

## Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 2005-2020

Pablo Fernández. Profesor de Finanzas del IESE. e-mail: [fernandezpa@iese.edu](mailto:fernandezpa@iese.edu)  
Sofía Bañuls. Asistente de investigación  
Juan Fdez. Acín. Investigador independiente

### Resumen

La rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 15 años (1,9%) fue inferior a la inversión en bonos del estado español a 15 años (3,4%) y a la inversión en el IBEX 35 (2,7%).

93 fondos de los 614 con 15 años de historia tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del estado a 15 años y 146 a la del IBEX 35. 52 fondos tuvieron rentabilidad negativa.

El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años a sus partícipes una rentabilidad total del 511% y el menos rentable del -74%. Se muestran los fondos más rentables y los menos rentables.

En 2019 había 631 fondos con 15 años de historia y en 2020 había 614.

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

14 de enero de 2021

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

**JEL:** G12, G31, M21

xPpLnMm

---

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.

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

### Análisis de años anteriores

#### Fondos de Inversión

2006	<a href="http://ssrn.com/abstract=982821">http://ssrn.com/abstract=982821</a>
2007	<a href="http://ssrn.com/abstract=1095303">http://ssrn.com/abstract=1095303</a>
2008	<a href="http://ssrn.com/abstract=1337480">http://ssrn.com/abstract=1337480</a>
2009	<a href="http://ssrn.com/abstract=1543882">http://ssrn.com/abstract=1543882</a>
2010	<a href="http://ssrn.com/abstract=1746849">http://ssrn.com/abstract=1746849</a>
2011	<a href="http://ssrn.com/abstract=2005842">http://ssrn.com/abstract=2005842</a>
2012	<a href="http://ssrn.com/abstract=2220745">http://ssrn.com/abstract=2220745</a>
2013	<a href="http://ssrn.com/abstract=2388645">http://ssrn.com/abstract=2388645</a>
2014	<a href="http://ssrn.com/abstract=2574698">http://ssrn.com/abstract=2574698</a>
2015	<a href="https://ssrn.com/abstract=2720365">https://ssrn.com/abstract=2720365</a>
2016	<a href="https://ssrn.com/abstract=2915010">https://ssrn.com/abstract=2915010</a>
2018	<a href="https://ssrn.com/abstract=3323393">https://ssrn.com/abstract=3323393</a>
2019	<a href="http://ssrn.com/abstract=3543761">http://ssrn.com/abstract=3543761</a>

#### Fondos de pensiones

2006	<a href="http://ssrn.com/abstract=989344">http://ssrn.com/abstract=989344</a>
2007	<a href="http://ssrn.com/abstract=1101578">http://ssrn.com/abstract=1101578</a>
2008	<a href="http://ssrn.com/abstract=1353103">http://ssrn.com/abstract=1353103</a>
2009	<a href="http://ssrn.com/abstract=1561522">http://ssrn.com/abstract=1561522</a>
2010	<a href="http://ssrn.com/abstract=1749394">http://ssrn.com/abstract=1749394</a>
2011	<a href="http://ssrn.com/abstract=2000213">http://ssrn.com/abstract=2000213</a>
2012	<a href="http://ssrn.com/abstract=2214903">http://ssrn.com/abstract=2214903</a>
2013	<a href="http://ssrn.com/abstract=2393382">http://ssrn.com/abstract=2393382</a>
2014	<a href="http://ssrn.com/abstract=2571287">http://ssrn.com/abstract=2571287</a>
2015	<a href="https://ssrn.com/abstract=2724056">https://ssrn.com/abstract=2724056</a>
2016	<a href="https://ssrn.com/abstract=2913216">https://ssrn.com/abstract=2913216</a>
2017	<a href="https://ssrn.com/abstract=3114149">https://ssrn.com/abstract=3114149</a>
2018	<a href="https://ssrn.com/abstract=3319461">https://ssrn.com/abstract=3319461</a>
2019	<a href="http://ssrn.com/abstract=3540947">http://ssrn.com/abstract=3540947</a>

Este documento analiza la rentabilidad de los fondos de inversión españoles para sus partícipes en los últimos 15 años (Dic. 2005-Dic. 2020). Sólo 614 fondos de los 2701 fondos recogidos por INVERCO tenían 15 años de historia. Estos 614 fondos tenían (en diciembre de 2020) 2,16 millones de partícipes y un patrimonio de 65.871 millones. Todos los fondos (2701) tenían 12,64 millones de partícipes y un patrimonio de 276.497 millones.

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

La **figura 1** muestra el resumen de la rentabilidad de los fondos de inversión españoles con 15 años de historia (614 fondos que ya existían en diciembre de 2005).

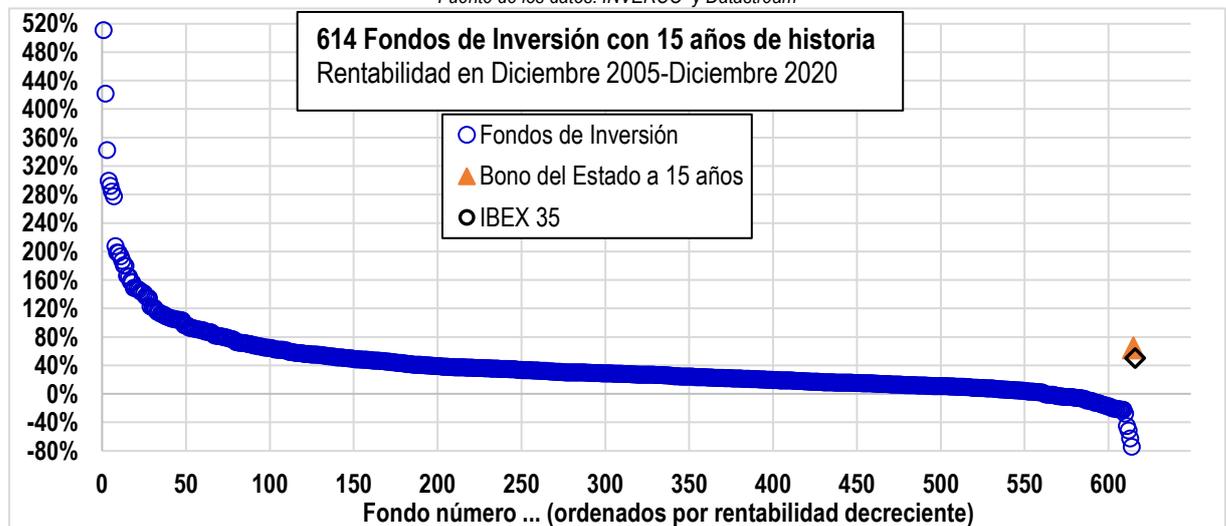
En el periodo diciembre 2005 - diciembre 2020, la rentabilidad del IBEX 35 fue 50,2% (promedio anual 2,7%), la de los bonos del Estado a 15 años 64,7% (promedio anual 3,4%) y la de los 614 fondos 1,9% (rentabilidad total 39,3%). La figura 1 muestra que:

