



CIIF

Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI-737

Marzo, 2008

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA 1991-2007

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

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 © 2008 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 1991-2007

Pablo Fernández¹

Vicente J. Bermejo²

Resumen

En los últimos diez y dieciséis años, la rentabilidad promedio de los fondos de inversión fue inferior a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo. En los últimos diez años, la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la inflación. A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2007, 8.264.240 partícipes tenían un patrimonio de 238.699 millones de euros en los 2.907 fondos de inversión existentes. A lo largo de 2007, el número de partícipes descendió en 555.569, y el patrimonio descendió un 6,1%.

Sólo treinta de los 935 fondos con diez años de historia obtuvieron una rentabilidad superior al *benchmark* utilizado; sólo dos de ellos obtuvieron una rentabilidad superior a la del Índice Total de la Bolsa de Madrid.

Si la rentabilidad de cada fondo de inversión en los últimos dieciséis años no hubiera sido la realmente obtenida, sino el *benchmark* de su categoría, la apreciación de los fondos en el período 1992-2007 habría sido de 180 millardos de euros, en lugar de los 80 millones de euros que obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a 34 millardos de euros.

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

² 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 1991-2007

Este documento analiza la rentabilidad de los fondos de inversión españoles para sus partícipes en el período 1991-2007.

La Tabla 1 muestra las principales características de los fondos de inversión en España. El 31 de diciembre de 2007, 8.264.240 partícipes tenían un patrimonio de 238.699 millones de euros en los 2.907 fondos de inversión existentes. A lo largo de 2007, el número de partícipes descendió en 555.569, y el patrimonio descendió un 6,1%.

Sorprende la gran cantidad de fondos existentes y su proliferación.

Tabla 1

Principales magnitudes de los fondos de inversión en España, 1991-2007

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Patrimonio (millardos de euros)	23,2	37,8	61,6	67,6	73,3	112	162	204	206	183	180	171	198	220	246	254	239
Número de fondos	374	480	579	663	752	959	1.458	1.867	2.154	2.426	2.540	2.487	2.623	2.654	2.616	2.779	2.907
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	8,26
Patrimonio/fondo (millones de euros)	62	79	106	102	97	117	111	109	95	76	71	69	75	83	94	92	82
Patrimonio/partícipe (miles de euros)	20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	29	29

La Tabla 2 compara la rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos tres, cinco, diez y dieciséis años (4,03%, 3,81%, 2,22% y 4,54%, respectivamente) con la inflación, la inversión en bolsa y la inversión en bonos del Estado español. Sorprende que: a) en los últimos diez años la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la inflación, y b) la rentabilidad promedio de los fondos en los últimos diez y dieciséis años fue inferior a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo.

Los autores agradecen las críticas a manuscritos 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 2007			
	3 años	5 años	10 años	16 años
Fondos de inversión (fuente: Inverco)	4,03%	3,81%	2,22%	4,54%
Inflación	3,2%	3,2%	3,0%	3,4%
Inversión en bonos del Estado español:				
1 día	2,9%	2,6%	3,2%	5,5%
1 año	2,7%	2,7%	3,4%	5,8%
3 años	2,4%	3,0%	4,3%	7,4%
10 años	2,1%	4,3%	5,8%	9,5%
Inversión en bolsa española:				
ITBM	24,5%	25,9%	13,7%	16,4%
IBEX 35 (con dividendos)	22,5%	24,1%	10,4%	15,1%
IBEX 35 con igual ponderación*	22,2%	25,7%	13,1%	16,4%
Top 30 DIV ponderado*	27,0%	26,3%	20,5%	22,6%
Top 20 Book/P ponderado*	40,9%	36,5%	30,6%	30,8%

Fuente: elaboración propia.

Sólo cuatro de los 935 fondos con diez años de historia proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad superior al 12%: Bestinver bolsa (18,9%), Bestinver (17,2%), Bestinver mixto (13,4%) y Bestinver internacional (12,05%). Curiosamente, los cuatro pertenecen a la misma gestora. Veintiséis fondos (siete de ellos garantizados) con diez años de historia proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad ¡negativa! Su patrimonio en diciembre de 2007 fue de 803 millones de euros.

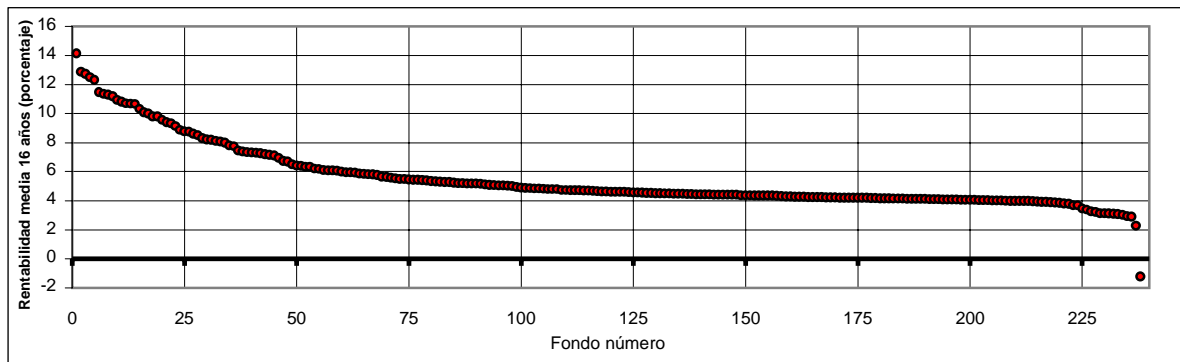
Sólo cinco de los 238 fondos con dieciséis años de historia proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad superior al 12%: Fonbilbao acciones (14,13%), Citifondo R.V. (12,86%), MS bolsa (12,73%), EDM-inversión (12,49%) y Metavalor (12,31%).

La Figura 1 ordena la rentabilidad de los 238 fondos con dieciséis años de historia de mayor (14,13%) a menor (-1,23%). La Figura permite constatar que:

- 166 de los 238 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en renta fija del Estado español a un día.
- 201 de los 238 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en renta fija del Estado español a tres años.
- 218 de los 238 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en renta fija del Estado español a diez años.
- Los 238 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en el IBEX 35 o en el ITBM.

Figura 1

Rentabilidad de los 238 fondos de inversión con dieciséis años de historia

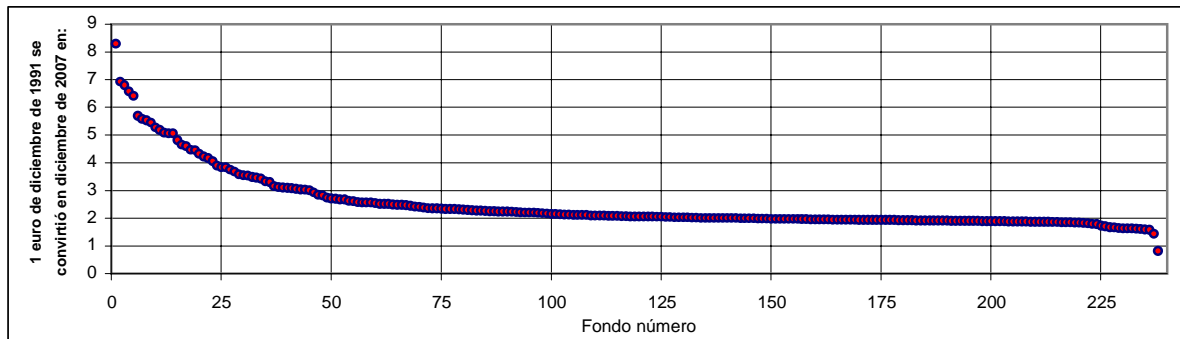


Fuente: Inverco.

La Figura 2 proporciona una información similar a la Figura 1, pero expresada en euros: muestra en cuántos euros se convirtió en diciembre de 2007 una inversión de un euro en diciembre de 1991 en cada uno de los fondos. Un euro invertido en el fondo más rentable, se convirtió en 8,29 euros, mientras que el invertido en el fondo menos rentable se convirtió en 0,82 euros.

