

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA, 1991-2009

Pablo Fernández

Javier del Campo

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, 1991-2009

Pablo Fernández¹

Javier del Campo²

Resumen

La exigua rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 3, 5 y 10 años (0,51%, 2,23% y 0,85%) fue inferior a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo y a la inflación. A pesar de estos resultados, los 2.586 fondos existentes tenían un patrimonio de 163 millardos de euros en diciembre de 2009.

Sólo 14 de los 368 fondos con 15 años de historia y 16 de los 1.117 con 10 años tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 10 años. Sólo cuatro de los 1.117 fondos con 10 años de historia proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad superior al 10%: Bestinver Bolsa (15,7%), Bestinver (14,6%), Bestinver mixto (11,3%) y Metavalor (10,0%).

Un total de 263 fondos con 10 años de historia (7 eran garantizados) proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad ¡negativa!, y su patrimonio en diciembre de 2009 fue de 5.816 millones de euros.

En el período 1991-2009, los fondos destruyeron 118 millardos de euros de sus partícipes. El total de comisiones y gastos repercutidos en este período ascendió a 39 millardos.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

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

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

² Asistente de Investigación, IESE

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

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA, 1991-2009

Este documento analiza la rentabilidad de los fondos de inversión españoles para sus partícipes en el período 1991-2009.

La Tabla 1 muestra las principales características de los fondos de inversión en España. El 31 de diciembre de 2009, 5,61 millones de partícipes tenían un patrimonio de 162.566 millones de euros en los 2.586 fondos de inversión existentes. A lo largo de 2007-2009, el número de partícipes descendió en más de 3 millones, y el patrimonio descendió un 36%. Sorprende la gran cantidad de fondos existentes.

Tabla 1

Principales magnitudes de los fondos de inversión en España, 1991-2009

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Patrimonio(millardos de euros)	23	38	62	68	73	112	162	204	206	183	180	171	198	220	246	254	239	168	163
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	2.936	2.586
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	6,15	5,61
Patrimonio/fondo (millones de euros)	62	79	106	102	97	117	111	109	95	76	71	69	75	83	94	92	82	57	63
Patrimonio/partícipe (miles de euros)	20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	29	29	27	29

La Tabla 2 compara la exigua rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 3, 5, 10 y 15 años (0,51%; 2,23%; 0,85% y 3,09%) con la inflación, la inversión en bolsa y la inversión en bonos del Estado español. Sorprende que en los últimos 3, 5, 10 y 15 años, la rentabilidad promedio de los fondos fue muy inferior a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo y no llegó ni a la inflación en los últimos diez años.

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 2009			
	3 años	5 años	10 años	15 años
Fondos de inversión (fuente: Inverco)	0,51%	2,23%	0,85%	3,09%
Inflación	2,1%	2,5%	2,9%	2,8%
<i>Inversión en bonos del Estado español:</i>				
1 día	2,8%	2,6%	2,9%	3,9%
1 año	4,0%	3,2%	3,4%	4,5%
3 años	5,8%	4,1%	4,8%	6,7%
10 años	5,2%	4,2%	6,3%	9,3%
<i>Inversión en bolsa española:</i>				
ITBM	-2,3%	10,5%	6,4%	14,3%
IBEX 35 (con dividendos)	-0,9%	10,0%	3,5%	12,9%
IBEX 35 con igual ponderación*	-6,4%	7,9%	7,7%	13,8%
Top 30 DIV ponderado*	4,3%	16,5%	14,6%	21,8%
Top 30 Book/P ponderado*	-9,8%	10,7%	13,5%	20,9%

*Elaboración propia. Top 30 DIV: cartera formada al principio de cada año con las empresas del continuo con mayor ratio (dividendo año anterior/precio). Top 30 Book/P: cartera formada al principio de cada año con las empresas del continuo con mayor ratio (valor contable /precio).

De entre 368 fondos con 15 años de historia, sólo 14 de ellos tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 10 años.