- 93 fondos (de los 614) superaron la rentabilidad de los bonos del Estado a 15 años<sup>1</sup> y 146 la rentabilidad del IBEX 35<sup>2</sup>
- 52 de los 614 fondos tuvieron rentabilidad promedio ;negativa!

Es interesante señalar que en 2019 había **631** fondos con 15 años de historia y en 2020 había **614**. Muchos fondos han cambiado de nombre y algunos han desaparecido del listado.

**Figura 1. Rentabilidad de los 614 fondos de inversión españoles con 15 años de historia (2005-19)**

Fuente de los datos: INVERCO y Datastream



El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años a sus partícipes una rentabilidad total del 511% (promedio anual 12,82%) y el menos rentable del -74% (promedio anual -8,68%). Un euro, invertido en el 2005 en el fondo más rentable, se convirtió en 2020 en €6,11 mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en €0,26.

<sup>1</sup> Para obtener la rentabilidad de los bonos del Estado, bastó comprar un bono del Estado a 15 años en diciembre de 2005 y esperar a su amortización en diciembre de 2020.

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

La **tabla 1** muestra los fondos más rentables y los menos rentables.

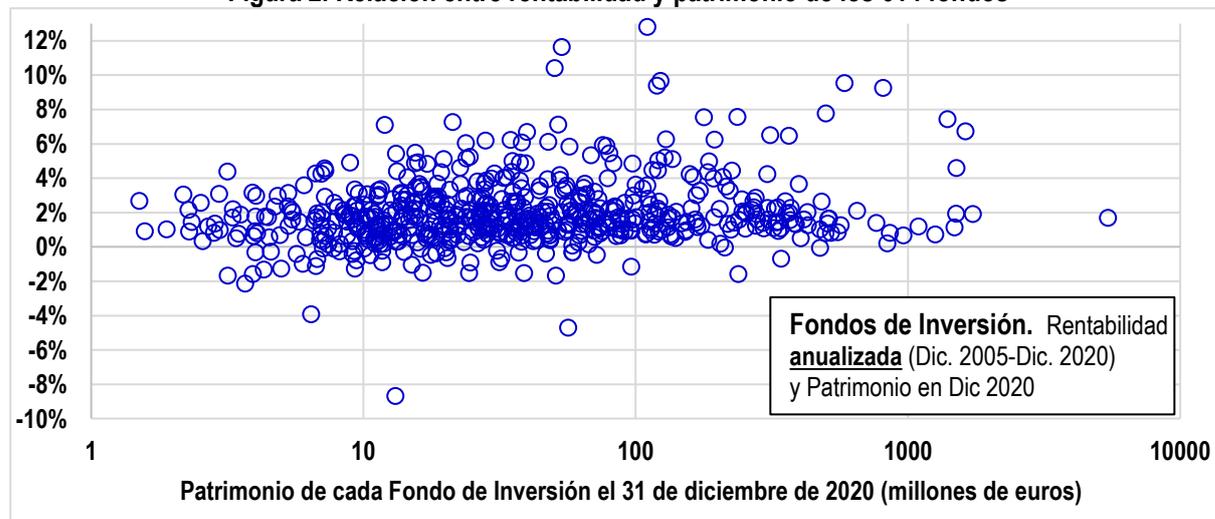
**Tabla 1. Fondos de inversión MÁS RENTABLES y MENOS RENTABLES EN 2005-2020**

Fuente de los datos: INVERCO

	Nombre del Fondo	Rentabilidad 2005-2020 15 años	Dic2020 Partí- cipes	Dic2020 (€ miles) Patrimonio	Grupo Financiero
1	BK EE.UU. NASQAD 100-R	511%	3.134	110.359	BANKINTER
2	MUTUAFONDO TECNOLOGICO-A	422%	1.456	53.584	MUTUA MADRILEÑA
3	KB BOL.NUE.ECONOM-ESTAND.	342%	2.015	50.495	KUTXABANK
4	RURAL TECNOLOG.RV-ESTAND.	299%	8.643	123.400	CAJA RURAL
5	CB COMUNIC.MUNDI-ESTAND.	292%	27.638	586.405	CAIXABANK
6	MERCHFONDO	284%	1.991	119.917	ANDBANK ESPAÑA
7	BBVA B.TECN.Y TELECOMU.	278%	49.769	812.230	BBVA
8	ING DIRECT FN S&P500	208%	27.194	500.393	CREDIT AGRICOLE
9	CAIXABAN.MULTISALUD ESTAN.	199%	19.928	236.899	CAIXABANK
10	BK INDICE AMERICA CLASE R	198%	4.073	178.249	BANKINTER
605	FONDIBAS MIXTO	-21%	1962	238.769	KUTXABANK
606	BNP PARIBAS RF MIX.GLOBAL	-21%	113	3.933	INTERBROKERS
607	FONDEMAR DE INVERSIONES	-22%	105	675	RENTA 4
608	AEGON INVERSION MV	-22%	271	3.176	LABORAL KUTXA
609	PBP RENTA MULTIACTIVO	-22%	642	50.961	SANTANDER
610	SANT.RF AHORRO CLASE I	-28%	343	3.681	BANKINTER
611	IBERCAJA FINANCIERO CLA.A	-45%	1.028	6.434	IBERCAJA
612	R4 MULTIGº/TOTAL OPPORTUN.	-51%	6	56528	IMANTIA CAPITAL
613	AC PATRIMONIO INMOBIL.	-62%	70	444	B.DEGROOF PETERCAM
614	BBVA BOLSA EUROPA FINANZAS	-74%	2.154	13.123	BBVA