Figura 2

Rentabilidad traducida a euros de los 238 fondos de inversión con dieciséis años de historia



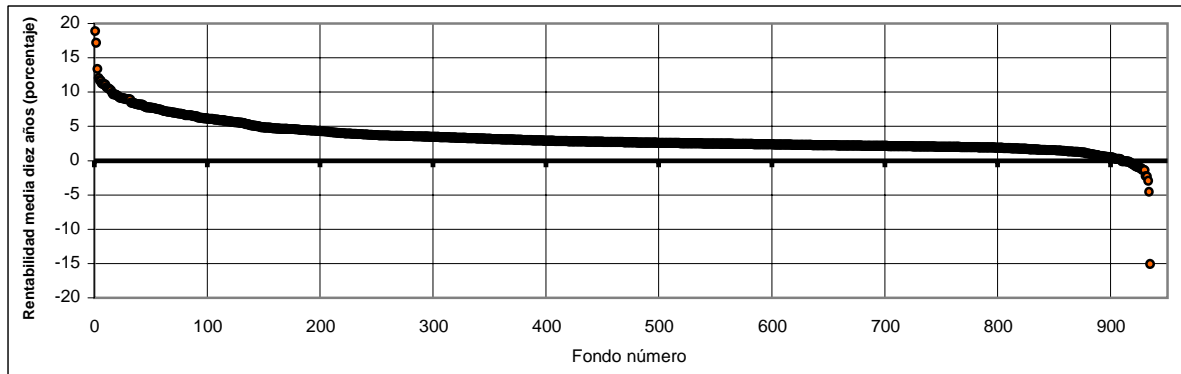
Fuente: Inverco.

La Figura 3 ordena la rentabilidad de los 935 fondos con diez años de historia de mayor (18,9%) a menor (-15,1%). La Figura permite constatar que:

- 557 de los 935 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inflación.
- 593 de los 935 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en renta fija del Estado español a un día.
- 736 de los 935 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en renta fija del Estado español a tres años.
- 820 de los 935 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en renta fija del Estado español a diez años.
- Sólo dos de los 935 fondos tuvieron una rentabilidad superior a la inversión en el ITBM.

Figura 3

Rentabilidad de los 935 fondos de inversión con diez años de historia

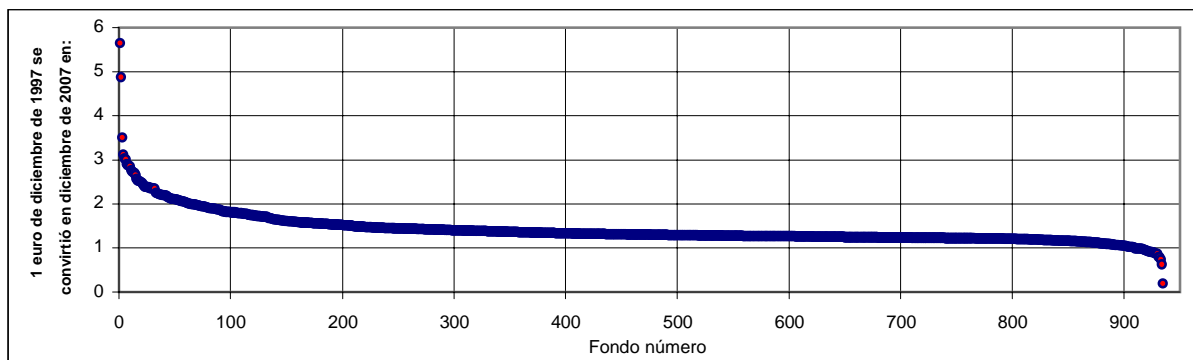


Fuente: Inverco.

La Figura 4 proporciona una información similar a la Figura 3, pero expresada en euros: muestra en cuántos euros se convirtió en diciembre de 2007 una inversión de un euro en diciembre de 1997 en cada uno de los 935 fondos. Un euro invertido en el fondo más rentable, se convirtió en 5,95 euros, mientras que el invertido en el fondo menos rentable se convirtió en 0,19 euros.

Figura 4

Rentabilidad traducida a euros de los 935 fondos de inversión con diez años de historia



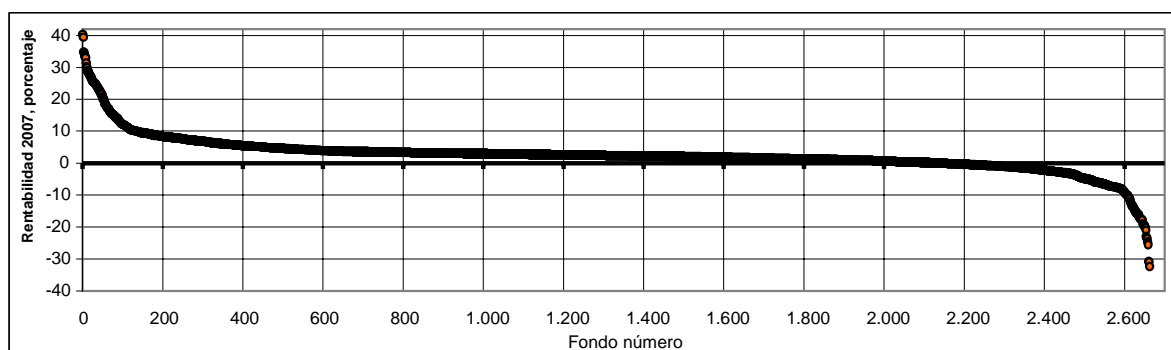
Fuente: Inverco.

La Figura 5 ordena la rentabilidad de los 2.663 fondos existentes a lo largo del año 2007 de mayor (40,3%) a menor (-32,4%). La Figura permite constatar que:

- 2.105 de los 2.663 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inflación.
- 519 fondos tuvieron una rentabilidad negativa. De éstos, 57 eran garantizados, 47 eran de renta fija internacional, 17 de renta fija a largo plazo, 7 de renta fija mixta y 34 de renta variable mixta.

Figura 5

Rentabilidad de los 2.663 fondos de inversión con un año (2007) de historia



Fuente: Inverco.

1. Análisis de la rentabilidad por categorías de fondos

En este documento, 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 7.825 millones de euros al final de 2007. La rentabilidad ponderada de estos fondos durante los tres últimos años (2005, 2006 y 2007) fue del 19,5%, y durante los dieciséis últimos años (desde diciembre de 1991 a diciembre de 2007) fue del 11,5%. La rentabilidad media anual del ITBM durante los últimos tres años fue del 24,5% (un 5% superior a la media de los fondos), y durante los últimos diez años: 13,7% (un 5,6% superior a la media de los fondos).

En la Tabla 4 podemos comprobar que de los 122 fondos de “Renta variable nacional” existentes al final de 2007, sólo 16 tenían dieciséis años de historia, 61 tenían diez años, 90 tenían cinco años y 104 tenían tres años. Ninguno de los 16 fondos con dieciséis años de historia consiguió una rentabilidad superior al *benchmark*. Ninguno de los 61 fondos con diez años de historia consiguió una rentabilidad superior al *benchmark*. Sólo dos de los 90 fondos de “Renta variable nacional” con cinco años de historia consiguieron una rentabilidad superior al *benchmark*¹.