De un total de 1.117 fondos con 10 años de historia, sólo 16 de ellos proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 10 años. Sólo cuatro de ellos tuvieron una rentabilidad superior al 10%: Bestinver Bolsa (15,7%), Bestinfond (14,6%), Bestinver mixto (11,3%) y Metavalor (10,0%)¹. 263 fondos (7 eran garantizados) tuvieron una rentabilidad ¡negativa!, y su patrimonio en diciembre de 2009 fue de 5.816 millones de euros.

La Figura 1 ordena la rentabilidad de los 368 fondos con quince años de historia de mayor (16,47%, Bestinfond) a menor (-4,98%, Banif Cartera Dinámica). La figura permite constatar que:

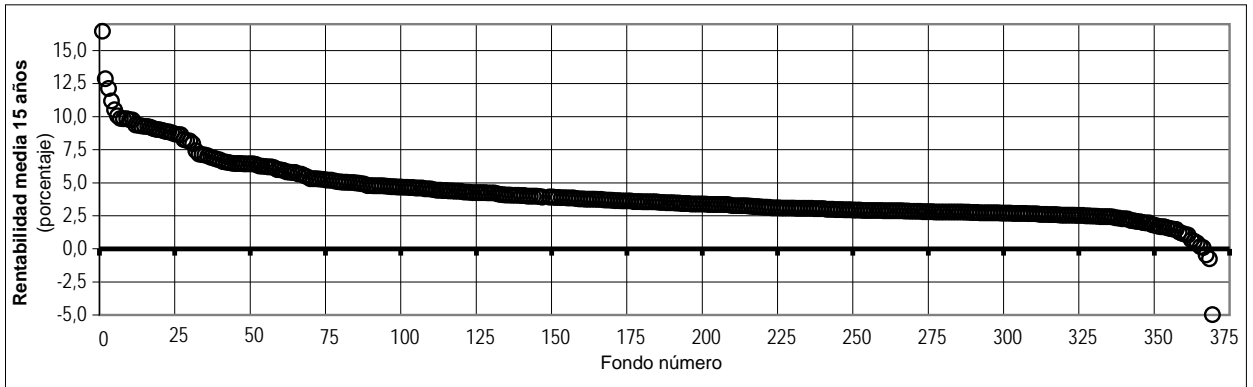
- Un total de 354 de los 368 fondos tuvieron una rentabilidad inferior a la inversión en bonos del Estado a 10 años.
- Sólo dos fondos (Bestinfond y Bestinver Bolsa) tuvieron una rentabilidad promedio superior a la inversión en el IBEX 35 (12,9%). Sólo Bestinfond superó a la inversión en el ITBM (14,3%).

La Figura 2 proporciona una información similar a la Figura 1 pero expresada en euros: muestra en cuántos euros se convirtió en diciembre de 2009 una inversión de un euro en diciembre de 1994 en cada uno de los fondos. Un euro, invertido en el fondo más rentable, se convirtió en 9,84 euros, mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en 0,46.

¹ Véase que tres de los cuatro fondos pertenecen a una misma gestora.