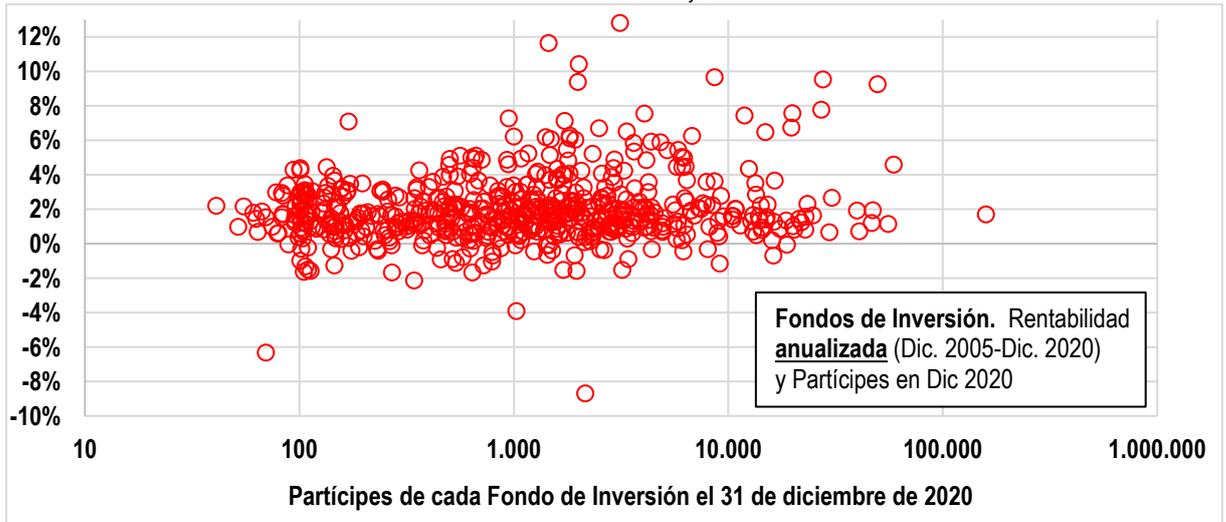
La **figura 2** muestra la escasa relación entre la rentabilidad y el patrimonio de los fondos. La **figura 3** muestra la escasa relación entre la rentabilidad y el número de partícipes de los fondos. La **figura 4** muestran la relación entre la rentabilidad en los 15 años analizados y los subperiodos de 5 años