¹ Un documento que analiza específicamente la rentabilidad de los fondos de inversión de *renta variable nacional* en 1991-2006, se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=985120>

Tabla 3

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

	Patrimonio (millardos)		Porcentaje rentabilidad histórica partícipes hasta 2007				Porcentaje rentabilidad diferencial Histórica - <i>benchmark</i>				
	1991	2007	3 años	5 años	10 años	16 años	3 años	5 años	10 años	16 años	
RENDA FIJA	Corto plazo	15,53	92,3	2,15	2,0	2,43	4,40	-0,7	-0,6	-0,8	-1,1
	Largo plazo	4,85	6,4	1,2	1,8	2,63	4,78	-1,1	-1,8	-2,4	-3,7
	Mixta	1,30	8,3	4,0	4,2	2,73	5,17	-4,0	-5,1	-4,9	-5,7
Renta variable	Mixta	0,42	6,3	9,2	9,2	3,77	6,54	-8,8	-10,1	-7,8	-7,9
	Nacional	0,12	7,8	19,5	21,2	8,11	11,49	-5,0	-4,7	-5,6	-4,9
Internac.	Renta fija	0,26	0,9	0,5	1,0	2,22	4,84	-2,7	2,4	-1,2	-3,5
	R. fija mixta	0,47	4,7	3,0	2,7	2,25	4,60	-2,8	0,2	-2,8	-5,1
	R. variable mixta	0,05	2,7	5,8	5,8	1,79	5,56	-4,6	-3,3	-4,8	-5,7
	Variable euro	0,10	7,7	13,8	13,2	4,25	8,84	-9,1	-10,5	-8,5	-7,3
	Variable Europa	0,01	5,7	12,6	11,8	3,40	7,21	-1,2	-1,2	-2,5	-5,5
	Variable Estados Unidos	0,01	0,8	4,3	4,2	0,47		-1,1	-1,0	-2,2	
	Variable Japón	0,00	0,4	3,1	5,4			-6,6	-5,1		
	Variable emergentes	0,01	2,1	32,0	28,1	9,02	9,40	0,7	0,0	-1,9	-3,7
	Variable resto	0,01	4,5	9,4	8,6	0,24	4,85	-7,6	-7,7	-7,8	-7,5
Globales	0,09	27,7	3,7	3,6	1,88	5,07	-13,3	-12,7	-6,2	-7,3	
Garantiz.	Renta fija		18,1	1,8	2,1	2,93		-0,7	-0,8	-1,0	
	Renta variable		42,2	3,6	3,6	3,93		-5,1	-5,6	-2,1	
TOTAL FONDOS		23,2	238,7	4,03	3,81	2,22	4,54	-3,2	-2,7	-2,2	-2,2

Tabla 4

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

	Número de fondos en dic. de 2007	Número de fondos en el período hasta 2007				Número de fondos con rentabilidad histórica superior al <i>benchmark</i>				
		3 años	5 años	10 años	16 años	3 años	5 años	10 años	16 años	
RENDA FIJA	Corto plazo	386	330	280	216	87	2	7	2	1
	Largo plazo	144	128	115	90	32	11	7	0	0
	Mixta	136	129	121	80	28	6	2	0	0
Renta variable	Mixta	144	138	127	87	28	0	0	1	0
	Nacional	122	104	90	61	16	1	2	0	0
Internac.	Renta fija	65	51	44	24	8	2	30	2	0
	R. fija mixta	76	65	55	16	6	7	40	0	0
	R. variable mixta	79	70	68	24	6	4	6	0	0
	Variable euro	119	99	88	33	7	0	2	2	0
	Variable Europa	71	54	47	14	2	16	17	2	0
	Variable Estados Unidos	43	38	32	5		5	10	2	
	Variable Japón	25	20	19			2	3		
	Variable emergentes	59	40	36	10	2	14	14	1	0
	Variable resto	159	137	128	24	2	9	7	1	0
Globales	423	246	169	75	14	7	5	2	0	
Garantiz.	Renta fija	262	145	100	65		9	6	5	
	Renta variable	594	386	289	111		32	9	10	
TOTAL FONDOS		2.907	2.180	1.808	935	238	127	167	30	1

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 104 fondos de “Renta variable nacional” con tres años de historia, el fondo con mayor rentabilidad media obtuvo un 28,2%, mientras que el fondo con menor rentabilidad media obtuvo un 7,5%. La desviación estándar de las 104 rentabilidades promedio² fue del 3,1%. El *benchmark* utilizado (la rentabilidad del ITBM) fue del 24,5%.

La Figura 6 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, variable emergentes” engloba fondos con nombres tan distintos como: Bric nuevos desafíos, Europa oriental, 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 (σ) de las rentabilidades y el *benchmark*

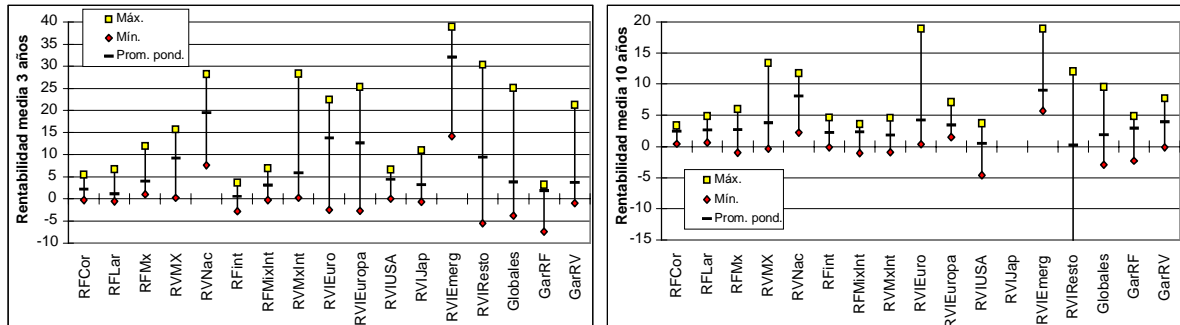
		3 años				5 años				10 años				16 años			
		Máx.	Mín.	σ	benc.	Máx.	Mín.	σ	benc.	Máx.	Mín.	σ	benc.	Máx.	Mín.	σ	benc.
RENTA FIJA	Corto plazo	5,43	-0,32	0,54	2,89	3,2	-1,6	0,5	2,6	3,4	0,4	0,4	3,2	5,8	3,1	0,4	5,5
	Largo plazo	6,63	-0,62	0,88	2,24	8,6	0,4	1,1	3,7	4,8	0,6	0,7	5,1	6,4	3,9	0,6	8,5
	Mixta	11,96	1,06	1,71	7,95	13,2	1,0	1,7	9,3	6,0	-1,0	1,1	7,6	7,3	3,7	0,8	10,8
Renta variable	Mixta	15,64	0,25	3,15	17,97	17,8	0,5	3,3	19,3	13,4	-0,4	2,3	11,6	11,2	2,9	2,1	14,4
	Nacional	28,20	7,53	3,13	24,50	26,3	8,9	3,0	25,9	11,7	2,2	1,9	13,7	14,1	7,8	1,9	16,4
Internacionales	Renta fija	3,62	-2,85	1,45	3,19	6,8	-6,2	3,5	-1,3	4,7	-0,1	1,3	3,5	5,3	3,1	0,9	8,4
	R. fija mixta	6,88	-0,34	1,62	5,84	7,7	0,5	1,5	2,5	3,5	-1,1	1,2	5,0	6,2	2,3	1,5	9,7
	R. variable mixta	28,33	0,21	4,56	10,42	27,5	0,8	4,4	9,1	4,6	-0,9	1,6	6,6	8,0	3,1	1,6	11,2
	Variable euro	22,47	-2,51	3,61	22,88	26,9	0,5	4,2	23,8	18,9	0,3	4,3	12,8	10,0	2,9	2,6	16,2
	Variable Europa	25,25	-2,76	4,22	13,82	27,8	6,1	4,6	13,0	7,1	1,5	1,8	5,9	11,4	9,4	1,4	12,7
	Variable Estados Unidos	6,56	0,02	1,70	5,35	14,0	-0,3	3,7	5,2	3,7	-4,6	3,7	2,7				
	Variable Japón	11,03	-0,72	3,21	9,72	15,1	1,9	3,9	10,5								
	Variable emergentes	38,86	14,13	5,48	31,30	35,4	8,8	5,9	28,0	11,7	5,7	2,0	11,0	11,3	10,7	0,4	13,1
	Variable resto	30,26	-5,51	5,59	16,98	26,8	-2,8	4,9	16,3	12,1	-	4,6	8,0	7,3	3,9	2,4	12,4
	Globales	25,08	-3,81	4,91	16,98	23,3	-1,9	4,8	16,3	9,5	-2,9	2,2	8,0	10,3	-1,2	2,7	12,4
Garantiz.	Renta fija	3,1	-7,51	1,01	2,55	3,5	-3,5	0,8	2,8	4,9	-2,3	0,9	3,9				
	Renta variable	21,25	-0,99	3,19	8,75	20,8	-0,3	2,5	9,2	7,7	-0,1	1,4	6,0				
TOTAL FONDOS		38,86	-7,51		7,7	35,4	-6,2		7,1	18,9	-		5,2	14,1	-1,2		7,5

² 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 6

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 2007. 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 partícipes³, y la columna [4] muestra la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2007 (AP hist.). Lógicamente, se cumple la siguiente igualdad:

$$P_{2006} = P_{1991} + IN\ NET + AP\ hist.$$

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 2007 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].