Figura 1

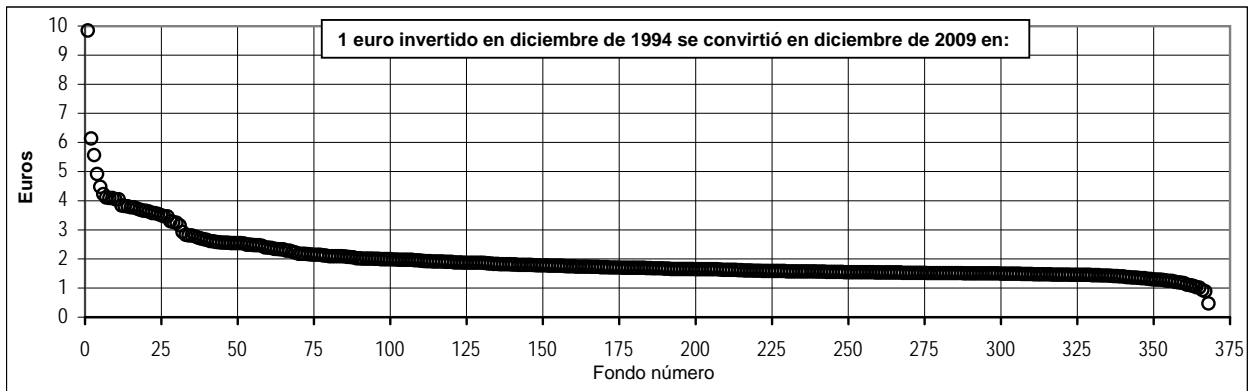
Rentabilidad de los 368 fondos de inversión con quince años de historia



Fuente: Inverco.

Figura 2

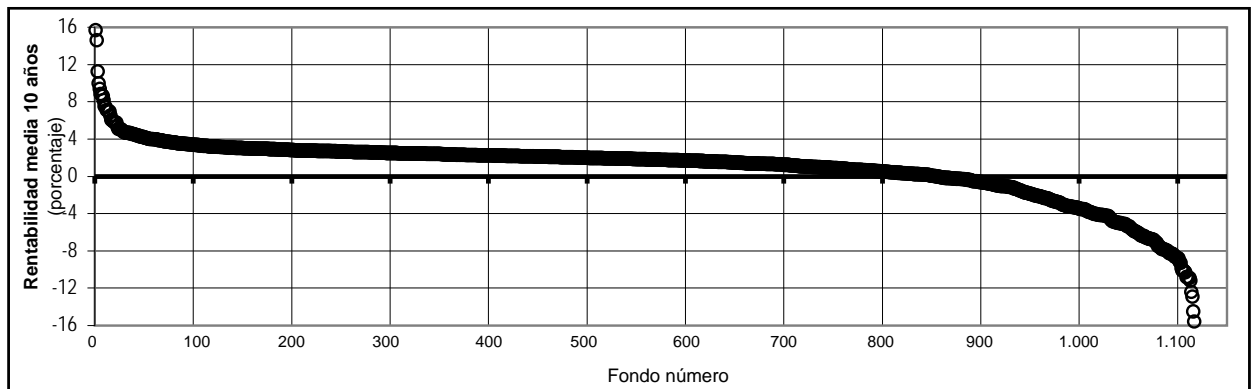
Rentabilidad traducida a euros de los 368 fondos de inversión con quince años de historia



Fuente: Inverco.

Figura 3

Rentabilidad de los 1.117 fondos de inversión con diez años de historia



Fuente: Inverco.

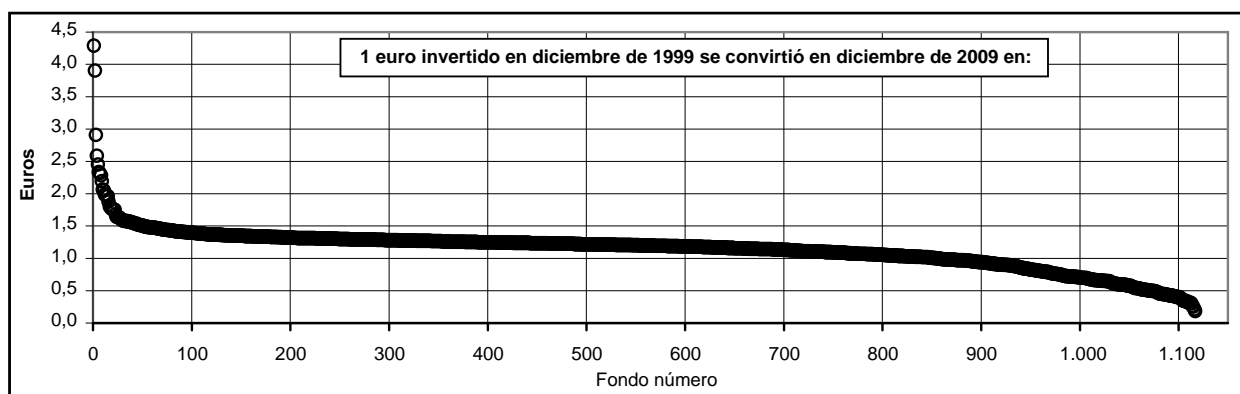
La Figura 3 ordena la rentabilidad de los 1.117 fondos con diez años de historia de mayor (15,68%, Bestinver Bolsa) a menor (-15,6%, Renta 4 Estados Unidos, -14,5%, Fonpenedes Global). La figura permite constatar que:

- De los 1.117 fondos, 1.101 tuvieron una rentabilidad inferior a la de los bonos del Estado a 10 años.
- De los 1.117 fondos, 16 tuvieron una rentabilidad superior a la inversión en el ITBM (Indice Total de la Bolsa de Madrid).

La Figura 4 proporciona una información similar a la Figura 3 pero expresada en euros: muestra en cuántos euros se convirtió en diciembre de 2009 una inversión de un euro en diciembre de 1999 en cada uno de los 1.117 fondos. Un euro invertido en el fondo más rentable se convirtió en 4,29 euros, mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en 0,18.

Figura 4

Rentabilidad traducida a euros de los 1.117 fondos de inversión con diez años 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. La rentabilidad de los fondos encuadrados en la categoría de “renta fija corto plazo” se compara con la rentabilidad de las letras a un año.

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 2.985 millones al final de 2009 (fue de 7.825 millones al final de 2007). La rentabilidad ponderada de estos fondos durante los tres últimos años (2007, 2008 y 2009) fue -4,0%, y durante los quince últimos años (desde diciembre de 1994 a diciembre de 2009) fue de 9,2%. La rentabilidad media anual del ITBM durante los últimos quince años fue del 14,3% (un 5,1% superior a la media de los fondos).

En la Tabla 4 podemos comprobar que de los 94 fondos de “renta variable nacional” existentes al final de 2009, sólo 25 tenían quince años de historia y 59 tenían diez años. Ninguno de los 25 fondos con quince años de historia consiguió una rentabilidad superior al *benchmark*. Ninguno de los 65 fondos con diez años de historia consiguió una rentabilidad superior al *benchmark*. Sólo dos de los 59 fondos de “renta variable nacional” con diez años de historia consiguieron una rentabilidad superior al *benchmark*².

La Tabla 5 muestra la dispersión de las rentabilidades de los distintos fondos comprendidos en cada categoría. Por ejemplo, si analizamos las rentabilidades de los 88 fondos de “renta variable nacional” con tres años de historia, el fondo con mayor rentabilidad media obtuvo un 4,4%, mientras que el fondo con menor rentabilidad media obtuvo un -14,7%. La desviación estándar de las 88 rentabilidades promedio³ fue del 3,35%. El *benchmark* utilizado (la rentabilidad del ITBM) fue del -2,3%.