**Figura 2. Relación entre rentabilidad y patrimonio de los 614 fondos**

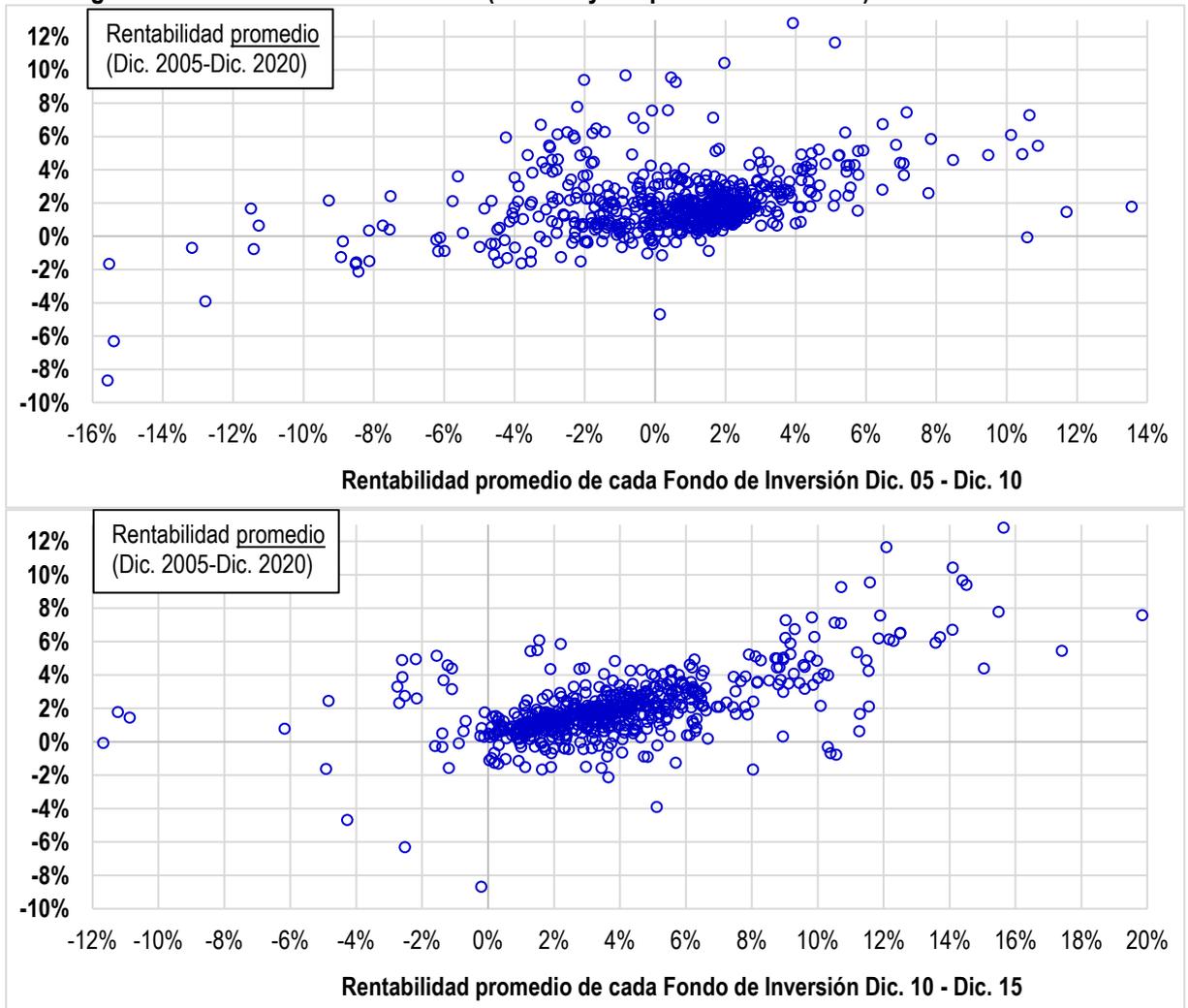


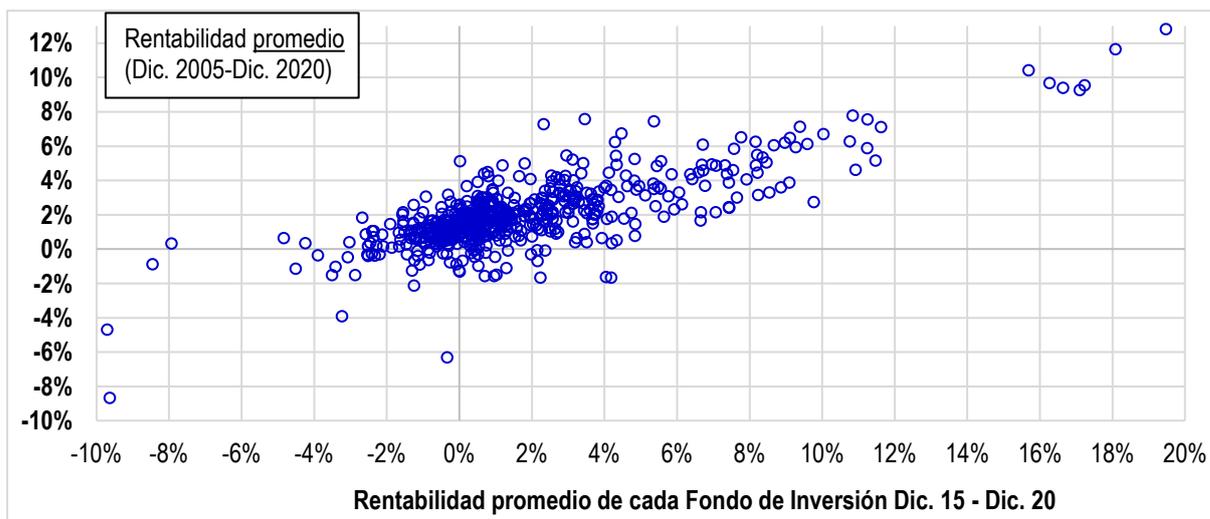
**Figura 3. Relación entre la rentabilidad y el número de partícipes de los 614 fondos de inversión españoles con 15 años de historia**

Fuente de los datos: INVERCO y Datastream



**Figura 4. Rentabilidad de cada fondo (15 años y subperiodos de 5 años).** Fuente de los datos: INVERCO





## 2. Evolución de los fondos de inversión en España

La **tabla 2** muestra los principales datos de los fondos de inversión en España. El 31 de diciembre de 2012, 4,48 millones de partícipes tenían un patrimonio de €122.322 millones en los 2.611 fondos de inversión existentes. Sorprende la gran cantidad de fondos existentes. Tras unos años de gran crecimiento, en el periodo 2007-2012 el patrimonio y los partícipes se redujeron significativamente:

- el número de partícipes descendió en 4,3 millones.
- el patrimonio descendió en €131.994 millones.
- las suscripciones netas (suscripciones menos reembolsos) fueron -€134.703 millones

**Tabla 2. Principales características de los fondos de inversión en España.** Fuente de los datos: INVERCO

	Patrimonio (€ millones)	Partícipes (millones)	rentabilidad anual ponderada	Nº de fondos	Partícipes (millones)	Δ	Suscripciones netas (€ millones)
31-dic-89	5.286	0,55		58			
31-dic-90	7.036	0,57		249	0,02		
31-dic-91	23.234	1,15	12,59%	373	0,58		
31-dic-92	37.763	1,68	9,44%	479	0,53		
31-dic-93	61.614	2,55	13,40%	578	0,87		
31-dic-94	67.557	2,79	2,88%	662	0,25		
31-dic-95	73.282	2,94	8,75%	751	0,15		
31-dic-96	112.362	4,29	9,57%	958	1,35		
31-dic-97	162.319	6,24	7,31%	1.457	1,95		
31-dic-98	203.648	7,98	7,52%	1.866	1,74		26.572
31-dic-99	205.524	8,01	5,52%	2.153	0,03		-8.302
31-dic-00	183.391	7,66	-2,66%	2.425	-0,36		-18.975
31-dic-01	179.510	7,45	-2,36%	2.540	-0,21		-847
31-dic-02	170.801	7,13	-4,14%	2.487	-0,32		4.676
31-dic-03	197.980	7,63	3,75%	2.623	0,50		21.042
31-dic-04	219.572	8,04	3,19%	2.654	0,41		16.087
31-dic-05	245.823	8,56	4,75%	2.616	0,51		16.612
31-dic-06	254.322	8,82	4,97%	2.794	0,26		-2.435
31-dic-07	238.717	8,26	2,48%	3.051	-0,55		-20.187
31-dic-08	167.644	6,07	-5,58%	2.505	-2,20		-57.752
31-dic-09	163.256	5,62	4,93%	1.926	-0,45		-12.665
31-dic-10	138.024	5,32	0,12%	2.345	-0,30		-25.415
31-dic-11	127.731	4,92	-0,52%	2.670	-0,40		-8.421
31-dic-12	122.322	4,48	5,15%	2.611	-0,44		-10.263
31-dic-13	153.834	5,10	6,37%	2.532	0,62		23.048
31-dic-14	194.818	6,48	3,92%	2.256	1,38		35.223