³ 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_t) de los partícipes con la siguiente ecuación: $IN\ NET_t = P_t - P_{t-1} (1+R_t)$. 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*, 1991-2007

Patrimonio 2007 = Patrimonio 1991 + Inversiones netas 1992-07 + Apreciación. P2007 = P1991 + IN NET + AP

(datos en millones euros)		Patrimonio (millones de euros)		Historia del período 1992-2007		Si rentabilidad = <i>benchmark</i>		Diferencia: historia frente a <i>benchmark</i> .	
		P2007	P1991	IN NET	AP hist.	AP bench	P 2007 bench	AP hist – AP bench.	
		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7] = [4] - [5]	[8] = [7]/[4]
RENTA FIJA	Corto plazo	92.254	15.529	41.635	35.089	49.071	106.236	-13.982	-40%
	Largo plazo	6.390	4.853	-7.817	9.353	21.826	18.863	-12.473	-133%
	Mixta	8.284	1.296	2.977	4.012	12.508	16.780	-8.496	-212%
Renta variable	Mixta	6.349	422	2.496	3.431	17.085	20.003	-13.654	-398%
	Nacional	7.825	123	396	7.306	15.371	15.891	-8.066	-110%
Internac.	Renta fija	903	256	-145	792	1.677	1.789	-886	-112%
	R. fija mixta	4.733	470	2.662	1.600	6.364	9.497	-4.764	-298%
	R. variable mixta	2.708	53	2.375	280	2.555	4.983	-2.275	-813%
	Variable euro	7.717	102	5.994	1.621	9.646	15.742	-8.025	-495%
	Variable Europa	5.703	14	4.588	1.101	1.989	6.591	-888	-81%
	Variable Estados Unidos	805	5	1.151	-352	-171	986	-181	51%
	Variable Japón	443	1	1.086	-645	-540	547	-104	16%
	Variable emergentes	2.111	7	1.139	966	1.142	2.287	-176	-18%
	Variable resto	4.462	11	7.344	-2.893	3.306	10.661	-6.199	214%
Garantiz.	Globales	27.707	90	25.219	2.397	11.226	36.536	-8.828	-368%
	Renta fija	18.110	0	13.028	5.082	6.620	19.648	-1.538	-30%
	Renta variable	42.192	0	31.151	11.040	20.353	51.504	-9.312	-84%
	TOTAL FONDOS	238.699	23.234	135.282	80.184	180.027	338.542	-99.843	-125%

El patrimonio de todos los fondos pasó de 23.234 millones de euros en 1991 a 238.699 millones en 2007. Este aumento se debió a la inversión neta de los partícipes (135.282 millones de euros) y a la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2007 (80.184 millones de euros). 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 180.027 millones de euros, esto es, 100 millardos más de los que obtuvieron (un 125% de la apreciación de los fondos). Por consiguiente, podemos decir para el conjunto de los fondos de inversión en España, que de los 180.027 millones de euros que habrían obtenido siguiendo los *benchmarks* indicados, los partícipes obtuvieron sólo 80.184 millones. Utilizando la escasa información histórica que proporciona la CNMV sobre comisiones cobradas por los fondos de inversión⁴, podemos calcular el total de comisiones y gastos repercutidos (las comisiones explícitas) en 1992-2007, que ascendió a 34 millardos de euros. Los restantes 66 millardos (100-34) se deben a las comisiones ocultas⁵ y a las decisiones de inversión.

⁴ 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 de 1,33% en 2002; 1,21% en 2003 y 2004; 1,2% en 2005 y 1,17% en 2006.

⁵ 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.

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 2002-2007 habría sido 83.693 millones de euros, esto es, 41.617 millones más de los 42.076 millones que obtuvieron. Estos 41.617 millones representan el 99% de la apreciación que realmente obtuvieron los fondos. Utilizando la escasa información histórica que proporciona la CNMV, sobre comisiones cobradas por los fondos de inversión, estimamos las comisiones explícitas en 2002-2007, en 13.385 millones de euros. Los restantes 28.232 millones (41.617-13.385) 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*, 2002-2007

Patrimonio 2007 = Patrimonio 2002 + Inversiones netas 2003-2007 + Apreciación. P2007 = P2002 + IN NET + AP

(en millones euros)		Patrimonio (millones de euros)		Historia del período 2003-2007		Si rentabilidad = <i>benchmark</i>		Diferencia: historia frente a <i>benchmark</i> :	
		P2007	P2002	IN NET	AP hist.	AP <i>bench.</i>	P 2007 <i>bench.</i>	AP hist. – AP <i>bench.</i>	
		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7] = [4] - [5]	[8] = [7]/[4]
RENTA FIJA	Corto plazo	92.254	80.329	3.451	8.474	12.353	96.133	-3.879	-46%
	Largo plazo	6.390	10.503	-5.003	889	1.545	7.046	-656	-74%
	Mixta	8.284	6.396	388	1.499	3.359	10.143	-1.859	-124%
Renta variable	Mixta	6.349	6.878	-3.617	3.088	7.991	11.252	-4.903	-159%
	Nacional	7.825	3.962	-3.817	7.679	10.224	10.370	-2.545	-33%
Internac.	Renta fija	903	1.544	-742	101	64	866	37	37%
	R. fija mixta	4.733	7.532	-3.444	645	322	4.409	324	50%
	R. variable mixta	2.708	2.410	-575	873	1.409	3.243	-536	-61%
	Variable euro	7.717	3.230	1.792	2.695	6.007	11.029	-3.312	-123%
	Variable Europa	5.703	2.261	1.393	2.049	2.339	5.992	-290	-14%
	Variable Estados Unidos	805	691	-63	177	216	844	-39	-22%
	Variable Japón	443	380	36	27	49	465	-22	-80%
	Variable emergentes	2.111	252	800	1.059	1.032	2.085	26	3%
	Variable resto	4.462	3.903	-1.262	1.820	3.858	6.500	-2.038	-112%
	Globales	27.707	2.409	22.736	2.562	11.873	37.019	-9.312	-364%
Garantiz.	Renta fija	18.110	15.107	1.460	1.542	2.002	18.569	-459	-30%
	Renta variable	42.192	23.012	12.288	6.892	19.050	54.349	-12.158	-176%
TOTAL FONDOS		238.699	170.801	25.822	42.076	83.693	280.316	-41.617	-99%

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.

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*	2007
RENDA FIJA	Corto plazo															0,74%	0,52%
	Largo plazo															1,20%	0,86%
	Mixta															1,39%	1,08%
Renta variable	Mixta															1,91%	1,36%
	Nacional															1,96%	1,40%
Internac.	Renta fija															1,28%	0,76%
	R. fija mixta															1,42%	1,00%
	R. variable mixta															1,65%	1,21%
	Variable euro															2,00%	1,45%
	Variable Europa															2,20%	1,55%
	Variable Estados Unidos															1,75%	1,16%
	Variable Japón															1,98%	1,51%
	Variable emergentes															2,31%	1,92%
	Variable resto															2,07%	1,50%
	Globales															1,37%	1,00%
Garantiz.	Renta fija															0,79%	0,55%
	Renta variable															1,46%	1,11%
TOTAL FONDOS																1,21%	0,85%

Cuadro 1.7 **	TOTAL FONDOS					1,55%	1,56%					1,33%	1,21%	1,21%	1,20%	1,17%	
Cuadro 2.6**	TOTAL FIM		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**	TOTAL FIAMM		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**	TOTAL garantizados											1,31%	1,33%	1,43%	1,39%	1,34%	

* 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).