Tabla 3

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

Rentabilidades anuales medias		Patrimonio (millardos)		Rentabilidad histórica partícipes, hasta 2009, en porcentaje (Inverco)				Rentabilidad diferencial histórica, en porcentaje - <i>benchmark</i>			
		1991	2009	3 años	5 años	10 años	1 años	3 años	5 años	10 años	15 años
RENTA FIJA	C/plazo	15,53	67,6	1,9	1,8	2,1	3,0	-1,3	-1,1	-1,0	-1,1
	L/plazo	4,85	8,7	2,6	2,0	2,8	3,9	-2,9	-2,1	-2,7	-4,1
	Mixta	1,30	5,7	0,7	2,3	1,6	4,3	-3,9	-4,4	-4,9	-5,9
Renta variable	Mixta	0,42	2,8	-2,7	3,0	-0,2	5,5	-4,1	-6,8	-7,1	-7,6
	Nacional	0,12	3,0	-4,0	7,0	1,7	9,2	-1,7	-3,5	-4,6	-5,1
Internacional	Renta fija	0,26	1,4	1,1	1,3	1,7	3,7	-3,8	-2,7	-2,3	-3,1
	R. fija mixta	0,47	2,8	-0,8	1,1	0,3	3,7	-3,8	-3,7	-3,3	-4,1
	R. variable mixta	0,05	1,1	-2,6	1,7	-1,6	4,3	-0,6	-3,5	-3,4	-4,3
	Variable euro	0,10	3,2	-7,1	2,9	-3,1	6,1	-4,0	-6,4	-7,9	-7,3
	Variable Europa	0,01	1,6	-9,9	1,1	-4,4	5,1	-6,7	-8,2	-9,1	-8,2
	Variable Estados Unidos	0,01	0,7	-8,5	-2,4	-6,9	2,7	-0,1	-1,6	-2,4	-4,4
	Variable Japón	0,00	0,2	-16,1	-5,0	-10,4	-1,8	-3,6	-2,6	-2,9	1,0
	Variable emergentes	0,01	1,1	-0,9	12,8	5,1	9,3	-3,5	-1,5	-1,2	-0,3
	Variable resto	0,01	2,3	-6,7	1,5	-6,9	3,4	-3,9	-6,8	-10,0	-8,1
	Globales	0,09	14,7	-0,9	1,4	-1,3	5,2	-3,5	-4,8	-5,1	-3,4
Garantizados	R. fija		20,6	3,2	2,5	2,9		-1,7	-1,2	-1,2	
	R. variable		25,3	1,0	2,3	1,8		-2,2	-3,6	-2,3	
TOTAL FONDOS		23,2	162,6	0,51	2,23	0,85	3,09	-1,7	-2,5	-2,8	-2,9

² 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>.

³ Cuanto mayor es la desviación estándar, mayor es la dispersión de las rentabilidades.

Tabla 4

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

		Número de fondos en dic. 2009	Número de fondos en el periodo hasta 2009 con antigüedad de:				Número de fondos con rentabilidad histórica superior al <i>benchmark</i>			
			3 años	5 años	10 años	15 años	3 años	5 años	10 años	15 años
RENTA FIJA	C/plazo	382	309	289	216	125	25	11	5	5
	L/plazo	132	111	96	73	39	2	2	0	0
	Mixta	110	107	103	89	39	0	0	0	0
Renta variable	Mixta	117	113	111	93	37	5	0	1	0
	Nacional	94	88	80	59	25	21	4	2	0
Internacional	Renta fija	50	46	37	25	15	1	1	1	0
	R. fija mixta	55	48	41	27	9	3	1	0	0
	R. variable mixta	50	47	43	24	6	17	2	2	0
	Variable euro	104	94	85	56	13	6	1	5	1
	Variable Europa	44	40	34	22	3	2	1	2	0
	Variable Estados Unidos	30	30	28	11	1	7	5	1	0
	Variable Japón	18	17	15	7	0	2	1	2	
	Variable emergentes	44	43	32	10	1	12	7	4	1
	Variable resto	102	89	87	51	4	8	1	2	0
	Globales	472	328	241	122	41	25	19	10	1
Garantizados	R. fija	243	154	103	53	4	3	4	1	1
	R. variable	539	446	315	179	6	63	20	6	1
TOTAL FONDOS		2.586	2.110	1.740	1.117	368	202	80	44	10

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*.