31-dic-15	219.965	7,71	0,99%	2.238	1,23	24.733
31-dic-16	235.437	8,28	1,14%	2.585	0,57	13.820
31-dic-17	263.123	10,34	2,64%	2.671	2,06	21.410
31-dic-18	257.551	11,22	-4,81%	2.612	0,88	8.410
31-dic-19	276.860	11,68	7,23%	2.909	0,46	1.693
31-dic-20	276.497	12,64	1,04%	2.701	0,96	1.161

### 3. Estudios sobre la rentabilidad de los fondos de inversión

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

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

Ferruz, Marco, Sarto y Vicente (2004) compararon la rentabilidad de 40 fondos de renta variable o mixta en el periodo 1995-2000 con la del Índice General de la Bolsa de Madrid (sin dividendos) y concluyeron que 16 de ellos obtuvieron una rentabilidad superior a la del IGBM. Sin embargo, los 40 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la del ITBM y a la del IBEX 35 (ajustado por dividendos): en el periodo 1995-00, en que las rentabilidades trimestrales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron 6,9% y 6,5%, el fondo con mayor rentabilidad (Citifondo RV) obtuvo una rentabilidad trimestral media del 6,0%.

El artículo de Nitzsche, Cuthbertson y O'Sullivan (2006), que es una espléndida recopilación de artículos publicados sobre la rentabilidad de los fondos de inversión en USA e Inglaterra. 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>3</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 periodo 1991-2004 las decisiones de cambio de fondo de los inversores redujeron, en promedio, su rentabilidad anual en un 1,56%.

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

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

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

<sup>3</sup> Gestión activa es aquella en la que el gestor realiza con cierta frecuencia compras y ventas de manera que cambia la composición de la cartera. 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.

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

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

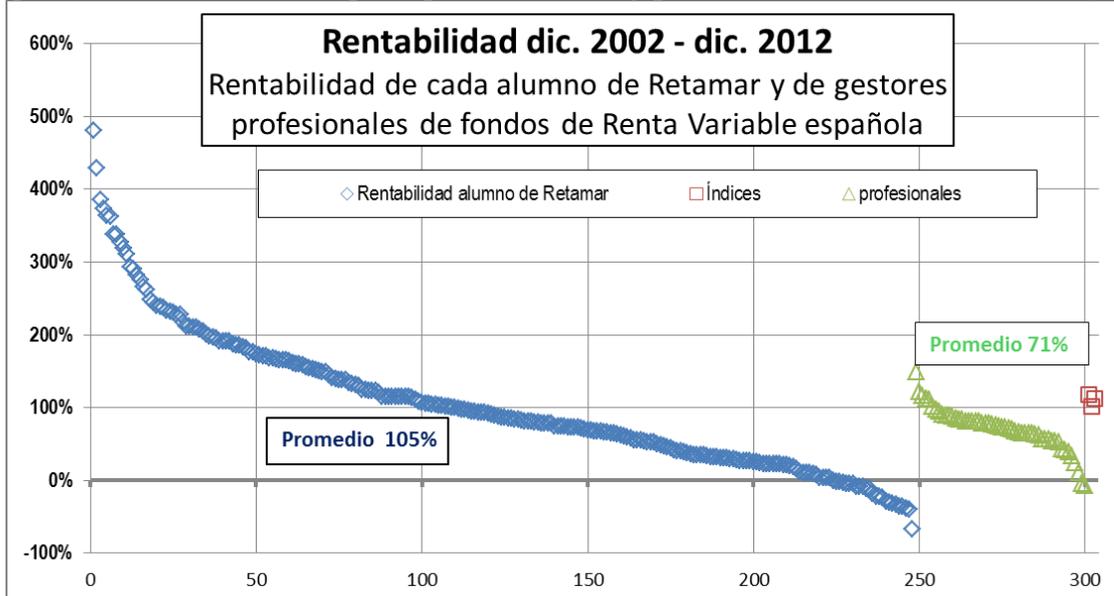
Por la asimetría fiscal (discriminación fiscal) a favor de los fondos (y en contra del inversor individual), el Estado “anima” a los ciudadanos a invertir su dinero en fondos de inversión. ¿Es esto lógico a la luz de los datos expuestos? Parece que no. En todo caso, el Estado podría “animar” a invertir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

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

Fernández Acín (2014)<sup>4</sup> muestra un interesante experimento: compara la rentabilidad que obtuvieron 248 alumnos del colegio Retamar (entre 6 y 17 años) con la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable española en el periodo 2002-2012. Los alumnos obtuvieron una rentabilidad media del 105% mientras que los fondos tuvieron 71%.

La **figura 5** compara las rentabilidades conseguidas por los fondos de inversión con las rentabilidades conseguidas por 248 alumnos.

**Figura 5. Rentabilidad conseguida por los alumnos y por los fondos.** Fuente: Fernández Acín (2014)



La figura 5 muestra que:

- 72 alumnos superaron la rentabilidad de todos los fondos

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

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

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

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

## 7. Conclusiones

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

El resultado global de los fondos no justifica la discriminación fiscal a favor de los mismos. Es injusto que un inversor que realiza directamente con su dinero las mismas operaciones que realiza el gestor de su fondo de inversión pague más impuestos que el fondo y además antes.