Fuente: CNMV.

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 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 14,6%. En el período 1997-2001, en que las rentabilidades anuales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron del 15,9% y 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 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 1992-1996 con la del IBEX 35 (sin dividendos). La comparación no es correcta, al no incluir los dividendos en el índice, pero el autor 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 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 1995-2000 con la del Índice General de la Bolsa de Madrid (sin dividendos), y concluyeron que 16 de ellos obtuvieron una rentabilidad superior a la del IGBM. Sin embargo, los 40 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la del ITBM y a la del IBEX 35 (ajustado por dividendos): en el período 1995-2000, en que las rentabilidades trimestrales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron del 6,9% y 6,5%, el fondo con mayor rentabilidad (Citifondo RV) obtuvo una rentabilidad trimestral media del 6,0%.

Respecto a la rentabilidad de los fondos de inversión en 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”⁶, 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%.

⁶ 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 inversión⁷ (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	16 años
Renta variable nacional	Benchmark: ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid)	24,5%	25,9%	13,7%	16,4%
	IBEX 35 con dividendos	22,5%	24,1%	10,4%	15,1%
	IBEX 35 con igual ponderación	22,2%	25,7%	13,1%	16,4%
	Top 20 DIV. ponderado	26,3%	28,8%	20,6%	22,3%
	Top 25 DIV. ponderado	26,4%	26,0%	19,4%	22,0%
	Top 25 DIV. igual pond.	21,5%	24,8%	20,2%	20,8%
	Top 30 DIV. ponderado	27,0%	26,3%	20,5%	22,6%
	Top 20 Book/P ponderado	40,9%	36,5%	30,6%	30,8%
	Top 20 Book/P igual pond.	32,8%	32,8%	20,8%	25,1%
	Top 25 Book/P ponderado	31,1%	30,5%	28,4%	28,2%
	Top 25 Book/P igual pond.	31,5%	31,6%	20,9%	23,8%
	Top 30 Book/P ponderado	29,7%	30,4%	26,4%	27,5%
Renta fija corto plazo	Benchmark: AFI SPAIN GVT 1 DAY TREAS.BILL REPO	2,9%	2,6%	3,2%	5,5%
	AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL	2,7%	2,7%	3,4%	5,8%
	Roll-over Letras a 12 meses (BDE)	3,2%	2,8%	3,3%	5,5%
Renta fija largo plazo	Benchmark: 50% 3 años y 50% 10 años	2,2%	3,7%	5,1%	8,5%
	ES BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX	2,08%	4,26%	5,76%	9,51%

⁷ El Anexo 5 muestra 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 2 años) ha sido la rentabilidad de los repos a 1 día, a pesar de que 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 3 años y un 50% de bonos a 10 años, sensiblemente inferior a la de los bonos a 10 años.

6. 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 (discriminación fiscal) a favor de los fondos (y en contra del inversor individual), el Estado “anima” a los ciudadanos a colocar 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.

7. Conclusiones

Cuando un inversor entrega su dinero a una gestora de fondos para que se lo gestione, espera que obtenga una rentabilidad superior a la que podría 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 diez años, la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la inflación.

En los últimos diez y dieciséis años, la rentabilidad promedio de los fondos fue inferior a la rentabilidad de una inversión en bonos del Estado con cualquier plazo.

A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2007, 8.264.240 partícipes tenían un patrimonio de 238.699 millones de euros en los 2.907 fondos de inversión existentes.

Utilizando unos *benchmarks* conservadores, sólo 30 de los 935 fondos con diez años de historia han obtenido una rentabilidad superior a su *benchmark*. Por ejemplo, de los 61 fondos de renta variable nacional con diez años de historia, ninguno 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 dieciséis años no hubiera sido la realmente obtenida, sino el *benchmark* de su categoría, la apreciación de los fondos en el período 1992-2007 habría sido de 180 millardos de euros en lugar de los 80 millones que

obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a 34 millardos de euros. Los restantes 66 millardos (100-34) se deben a las comisiones ocultas y a las decisiones de inversión.

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 y *benchmarks*

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 (Índice Total de la Bolsa de Madrid).
 - 5) RENTA VARIABLE MIXTA. Entre 30% y 75% de la cartera en renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 30% RENTA FIJA LARGO PLAZO y 70% ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid).
 - 6) RENTA VARIABLE NACIONAL. > 75% de la cartera en renta variable cotizada en mercados españoles, incluyendo activos de emisores españoles cotizados en otros mercados. La inversión en renta variable nacional debe ser, al menos, el 90% de la cartera de renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid).
- 1), 2), 3) y 4): Activos en monedas 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 (Índice Total de la Bolsa de Madrid).
 - 12) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EUROPA. > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable europea > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 50% Eurostoxx 50 y 50% Footsie 100.
 - 13) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL 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.
 - 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.

Anexo 2

Evolución del patrimonio, del número de fondos y del número de participes por categorías. 1991-2007

Patrimonio (millardos de euros)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
RENDA 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	92,3
	Largo plazo	4,9	8	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	6,4
	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	9,3	8,3
Renta variable	Mixta	0,42	0,6	1,8	1,9	1,6	2,7	7	11,5	13,4	12,2	9,9	6,9	6,7	6,4	6,7	6,8	6,3
	Nacional	0,12	0,1	0,4	0,7	0,6	1,4	3,8	6,4	7,7	6,5	5,5	4	5,6	7,9	9,6	10,7	7,8
Internac.	Renta fija	0,26	0,44	1,1	1,1	1	1,1	1,5	1,5	1,6	2,1	2,1	1,5	1,4	2,2	2,2	1,6	0,9
	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	4,6	5,3	4,7
	R. variable mixta	0,05	0,06	0,15	0,28	0,26	0,7	2	3,3	4,5	5,6	4,5	2,4	2,5	3,1	3,5	3,6	2,7
	Variable euro	0,1	0,09	0,27	0,47	0,45	1	2,7	4,3	6	7,7	5,3	3,2	3,5	3,5	5,1	6,5	7,7
	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	5,7
	Variable Estados Unidos	0	0,01	0,01	0	0	0,01	0,06	0,14	0,58	1,12	1,04	0,69	1,03	0,88	1,08	1,31	0,8
	Variable Japón	0	0	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	0,4
	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	2,1
	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	4,6	5,4	4,5
	Globales	0,09	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,1	2,1	2,3	3	2,4	7,1	16,1	22,9	30,7	27,7
Garantiz.	Renta fija					1,5	6,6	13,7	17,8	14,9	15	16,2	15,1	12,6	14,4	14,5	16,7	18,1
	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	42,2
TOTAL FONDOS		23,2	37,8	61,6	67,6	73,3	112	162	204	206	183	180	171	198	220	246	254	238,7