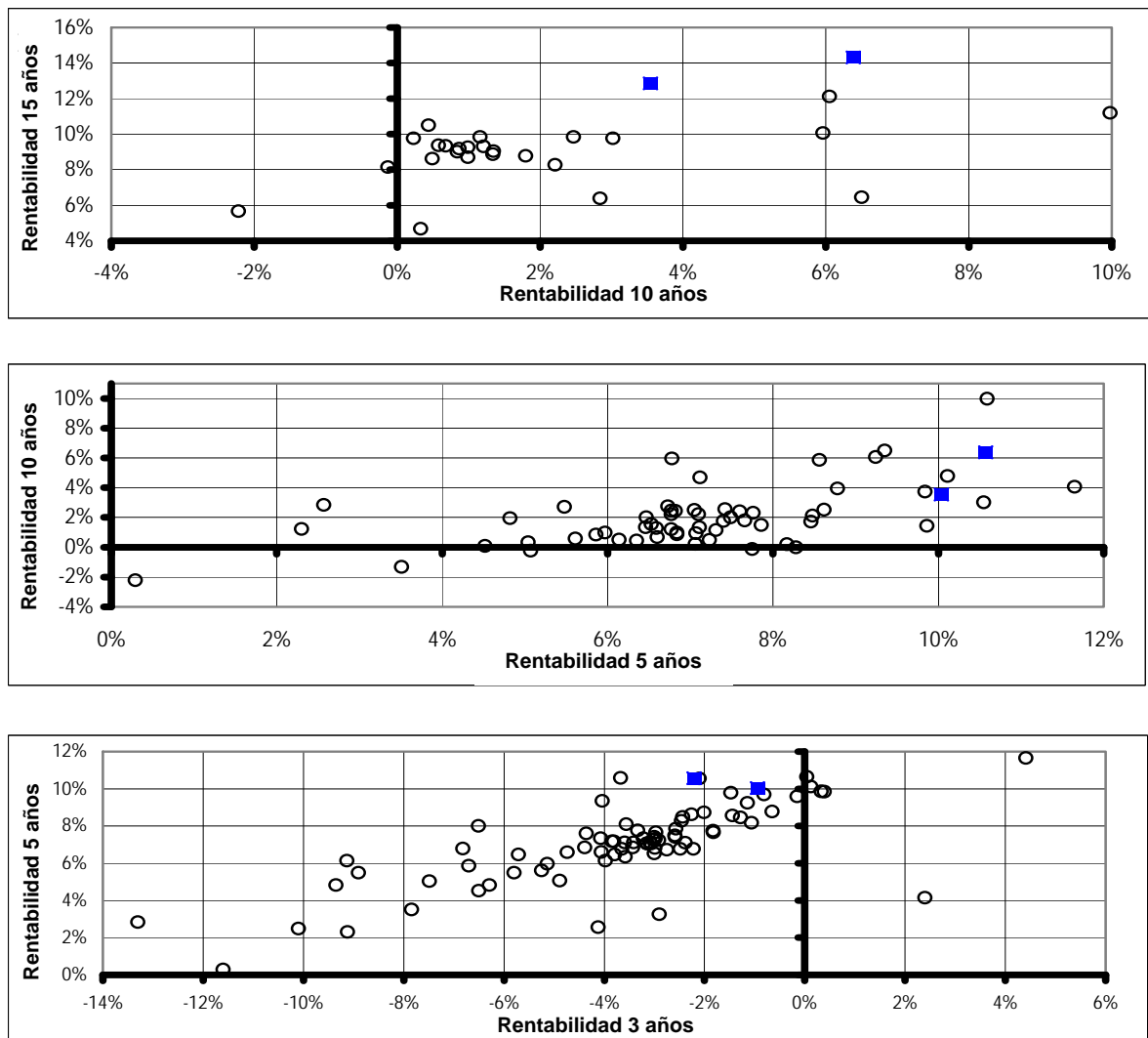
		3 años				5 años				10 años				15 años			
		Máx.	Mín.	σ	Bench.	Máx.	Mín.	σ	Bench.	Máx.	Mín.	σ	Bench.	Máx.	Mín.	σ	Bench.
RENTA FIJA	C/plazo	4,9	-9,9	2,07	3,2	5,1	-5,2	1,24	2,9	3,5	-2,0	0,71	3,1	6,3	1,3	0,59	4,1
	L/plazo	5,9	-8,7	2,05	5,5	5,6	-1,3	1,02	4,1	5,1	0,5	0,73	5,5	5,5	2,1	0,74	8,0
	Mixta	2,9	-8,4	2,04	4,6	5,6	-3,6	1,50	6,7	4,4	-3,3	1,18	6,5	6,5	0,4	1,17	10,2
Renta variable	Mixta	5,3	-19,7	3,21	1,3	7,2	-8,3	2,21	9,8	11,3	-3,9	2,40	7,0	9,1	1,5	1,96	13,1
	Nacional	4,4	-14,7	3,35	-2,3	11,7	-2,5	2,33	10,5	10,0	-2,7	2,12	6,4	12,1	4,7	1,65	14,3
Internacionales	Renta fija	6,2	-10,8	3,28	5,0	4,4	-4,8	1,71	4,0	4,7	-2,6	1,78	4,0	5,7	1,6	1,04	6,9
	R. fija mixta	3,2	-6,3	1,91	3,0	5,1	-1,5	1,21	4,8	2,7	-6,4	1,76	3,6	5,0	2,1	1,10	7,8
	R. variable mixta	10,2	-9,6	3,57	-1,9	17,2	-2,8	2,92	5,2	7,4	-6,8	2,64	1,8	6,4	-0,5	2,36	8,7
	Variable euro	-1,1	-20,5	3,83	-3,1	9,8	-11,2	3,25	9,3	15,7	-8,4	5,01	4,8	16,5	-0,8	4,57	13,4
	Variable Europa	0,6	-19,5	4,16	-3,1	9,8	-6,2	2,86	9,3	7,0	-9,9	3,88	4,8	7,2	2,8	2,34	13,4
	Variable Estados Unidos	0,4	-14,0	3,79	-8,4	1,3	-6,8	2,12	-0,7	-1,8	-	3,53	-4,5	0,6	0,6		7,1
	Variable Japón	-6,2	-23,2	4,04	-12,5	0,8	-8,3	2,22	-2,4	-2,8	-	3,04	-7,5				