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

### DOMÉSTICAS

1) **FIAMM**. Se han agregado a la siguiente categoría: Renta Fija a Corto Plazo

2) **RENDA FIJA CORTO PLAZO**. Duración media de su cartera < 2 años. *Benchmark*: Rentabilidad de las letras a un año (BDE)

3) **RENDA 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) **RENDA 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) **RENDA 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) **RENDA VARIABLE NACIONAL**. > 75% de la cartera en renta variable cotizada en mercados españoles, incluyendo activos de emisores españoles cotizados en otros mercados. La inversión en renta variable nacional debe ser, al menos, el 90% de la cartera de renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).

1), 2), 3) y 4): Activos en monedas € (máximo del 5% en monedas no euro).

1), 2) y 3): No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.

### INTERNACIONALES

7) **FIAMM INTERNACIONAL**. Se han agregado a la siguiente categoría.

8) **RENDA 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

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

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

**9) RENTA FIJA MIXTA INTERNACIONAL.** < 30% de la cartera en activos de renta variable. *Benchmark:* 75% RENTA FIJA INTERNACIONAL y 25% media de Renta Variable Euro, Europa, USA y Japón.

**7), 8) y 9):** Activos en monedas no € (>5% en monedas no euro).

**10) RENTA VARIABLE MIXTA INTERNACIONAL.** Entre 30% y 75% de la cartera en renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark:* 30% RENTA FIJA INTERNACIONAL y 70% media de Renta Variable Euro, Europa, USA y Japón.

**11) RENTA VARIABLE EURO.** > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable nacional < 90% de la cartera de renta variable. < 30% en monedas no euro. *Benchmark:* 20% Eurostoxx 50 y 80% ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).

**12) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EUROPA.** > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable europea > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark:* 50% Eurostoxx 50 y 50% Footsie 100.

**13) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL USA.** > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable USA > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark:* S&P 500.

**14) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL JAPÓN.** > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable Japón > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark:* Japan-DS

**15) RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EMERGENTES.** > 75% de la cartera en renta variable. Renta variable emergentes > 75% de la cartera de renta variable. > 30% en monedas no euro. *Benchmark:* MSCI Emerging Markets Index.

**16) OTROS RENTA VARIABLE INTERNACIONAL.** > 75% de la cartera en renta variable. > 30% en monedas no euro. Fuera de anteriores categorías. *Benchmark:* Promedio de [11, 12, 13, 14 y 15].

**17) GLOBALES.** Fondos sin definición precisa de su política de inversión y que no encajen en ninguna categoría. *Benchmark:* Promedio de [11, 12, 13, 14 y 15].

**18) GARANTIZADOS RENTA FIJA.** Fondo para el que existe garantía de un tercero (bien a favor del Fondo bien a favor de los partícipes), y que asegura exclusivamente un rendimiento fijo. *Benchmark:* Promedio de AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL y ES BENCHMARK 3 YEAR DS GOVT. INDEX

**19) GARANTIZADOS RENTA VARIABLE.** Fondo para el que existe garantía de un tercero (bien a favor del Fondo bien a favor de los partícipes), y que asegura una cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable o divisa. *Benchmark:* 70% AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL y 30% IBEX 35.

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

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

**Comisión de gestión.** Es la que cobra la sociedad gestora al fondo. Puede establecerse en función del patrimonio, de los rendimientos o de ambas variables (debe consultarse en el folleto la posibilidad de que se apliquen distintas comisiones en función de la permanencia, etc.).

Los límites máximos son: el 2,25% si se calcula sobre el patrimonio, el 18% si depende de los resultados, y en caso de que se empleen ambos parámetros, no podrá exceder el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados.

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

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

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

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

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

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

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

Nuestros fondos le aportan: 1. **Selección óptima.** Seleccionamos a los **mejores especialistas** en cada clase de activo. 2.

**Gestión activa.** El **dinamismo** y los costes reducidos hacen que sea muy ventajoso para el partícipe en términos de **eficiencia**.

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

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

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

Le ofrecemos capacidad de **gestión global**.

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

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

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

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

Compruebe cómo **crece su dinero**.

Con nuestros fondos podrás conseguir un **alto potencial de rentabilidad**.

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

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

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

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

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

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

## Referencias

Cambón Murcia, María Isabel (2007), "Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión", Monografía nº 21 de la CNMV

Cambón Murcia, María Isabel (2011), "Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes", documento de trabajo nº 48 de la CNMV.

Cambón Murcia, María Isabel y Ramiro Losada (2013), "Evidence from purchases and redemptions in the Spanish equity fund market" documento de trabajo nº 56 de la CNMV.

De Lucas, A. (1998), "Fondos de inversión en España: Análisis del *Performance*", *Bolsa de Madrid*, Febrero.

Fernández, P., J.M. Carabias y L. de Miguel (2007), "Rentabilidad de los Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional en España. 1991-2006". <http://ssrn.com/abstract=985120>

Fernández Acín, Pablo (2014), "*Fondos de inversión en España: poca sensatez de la mayoría de los inversores*", <http://ssrn.com/abstract=2573195>.

Ferruz, L., Marco, I., Sarto, J.L. y Vicente, L. A. (2004), "La industria de los fondos de inversión en España: situación actual y evaluación de su eficiencia", *Tribuna de Economía* Nº 816; pg. 163-178.

Friesen, G. C. y T. Sapp(2007), "Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability", *Journal of Banking and Finance*. <http://ssrn.com/abstract=957728>

Gil-Bazo, J. y P. Ruiz-Verdú (2007), "Yet Another Puzzle? The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry". Universidad Carlos III de Madrid Business Economics Working Paper No. 06-65.: <http://ssrn.com/abstract=947448>

Kraeussl, R. y R. M.R Sandelowsky (2007), "The Predictive Performance of Morningstar's Mutual Fund Ratings". <http://ssrn.com/abstract=963489>

Nitzsche, D., K. Cuthbertson y N. O'Sullivan (2006), "Mutual Fund Performance". <http://ssrn.com/abstract=955807>

Palacios, J. y L. Álvarez (2003), "Resultados de los fondos de inversión españoles: 1992-2001", Documento de Investigación nº 486, IESE Business School - Universidad de Navarra.