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de fondos																		
RENDA FIJA	Corto plazo	137	181	218	234	249	298	352	376	400	398	371	372	411	398	357	373	386
	Largo plazo	66	89	101	105	118	136	157	165	166	173	162	151	155	154	153	147	144
	Mixta	48	58	65	77	85	99	123	153	181	194	177	167	166	154	142	142	136
Renta variable	Mixta	43	50	62	76	83	91	133	165	184	196	189	189	180	160	147	146	144
	Nacional	23	26	30	46	43	52	74	88	91	93	102	102	111	114	119	120	122
Internac.	Renta fija	12	16	23	26	27	31	41	45	51	60	59	65	67	69	71	72	65
	R. fija mixta	11	18	22	26	28	32	38	53	75	84	83	90	97	83	72	75	76
	R. var. mixta	5	6	13	20	22	31	44	60	75	88	103	107	109	85	80	80	79
	Variable euro	9	11	14	17	19	21	32	66	86	99	109	102	107	105	112	112	119
	Var. Europa	4	4	4	6	7	7	19	29	36	50	65	61	63	63	67	68	71
	Variable Estados Unidos	1	1	1	1	1	2	6	9	23	37	48	50	49	44	41	41	43
	Variable Japón	1	1	2	2	2	2	2	7	16	29	29	28	27	23	24	26	25
	Var. emergentes	2	2	2	2	3	4	11	11	17	38	39	35	34	41	43	51	59
	Variable resto	4	7	8	10	10	16	51	91	139	207	220	229	210	176	164	164	159
	Globales	8	10	14	15	16	20	40	57	82	104	164	131	180	258	295	351	423
Garantiz.	Renta fija					27	82	167	188	184	195	209	210	215	226	230	272	262
	Renta variable					12	35	168	304	348	381	411	398	442	501	499	539	594
TOTAL FONDOS		374	480	579	663	752	959	1458	1867	2154	2426	2540	2487	2623	2654	2616	2779	2.907

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Participes (miles)																		
RENDA 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	2.450
	Largo plazo	360	625	536	515	408	596	726	830	546	325	318	274	284	289	310	331	354
	Mixta	136	93	94	104	92	177	354	614	712	567	384	290	292	291	313	314	297
Renta variable	Mixta	50	41	87	110	82	113	302	503	565	558	463	384	361	327	291	257	260
	Nacional	20	27	31	49	41	63	173	286	298	292	262	256	279	356	371	348	309
Internac.	Renta fija	39	44	46	44	34	32	53	59	73	71	70	58	70	104	106	114	72
	R. fija mixta	43	51	108	99	84	95	195	398	490	432	395	338	210	182	195	216	214
	R. var. mixta	3	4	10	17	14	25	67	126	158	249	233	201	176	143	131	110	91
	Variable euro	2	3	23	40	33	49	124	187	210	313	292	252	248	223	258	290	300
	Var. Europa	2	2	4	9	7	10	49	164	124	229	191	188	180	195	244	260	259
	Variable Estados Unidos	0	0	0	0	0	0	2	4	27	43	40	41	44	72	81	131	50
	Variable Japón	0	0	1	1	1	1	1	3	52	91	74	68	61	67	86	85	52
	Var. emergentes	1	1	2	2	2	2	19	24	24	43	37	34	32	46	78	112	157
	Variable resto	2	3	13	17	12	13	54	129	363	732	660	626	577	509	425	397	303
	Globales	5	5	5	7	5	6	15	18	53	79	92	92	183	511	564	880	772
Garantiz.	Renta fija					105	291	538	660	566	548	597	550	430	494	544	584	578
	Renta variable					9	81	492	1.145	1.268	1.180	1.158	1.134	1.619	1.656	1.903	1.785	1.747
TOTAL FONDOS		1.145	1.677	2.548	2.794	2.944	4.290	6.243	7.984	8.012	7.655	7.449	7.127	7.632	8.041	8.555	8.820	8.264

Patrimonio medio por fondo (millones de euros)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
RENTA FIJA	Corto plazo	113	144	183	196	206	240	230	192	167	128	178	216	225	242	279	257	239
	Largo plazo	74	90	140	127	106	139	152	167	93	64	72	70	64	63	65	48	44
	Mixta	27	28	39	33	29	47	71	100	93	70	51	38	37	47	56	65	61
Renta variable	Mixta	10	12	29	25	20	30	53	70	73	62	52	36	37	40	45	47	44
	Nacional	5	5	14	14	15	26	51	73	84	70	54	39	50	69	81	89	64
Internac.	Renta fija	21	27	49	42	37	35	36	34	32	35	36	24	20	32	31	23	14
	R. fija mixta	43	31	42	31	27	37	109	198	179	142	107	84	49	49	63	71	62
	R. var. mixta	11	10	11	14	12	23	44	56	59	64	44	23	23	37	44	45	34
	Variable euro	11	8	19	27	23	46	85	65	70	77	49	32	32	33	46	58	65
	Var. Europa	4	4	13	15	11	20	46	100	103	105	58	37	43	50	76	98	80
	Variable Estados Unidos	5	8	6	4	3	6	10	15	25	30	22	14	21	20	26	32	19
	Variable Japón	1	1	4	4	4	3	3	8	53	36	19	14	16	24	63	40	18
	Var. emergentes	3	5	15	10	5	5	23	22	19	13	10	7	9	13	30	32	36
	Variable resto	3	7	16	16	12	11	21	26	55	47	29	17	20	23	28	33	28
	Globales	11	13	16	19	17	16	15	20	25	22	18	18	39	62	78	88	66
Garantiz.	Renta fija					57	81	82	95	81	77	77	72	59	64	63	61	69
	Renta variable					18	53	67	87	85	70	61	58	83	79	92	82	71
TOTAL FONDOS		62	79	106	102	97	117	111	109	95	76	71	69	75	83	94	92	82

Patrimonio medio por partícipe (miles de euros)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
RENTA FIJA	Corto plazo	32	34	25	26	25	26	26	25	27	27	30	34	36	37	37	37	38
	Largo plazo	13	13	26	26	31	32	33	33	28	34	37	38	35	34	32	21	18
	Mixta	10	17	27	25	27	27	25	25	24	24	24	22	21	25	26	30	28
Renta variable	Mixta	8	14	21	17	20	24	23	23	24	22	21	18	19	20	23	27	24
	Nacional	6	5	13	13	16	22	22	22	26	22	21	15	20	22	26	31	25
Internac.	Renta fija	7	10	24	25	29	34	28	26	22	29	31	27	19	21	20	14	13
	R. fija mixta	11	11	8	8	9	13	21	26	27	28	23	22	23	22	23	25	22
	R. var. Mixta	20	14	15	17	19	28	29	27	28	23	19	12	14	22	27	33	30
	Variable euro	41	28	11	12	14	19	22	23	29	25	18	13	14	16	20	23	26
	Var. Europa	9	7	12	10	11	15	18	18	30	23	20	12	15	16	21	26	22
	Variable Estados Unidos	27	39	30	33	57	26	40	38	22	26	26	17	24	12	13	10	16
	Variable Japón	12	12	14	12	11	12	9	19	16	11	8	6	7	8	18	12	9
	Var. emergentes	7	7	14	8	7	10	13	10	13	12	10	7	9	12	16	14	13
	Variable resto	5	16	10	10	10	13	19	18	21	13	10	6	7	8	11	14	15
	Globales	19	25	42	41	51	52	40	63	39	29	33	26	39	31	41	35	36
Garantiz.	Renta fija					15	23	25	27	26	27	27	27	29	29	27	29	31
	Renta variable					24	23	23	23	23	23	22	20	23	24	24	25	24
TOTAL FONDOS		20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	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 (IN NET_t) de los partícipes con la siguiente ecuación: $IN\ NET_t = P_t - P_{t-1} (1+R_t)$. 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*.

