256	167	545	10	-194	-23	249	2	47	356	2	-564	-201	825	-115	-524	186	-578	78	583
R. fija mixta	470	102	113	-118	-105	262	2.871	5.909	2.225	-1.296	-2.833	-1.025	-2.861	-890	328	609	47	-3.839	3.038	3.292
R. var. mixta	53	6	71	139	-47	356	1.129	1.173	544	1.464	-648	-1.238	-135	542	39	-105	477	-896	2.766	3.292
Variable euro	102	-12	146	225	-77	342	1.463	967	253	2.036	-823	-319	-287	-280	880	475	1.075	468	4.365	4.989
Var. Europa	14	2	29	43	-22	35	712	1.824	-597	2.031	-461	-402	144	231	1.189	749	2.168	1.910	5.420	5.507
Variable EE.UU.	5	3	-4	-2	-1	7	47	54	413	578	119	0	286	-151	92	188	129	414	1.626	1.629
Variable Japón	1	0	6	2	-3	-3	1	48	762	442	-165	-39	-3	107	729	-375	461	420	1.507	1.509
Var. emergentes	7	3	14	-7	-8	1	225	42	-31	240	-111	-30	-19	180	454	50	684	635	1.001	1.003
Variable resto	11	38	65	44	-58	2	848	1.084	4.253	3.503	-1.003	-169	-152	-310	-232	310	-233	-553	8.131	8.221
Globales	90	41	65	71	-37	-64	240	411	775	348	865	-232	4.589	8.779	5.883	6.932	21.593	25.950	28.589	28.665
Renta fija	0	0	0	0	1.536	4.820	6.444	3.109	-2.676	-453	557	-1.768	-2.811	1.422	-175	2.048	3.295	-1.284	5.696	12.052
Renta variable	0	0	0	0	213	1.582	9.162	12.749	1.782	-2.571	-1.699	-2.357	12.883	1.495	4.716	-3.859	2.352	12.878	32.303	34.098
<b>TOTAL FONDOS</b>	<b>23.234</b>	<b>12.625</b>	<b>17.953</b>	<b>3.874</b>	<b>-290</b>	<b>31.989</b>	<b>42.440</b>	<b>28.992</b>	<b>-8.657</b>	<b>-19.578</b>	<b>958</b>	<b>-845</b>	<b>20.388</b>	<b>15.269</b>	<b>15.845</b>	<b>-3.873</b>	<b>27241</b>	<b>46.784</b>	<b>90.939</b>	<b>157089</b>

## Anexo 4

### 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: 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.

Fuente: CNMV.

## Anexo 5

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. Le ofreceremos un fondo con mejor rentabilidad histórica que el suyo dentro de la misma categoría. Materializamos nuestros servicios de gestión a través de diferentes vehículos de inversión y a la asignación de activos más eficiente.

Nuestros fondos le aportan: 1. Selección óptima. Seleccionamos a los mejores especialistas en cada clase de activo para que tenga acceso siempre a los mejores gestores. 2. Gestión activa. Con este análisis y su visión sobre los mercados, nuestro equipo gestiona activamente la cartera. El dinamismo y los costes reducidos hacen que sea muy ventajoso para el partícipe en términos de eficiencia. 3. Objetividad de nuestras recomendaciones al contar todos los fondos con la misma comisión de gestión.

Nuestro estilo de inversión ha demostrado ser eficaz.

La gestión activa puede generar valor para los partícipes.

Nuestro objetivo es combinar de una forma eficiente una gestión orientada a la aportación de valor añadido y una gestión personalizada. 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.

Usted cuenta con 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.

## Apéndice

Algunos comentarios de lectores de versiones anteriores de este trabajo

Durante cuatro años fui agente de una agencia de valores y prometí nunca más invertir en fondos de inversión ni aconsejárselo a nadie. Como agente, gané comisiones, mientras mis clientes perdían dinero sin explicación...

Las cifras hablan por sí solas, sólo los gestores han sacado una rentabilidad, yo diría que escandalosa. Entonces, ¿por qué el inversor sigue invirtiendo en fondos de inversión? Yo creo que una parte grande son asesorados por el asesor fiscal

A la gente de a pie, son los propios bancos quienes les aconsejan que la bolsa es "muy rentable", pero que tienen que estar gestionados por "profesionales". Una vez que empiezan a perder, el enganche es la promesa de recuperación... "Los profesionales", gane o pierda el fondo, siempre cobran sus comisiones.

¡Qué suerte que en los últimos cinco años tuve el dinero de mi madre en *non-managed index funds* con comisiones bajas!

Dos ejemplos de mi experiencia que me han llevado a tener un criterio muy personal y bastante sesgado de la actividad bursátil:

Crecinco: Un avisado vecino, de familia "embolsada", compra crecincos con las comisiones por ventas a su familia, amigos y vecinos, entre los que me encontré. Al cabo de unos años me comentó que él vendió en cuanto acabó su campaña de colocación.

Banco Atlántico: Acciones recomendadas por un amigo y ejecutivo del banco que aseguraba que el banco sería la bomba. A los seis meses mi pariente fichó por una caja. Compradas a 11.900 ptas. Después de la expropiación, su importe me llegó para pagar una cena con mi mujer.

A mi familia y a mis empleados nunca les recomiendo un fondo de inversión. Pero mi abuela decía que NADIE ESCARMIENTA EN CABEZA AJENA.

Un inversor que comprara varias acciones al azar tendría una rentabilidad mucho mayor que la lograda por los fondos.

Sería interesante comparar las ganancias de los administradores de esos fondos con las de sus clientes!!!

Personalmente obtuve una rentabilidad total del 0,068% en tres años en un garantizado de Barclays España. A lo peor, alguna vez consigo que mis ahorros no pierdan valor contra la inflación, que es mi único *target* como profesional que vive de sus desvelos y considera el dinero una simple materia prima.

Apasionante y revelador el dato de las comisiones explícitas, y más aún el de las ocultas.

Es curioso que a diario se publican artículos vendiendo todo lo contrario. Por desgracia, es una realidad que afecta no sólo al sector financiero.

Si vieras lo hartos que estamos de intentar explicar a los clientes el tema del *timing* y lo nefasto del *fund-picking*, pero no lo entienden. Les presentamos evidencia empírica abrumadora, pero ni así.

Es increíble lo que pagas en comisiones de gestión cuando un fondo de gestión pasiva te va a dar mucha más rentabilidad en el largo plazo (por menor comisión y mejor *performance*).

Para que luego digan los gestores que baten al índice.

Yo siempre he tenido mi dinero en cuentas remuneradas: con rentabilidades pequeñas, pero casi siempre inflación+1%, disponibilidad inmediata, comisiones cero y corto plazo. Ahora disfruto del entorno >4%, siempre euribor a un año menos 10-20 puntos básicos.