## Comentarios de lectores

Creo que la CNMV debería estar presidida por alguien profesional cualificado del sector, no por un político/a.

Soy firme creyente de que la CNMV debería contar con mayor número de profesionales, mejor remunerados y que conocieran los sectores de las compañías cotizadas. Dentro de su labor debería estar el vigilar los planes de expansión, apalancamiento desorbitado y planes de negocio incumplibles, con el fin de evitar sorpresas a minoritarios que, siendo responsables de sus decisiones, no están protegidos de fraudes contables y empresas que no deberían cotizar...

La CNMV es un árbitro y como tal mucho me temo que no puede ni debe premiar ni castigar ... tan sólo asegurarse que se funciona con las reglas comúnmente aceptadas ... mientras no se resuelva primigeniamente las funciones de la CNMV no se podrá respuesta a la consulta lanzada. No es tan sencillo castigar a un fondo porque este año el resultado final desde el principio sea negativo ... durante la vida del fondo seguro que hay inversionistas que en períodos de tiempo inferiores si les ha rentado mantiene sus capitales en el fondo aunque sólo sea por ser el que menos pierde dentro de sus posibilidades ... si efectivamente nos centramos en la rentabilidad "numérica" es un "engaño" para el inversor medio, pero no para el inversor "profesional" ... quizás se podría empezar por diferenciar en la CNMV los tratamientos a unos y a otros ...

Nadie te garantiza el valor cuando inviertes, así que no puedes pedir nada. El tema está en el acceso a la información. La CNMV en mi opinión pedir ciertos criterios a los directores de los fondos, y estar obligados a hacer público su historial de fondos gestionados: capital, rentabilidad etc.

Considero que la CNMV podría tomar varias medidas:

- 1ª Que cualquier persona pudiera abrir una cuenta de inversión en la que pudiera comprar y vender acciones, ETF, bonos o fondos tributando las ganancias lo mismo que tributan los fondos de inversión (1%), mientras no retire el dinero de esta cuenta de inversión. Mantener esta prerrogativa solo para los fondos no parece justificado, teniendo en cuenta los resultados.

- 2ª Aprobar que se puedan efectuar traspasos de unas ETF a otras o de ETF a fondos sin tributar, como ahora ocurre con los fondos. Mantener esta prerrogativa para los fondos y no para las ETF solo contribuye a favorecer el negocio de los bancos en contra de los intereses de los inversores. Los inversores, para beneficiarse del favorable trato fiscal de los traspasos de fondos, han de aceptar pagar más comisiones que en las ETF y recibir una gestión que en promedio es peor que la de los índices y ETFs.

- 3ª Obligar a que los bancos comuniquen claramente a sus clientes lo que cobran de las gestoras de fondos por los fondos que comercializan, tanto por la suscripción y venta, como por la comisión de gestión.

Sin embargo veo difícil que se aprueben estas medidas, ya que van en contra del interés de los bancos y además parece que la tendencia es que en lugar de extender las facilidades para invertir a los pequeños inversores, el objetivo es quitarle las ventajas a los que ya las tienen (SICAVS de particulares).

Creo que la CNMV debería obligar a las gestoras a ser más transparentes, especialmente en lo que se refiere a los resultados y, sobre todo, comisiones de sus fondos. Pero tiene a los bancos enfrente.

Tampoco el Banco de España toma la iniciativa aunque una vez, hace mucho tiempo, estuvo a punto de hacerlo.

Cuánta razón, algunos son unos inútiles (en el mejor de los casos): tengo un fondo en latinoamérica y veo que siguen invertidos en Brasil, con la que está cayendo, mientras que existen países en mi opinión con mejores perspectivas en la zona. El deterioro del fondo, uno de los mejores valorados cuando entré, es el peor con diferencia en su grupo!

Suponía que los gestores eran gente profesional cuyo desempeño les da caché pero ya no sé qué pensar...

A mi parecer y habida cuenta de los objetivos establecidos por las CNMV, ésta debería:

- abrir una investigación a efectos de cómo se conforman los márgenes de los fondos y determinar si hay razones espurias que atentan contra los intereses del inversor.

- en la comunicación futura de los fondos obligarles a comunicar los costes asociados a los fondos y los históricos con frases del tipo:

- o este producto financiero tiene unos costes de gestión xxx estimados.

- o El hecho de que sea gestión activa incrementa el coste medio en yyy con respecto a productos similares.

- o Si bien se puede obtener una rentabilidad más alta, la realidad de los últimos 15 años es....

En fin, dotar de transparencia a los productos, de lo que son y pueden dar de sí. Es especialmente importante en una materia donde existe tanta desinformación y conocimiento por parte de los consumidores.

En mis tiempos de directivo de banca tenía prohibido decir esto que sin embargo sí comuniqué a mis padres y hermanos (obviamente, vendieron sus participaciones en fondos de inversión). TODOS los fondos cobraban una comisión de gestión que aproximadamente era del 3,5 %. Por tanto, si la rentabilidad media fue del 1,9 frente al 4,6 del Ibex está en la media.  $1,9 + 3,5 = 4,4$ .

Como asimismo, TODOS estos fondos compran y venden la mayoría de su cartera para cobrar las comisiones de compra-venta (aproximadamente entre 0,60 y 1%), realmente hacen algo de buena gestión. Si sólo cumplieran con la media de valorización del IBEX no podrían llegar al 1,9.

Ya hace más de 15 años que a mi padre le expliqué esto, y él se creó su carterita (que cambia cuando le viene en gana) y consigue unas rentabilidades de más del doble de la media del IBEX y muchísimo más que los mejores fondos referenciados al IBEX.

Esto no se explica casi nunca, pero es absolutamente cierto. Por tanto, estimo que realizar cualquier iniciativa de transparencia en ese sentido no tendrá ningún efecto, ya que en la letra (muy pequeña) de los fondos está recogido su modo de actuación, y por tanto, son absolutamente transparentes a los ojos del legislador (que, obviamente, está influido por los mismos fondos).