Suscripciones netas (millones de euros)		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	3 años	5 años	10 años	16 años
		Renta fija	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	-6.212	-9.978	3.452	-5.959
Largo plazo	4.853	2.946	3.723	-293	-2.174	5.092	3.732	2.432	-11.784	-4.887	84	-1.686	-823	-494	-43	-2.944	-697	-3.684	-5.001	-20.842	-7.816	
Mixta	1.296	221	671	15	-297	1.693	3.821	5.558	981	-3.367	-4.351	-2.357	-533	749	500	864	-1.192	172	388	-3.148	2.976	
Renta variable	422	170	1.049	208	-506	558	3.816	3.256	576	-304	-1.398	-1.311	-938	-801	-442	-703	-733	-1.878	-3.617	-2.798	2.497	
Nacional	123	22	205	286	-95	471	1.945	1.509	191	141	-376	-86	481	1.205	168	-1.948	-3.724	-5.504	-3.818	-2.439	395	
Renta fija	256	167	545	10	-194	-23	249	2	47	356	2	-564	-201	825	-115	-524	-728	-1.367	-743	-900	-146	
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	-630	307	-3.444	-464	2.661	
R. variable mixta	53	6	71	139	-47	356	1.129	1.173	544	1.464	-648	-1.238	-135	542	39	-105	-918	-984	-577	718	2.372	
Variable euro	102	-12	146	225	-77	342	1.463	967	253	2.036	-823	-319	-287	-280	880	475	1.004	2.359	1.792	3.906	5.993	
Variable Europa	14	2	29	43	-22	35	712	1.824	-597	2.031	-461	-402	144	231	1.189	749	-919	1.019	1.394	3.789	4.588	
Internacionales	5	3	-4	-2	-1	7	47	54	413	578	119	0	286	-151	92	188	-477	-197	-62	1.102	1.152	
Variable Estados Unidos	1	0	6	2	-3	1	48	762	442	-165	-39	-3	107	729	-375	-422	-422	-68	36	1.084	1.087	
Variable Japón	7	3	14	-7	-8	1	225	42	-31	240	-111	-30	-19	180	454	50	136	640	801	911	1.139	
Variable emergentes	11	38	65	44	-58	2	848	1.084	4.253	3.503	-1.003	-169	-152	-310	-232	310	-877	-799	-1.261	6.407	7.346	
Variable resto	90	41	65	71	-37	-64	240	411	775	348	865	-232	4.589	8.779	5.883	6.932	-3.446	9.369	22.737	24.904	25.220	
Globales																		2.850	1.461	230	13.030	
Garantizados																		-2.090	12.288	20.192	31.149	
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	977					
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	-2.947					
TOTAL FONDOS	23.234	12.625	17.953	3.874	-290	31.989	42.440	28.992	-8.657	-19.578	958	-845	20.388	15.269	15.845	-3.873	-21.805	-9.833	25.824	26.694	135.285	

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.

Nuestros fondos le aportan:

- *Selección óptima*. Seleccionamos a los *mejores especialistas* en cada clase de activo para que tenga acceso *siempre* a los *mejores gestores*.
- *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*.

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.

Empiece ya a *ahorrar sin ningún esfuerzo* y compruebe cómo crece su dinero.

Con nuestros fondos podrás conseguir un *alto potencial de rentabilidad* y beneficiarte de comisiones de las más bajas del mercado. En concreto, puedes ahorrarte entre un 51% y 65% del máximo legal permitido.

Hay una cosa segura, cuantas menos comisiones pagues, más dinero para tu bolsillo.

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

Nuestros fondos le permiten sacar partido a su dinero de una forma cómoda, sin que usted tenga que realizar ningún tipo de actividad.

Si aún le quedan varios años para jubilarse, disponemos de *fondos de alto rendimiento* que pueden ayudarle a reunir la suma que le hará falta para aportar unos ingresos extra a su pensión.

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

Hemos *capitalizado la experiencia y ventajas* adquiridas en el tiempo.

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

Anexo 6

Noticias de prensa sobre la evolución de los fondos de inversión

En 2007:

La rentabilidad media ponderada en los últimos doce meses ha sido del 2,40%. Con el último día del año se cerraron los porcentuales acumulados de 2007, que nos muestra la realidad de los fondos de inversión tal cual es: rentabilidades moderadas a bajas, producto de un segundo semestre para el olvido a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime*. Salvo los renta variables emergentes, las categorías que obtuvieron beneficios lo hicieron de forma muy moderada. A pesar del riesgo de la inversión, la mayoría de ellos obtuvieron ganancias por debajo de lo que ofrecen las distintas entidades por una simple y segura imposición a plazo... Esperemos que 2008 sea más beneficioso...

En 2006:

Más de la mitad de los fondos de inversión obtuvieron en 2006 una rentabilidad superior a la del mercado. El 54% de los fondos de inversión cerraron el año pasado con ganancias reales. De los 2.585 fondos que se vendían a finales de 2005 y permanecieron en el mercado a lo largo de todo 2006, 1.395 acabaron el ejercicio siendo rentables, ya que sus ganancias superaron a la inflación, que fue del 2,7%.

Por productos, el que ofreció una mayor rentabilidad fue el fondo global CS Euroceánico Global (Crédit Suisse), que ganó el 158,3%, seguido del de renta variable de la eurozona BK Pequeñas Compañías (Bankinter), que ganó el 60,8%. El lado negativo de la tabla lo encabezó el Córdoba Rural Rentabilidad Absoluta, que arrojó pérdidas del 36,07%. El Morgan Stanley Euro/Dólar 2005, fondo garantizado, cedió el 17,2%; el Morgan Stanley Dinerario perdió el 16,9%, y el Gaesco Japón cayó el 16,6%.

En 2005:

Los fondos de inversión cerraron 2005 con unas ganancias del 4,75%, una cifra que supera la inflación provisional del ejercicio -3,8%- y que supone la mayor rentabilidad en los últimos seis años, según Inverco.

Por tercer año consecutivo, todas las familias cerraron con plusvalías, aunque la que más rindió fue la que agrupa a los fondos que invierten en las bolsas de los países emergentes (54%). Tras ellos, los productos más rentables fueron los que destinan sus activos a la renta variable japonesa, ya que entre enero y diciembre de 2005 obtuvieron unas plusvalías del 39,8%.

Los fondos del mercado monetario (FIAMM), en cambio, fueron los que menos ganaron en 2005, un 1,17%, seguidos de los de renta fija a corto plazo, con el 1,53%, y los garantizados de renta fija, 1,87%.

Pese a que los fondos más rentables fueron los de renta variable, los productos conservadores se convirtieron en los mayores receptores de dinero, ya que en los de renta fija a corto plazo se invirtieron 4.960 millones de euros; en los globales, 3.738 millones, y en los garantizados de renta variable, 2.984 millones.

En 1997:

En 1997, los fondos han vuelto a erigirse como el producto financiero más rentable. El beneficio medio obtenido ha estado muy por encima de la rentabilidad de las letras a un año o los depósitos bancarios (alrededor del 5%). Sólo la inversión directa en acciones ha generado un rendimiento superior (la Bolsa de Madrid subió un 40% en 1997). Sin embargo, la compra de acciones es, en opinión de los expertos, una inversión mucho más arriesgada que tomar participaciones en los fondos de inversión.

Las instituciones de inversión colectiva están dirigidas por gestores que estudian día a día los mercados financieros y deciden, según las circunstancias, qué y cuándo comprar y vender.

Los fondos invierten en muchos valores a la vez, por lo que el pequeño ahorrador tiene más posibilidades de diversificar. Los gestores consideran, además, que en 1998 nos enfrentamos a una bolsa difícil.

Anexo 7

Algunos comentarios de los lectores de versiones anteriores de este documento

Sinceramente pensaba que, por lo menos, los buenos gestores batían el índice en 3 o 4%. Si los gestores no son capaces de mejorar el ITBM, ¿cuál es su papel? ¿No es mejor invertir directamente en acciones?

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...

Cualquier gestor que pudiese garantizar que bate el índice llevaría ya mucho tiempo en las Bahamas.

El caso Bestinver merece un homenaje... y un análisis, para aprender.

Siempre lo he tenido claro: quien gana es la gestora y la entidad depositaria. Antes que un fondo es mejor comprar directamente las acciones.

Fondos con pocos movimientos, e inversiones en valores de grandes empresas por fundamentales, a la larga (10 años) sí superan la rentabilidad del IBEX.

No se entiende a la luz de la mediocridad generalizada, cuando no inutilidad total de muchos gestores de fondos sobre la bolsa española, que la AEAT mantenga esa fiscalidad tan favorable a dichos productos. Ahora se puede cambiar de fondo (de gestor) sin penalizaciones, pero el particular no dispone de los beneficios fiscales de que gozan los fondos de inversión.