La CNMV debería exigir una acreditación rigurosa a los gestores, una reglas que exijan un determinado nivel de diversificación y una comisión vinculada a rendimiento porque queda claro que parece más inteligente invertir en activos de poco riesgo como las letras del tesoro (al menos así han venido siendo a pesar de los últimos años de crisis) que apostararlo a través de presuntos expertos.

Me recuerda a los anuncios de televisión (tipo teletienda) que prometen auténticas animaladas, aprovechándose del nivel cultural del español medio (y no tan medio). Ni defensa, ni multas, ni retiradas inmediatas.

¿Qué hace la CNMV? ¿Un cuestionario de tres preguntas en el que uno afirma "entender" los riesgos de las operaciones? ¿Un aviso de chiringuito financiero de 3x4 cm escondido en una esquina del Expansión? ¿Multas de cuatro duros a los fondos?

No me preocupa mucho la protección de gente que sabe en qué se mete (mayor posibilidad de ganancia, mayor riesgo y variabilidad). A hechos consumados veo difícil protección. Sin embargo, a partir de ahora, asociaría obligatoriamente a cada fondo una publicidad como la que ponen en las cajetillas de tabaco o en los anuncios de la DGT.

Tras leer tu trabajo titulado "Rentabilidad de los Fondos de Inversión", unido a algunos folletos de fondos y pequeñas explicaciones con las que me he ido tropezando a lo largo de mi vida, creo que la CNMV debería seguir una política clara de información, ya que sospecho que a la mayoría de inversores les ocurrirá lo mismo que me ocurriría a mí si invirtiera ahora: ¡no saben lo que hacen!

Me parece muy acertado el tipo de información que en ocasiones he leído en estos folletos de fondos que rezan "**Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras**". Aunque quizá se deba ser algo más específico a la hora de definir los riesgos. Me quedo preocupado tras la lectura de tu trabajo con muchas gestoras y gestores de fondos, vistas las distintas clasificaciones y análisis de rentabilidades, y en este sentido creo necesario transmitir un criterio básico válido para el vulgo (como es mi caso): prohibido invertir ahorros necesarios en el corto/medio plazo (aunque personalmente me plantearía también los del largo plazo, sobre todo viendo las comparaciones con los bonos del estado a 10 y 15 años). Entiendo que este tipo de fondos de inversión pueden ser una buena opción en determinados casos de "patrimonio excedente", pero no para unos "ahorros".

La CNMV debería proteger aún más a los inversores. Digo aún más porque hay ocasiones que, a pesar de los avisos, la gente decide no escuchar o ignorar las recomendaciones (aunque no es un fondo pongo el "ejemplo" del grupo rumasa).

En cuanto a los fondos de inversión, la CNMV debería obligar a todos los fondos a realizar unos test y cuestionarios para evaluar el perfil del inversor (no sólo a informar del riesgo del producto), estableciendo determinados criterios límite. Deberían penalizar a aquellos fondos que lo incumplan. Así mismo, deberían obligar a todos los bancos, gestores de fondos, etc a especificar cuánto es lo que cobra cada uno por gestionar el dinero invertido, en resumen, obligar a tener una mayor transparencia.

Hay muchas personas que invierten sin conocimiento alguno, son en estas personas, normalmente inversores particulares, a los que hay que proteger.

Creo que la labor de la CNMV se debería limitar a establecer la información mínima que un fondo debería transmitir a sus potenciales clientes (folleto informativo, nivel riesgo inversión, rentabilidades pasadas, comisiones...), verificar la veracidad de la misma y asegurarse que dicha información es entendida por los clientes (con test de riesgo...)

Una vez garantizado lo anterior, es responsabilidad de los clientes decidir si esa inversión se adecúa a lo que él necesita, a pesar de que sus rentabilidades pasadas sean negativas, las comisiones sean altas o el riesgo muy elevado.

Me alegro de la decisión que tomé cuando tenía 25 años: mi banco de confianza casi me obliga a invertir un fondo de pensiones, y me negué. En ese momento lo hice porque con 25 años lo del fondo de pensiones me sonaba a un producto financiero más para cuando tuviera 50 años.

El panorama es desolador. Casi merece más la pena meter el dinero debajo del colchón y perder el valor la inflación que invertirlo en un fondo de pensiones. Si nadie invirtiese en estos fondos, la situación podría obligar a los bancos a cambiar su estrategia.

También es preocupante la situación de las Pensiones del Estado. Pienso que cuando los de mi clase nos jubilemos, no habrá fondos necesarios para pagar nuestras pensiones. El gasto y déficit público sigue creciendo alarmantemente y no tiene visos de disminuir en el corto-medio plazo. O se lleva a cabo una reducción de la administración pública o esta situación es insostenible a largo plazo. En definitiva la situación es realmente dantesca para España y muy poco halagüeña.

En mi opinión, los números no mienten y corroboran que se están produciendo fraudes en la gestión de los Fondos de Inversión. Ilustro esta afirmación con el ejemplo de una de las posibles vías de fraude: a lo largo de una sesión se realizan diversas operaciones de compra venta de valores y al finalizar la sesión se asignan las operaciones más favorables a la entidad y las menos favorables al fondo. Sobre esta cuestión existe literatura científica.

Insisto en la idea de que los números no mienten y es muy poco probable que la inmensa mayoría de gestores no sean capaces ni siquiera de replicar un benchmark o batir la rentabilidad que obtiene un grupo de adolescentes. Es más, se podría decir que de manera sistemática los gestores baten al mercado pero de forma negativa. De este modo, con estos resultados tan mediocres (por denominarlos de alguna manera), nos encontramos con una evidencia empírica que demostraría de modo indirecto que se están produciendo fenómenos de fraude.

La virtud de futuros estudios podría estar en recabar información que avale de modo directo dicho fraude o que, por lo menos, tenga en cuenta dicha posibilidad.