Si los mercados son eficientes, la rentabilidad media esperada de un fondo (con la volatilidad del índice) es la rentabilidad del índice menos todos los costes absorbidos por el fondo. La cuestión es cuáles y cuántos deberían ser los costes imputables a un fondo y decidir si dichos costes compensan o no cualquier otra forma alternativa de acceder al índice. Costes para un inversor: fiscales, costes de transacciones, de gestión, operativos (auditoría, valor liquidativo diario) y distribución. Discutir esto es como discutir si los tomates en el supermercado deberían valer lo mismo que lo que le pagan al agricultor en la mata.

Las gestoras pagan a las redes bancarias de distribución entre el 80% y el 95% de las comisiones ingresadas.

La gestión de un fondo debe dar a un partícipe los siguientes elementos de valor (que otras inversiones no dan):

- Una rentabilidad en línea con el índice (no superior, ya que la teoría de eficiencia de los mercados dice que estadísticamente es imposible alcanzarla o prometerla) antes de costes.
- Unos costes razonables basados en elementos de valor tales como: liquidez diaria, diversificación, control operativo el patrimonio con su *reporting* adecuado, cargas fiscales implícitas, un excelente asesoramiento en la red que recomiende cual es el *asset allocation* adecuado a las necesidades personales de cada cliente, seguridad.

Efectivamente, parece que casi ningún gestor de fondos se gana sus *fees*.

Tengo sólo dos ideas: 1. Inversión directa en bolsa mejor que a través de fondos. 2. Bestinver parece ser la única gestora seria.

Esto me recuerda el ejemplo del mono que ha sacado mayor rendimiento con su fondo que los expertos.

La "invención" del *benchmark* supuso la vía de escape para que gestores mediocres se justificaran con un índice. Pero quiero realzar la figura del buen gestor. Es fundamental confiar en la trayectoria profesional de la persona al margen del nombre del fondo o de la entidad para la que trabaje.

Muchas gracias, pero me temo que como sigas publicando estos estudios no vendemos un fondo por muchos años...

Unos pocos gestores han sido capaces de batir a los índices a lo largo de períodos largos. El más conocido es Warren Buffet (Berkshire Hathaway). Compran acciones que encuentran infravaloradas y esperan los años que haga falta a que el mercado reconozca su valor. Si, una vez compradas, siguen bajando, se alegran porque pueden comprar más a un precio más barato.

¿Tiene todo esto algo que ver con la teoría del paseo aleatorio de Burton Malkiel?

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 pariente 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 xxxx. 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 euríbor a un año menos 10-20 puntos básicos.

Leyendo el documento, me acuerdo de Nassim Taleb y de su libro "*Fooled By Randomness*" o su muy reciente "*Black Swan*".

Son muchos los euros que se quedan por el camino en concepto de comisión por la gestión especializada de una cartera de valores, sin un resultado real que justifique la misma.

Algo o alguien altera los resultados y deja sin argumentos a los gestores de fondos que siempre tienen explicaciones para su pésima gestión de cara al inversor. Sinceramente, no creo que las "decisiones erróneas" sean tales, igual que no lo creo en las decisiones mejorables, porque, casualidad, siempre favorecen a alguien muy concreto y desfavorecen al inversor.

Hace años percibí el "camelo" de los fondos de inversión y dejé de invertir en ellos. Tan sólo lo hago algo en fondos de pensiones, pero siendo consciente que le regalo a la gestora parte de mis beneficios fiscales.

Soy *trader* y también gestiono la cartera del banco y... efectivamente, tu hija lo haría mejor que yo!!!

El gran problema es la quasi inexistencia en España de fondos *retail* pasivos (con vocación de *buy and hold*) con comisiones de fondos pasivos (es decir, claramente por debajo del 0,5%). Esto es lo que claramente diferencia la industria de fondos española de la anglosajona, y lo que la hace peor estadísticamente.

Ahora, con los ETF vale la pena analizar los costes de suscripción que cargan las grandes instituciones.

Total acuerdo: los fondos de renta variable no superan la rentabilidad de los índices del mercado, ni incluso de los más conservadores.

Los periodistas últimamente están de un peloteril con los gestores de fondos en la prensa económica que empieza a atufar.

Los fondos tienen un volumen que les permite obtener descuentos en las comisiones de compraventa de valores que un particular no conseguiría.

El gran problema de los fondos es que definen políticas (*stop loss*, etc.) que exigen muchas compraventas (puede ser para generar más comisiones ocultas). Esto disminuye mucho la rentabilidad de una inversión a largo.

Al que le instaron a vender sus acciones en los años noventa porque todo iban a ser fondos (por los ahorros fiscales) y no lo hizo... todavía se está riendo del gestor que se lo recomendó.

Yo invierto en fondos de inversión que replican índices porque tienen comisiones mucho más baratas y porque puedo tener mi propia opinión sobre lo que va a hacer un índice.

Hay muchos gestores de fondos que no aportan nada.

Hay muchos gestores diferentes: hay algunos buenos y bastantes regulares y malos.

Mejor replicar el índice + cesta de *small cap stocks* (y cubrir con bonos) y dejarse de historias.

El mercado español es muy vulnerable a una invasión anglosajona con una estrategia de compra de distribución (o acuerdo con los grandes) y mucho marketing.

Lo más importante en España es conseguir la incentivación del ahorro familiar hacia la inversión. El porcentaje de inversión en renta variable en España es mucho menor que la media europea y que la anglosajona.

Creo que los inversores buscan en los fondos una rentabilidad mayor que la inflación y los bonos... y no se plantean la mayoría superar al *benchmark*... Como bien demuestras, un inversor particular podría haber superado la rentabilidad del fondo.... pero ese "coste de tiempo, esfuerzo y dedicación"... ¿piensa el inversor que le saca mayor rendimiento de otro modo: su trabajo, vacaciones, lectura, descanso, deporte, etc.?

He conocido a muchos clientes enfadados por una rentabilidad negativa de un fondo, o por una baja rentabilidad en exceso... pero no por llevarse una porción menor de un buen pastel...

El tratamiento fiscal debería ser igual para la inversión directa y para la inversión a través de fondos de inversión. La única diferencia reside en el grado de complejidad de la operativa, pero no en la filosofía en sí de la inversión

Soy pequeño inversor en fondos de Vanguard (indexados, mínimas comisiones, y no me exigen preocuparme sobre la calidad del gestor o la letra pequeña) y de Bestinver. Esto me permite no poner cara de tonto cuando leo las portadas y los rankings de la prensa económica.

Mis primeros ahorros fueron a fondos. Tuve baja rentabilidad en uno y en el otro perdí. Primera decepción. Pensé que los extranjeros lo harían mejor. Me recomendaron unos expertos (*Growth portfolio*) y todavía tengo pérdidas después de cinco años. Por supuesto tenían comisiones: el primer año te quitaban el 4%; el 2º, 3%... Ya no compro fondos. Mi recomendación: Compra con tu criterio en bolsa y hazte tú mismo el fondo. Te irá mejor, te lo pasarás bien y solo tú tendrás la culpa si te arruinas.

Casi todos los fondos deberían devolver las comisiones: para ganar menos que un fondo indexado a la Bolsa de Madrid, no necesito a nadie.

La cuestión es tener un gestor profesional de carteras que te haga entrar en cada uno de los fondos en el momento adecuado, salirte cuando el momento "deje de ser adecuado" y volver a entrar en ese fondo u otro distinto cuando "cambien las tornas".

Si alguien compra un fondo y se queda "sentado" en el mismo a lo largo de los años, la rentabilidad no será optimizada.

Si hacemos la media de los fondos, juntando los pocos muy buenos con la gran mayoría de mediocres y malos, la rentabilidad será la de tu documento.

Me voy a comprar corriendo letras del Tesoro.

La verdad es que no sé si sería mejor noticia tener mucho dinero en fondos y haber ganado tan poco, o mi caso, tener lo suficiente para vivir, no esperar altas rentabilidades, pero al menos no sentirte "estafado"...

Los fondos de inversión son el cuento de la lechera... los únicos que de verdad ganan con ellos son los bancos.

Esto muestra que la persistencia del alpha es un cuento chino. De ahí lo difícil de la selección de fondos (de gestor, en definitiva).