	Variable emergentes	9,1	-16,8	6,10	2,6	20,7	1,3	4,97	14,3	9,4	-1,0	3,72	6,3	9,9	9,9		9,6
	Variable resto	-0,1	-27,2	5,80	-2,8	8,7	-16,9	4,39	8,3	8,9	-	3,96	3,1	2,3	1,0	0,62	11,5
	Globales	6,9	-26,2	4,77	2,7	10,3	-13,5	3,03	6,2	7,1	-	3,32	3,8	9,0	-5,0	2,30	8,6
Garantizados	R. fija	7,5	0,5	0,92	4,9	4,2	1,0	0,59	3,7	4,4	-3,5	1,15	4,1	4,7	3,1	0,67	4,7
	R. variable	8,2	-9,9	2,17	3,2	8,7	-2,3	1,96	5,9	5,8	-0,7	1,16	4,1	6,9	3,3	1,43	6,7
TOTAL FONDOS		10,2	-27,2		2,2	20,7	-16,9		4,7	15,7	-		3,7	16,5	-5,0		6,0

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 del Este, China, Iberoamérica y Asia. La categoría “internacional, variable Europa” engloba fondos con nombres tan distintos como: *small & mid caps*, bolsa activa, dividendo, telecomunicaciones, Reino Unido, Suiza, sector inmobiliario, cuantitativo, beneficio, dividendo solidario, euroíndice, *special situations* y *research*.

La Figura 5 muestra la rentabilidad de los fondos de renta variable española a distintos plazos comparada con la rentabilidad del IBEX y del ITBM: ningún fondo superó al ITBM en quince años, y sólo dos en diez años (Metavalor y Gesconsult Crecimiento).

Figura 5

Rentabilidad de los fondos de renta variable española comparados con el IBEX y el ITBM (puntos negros)

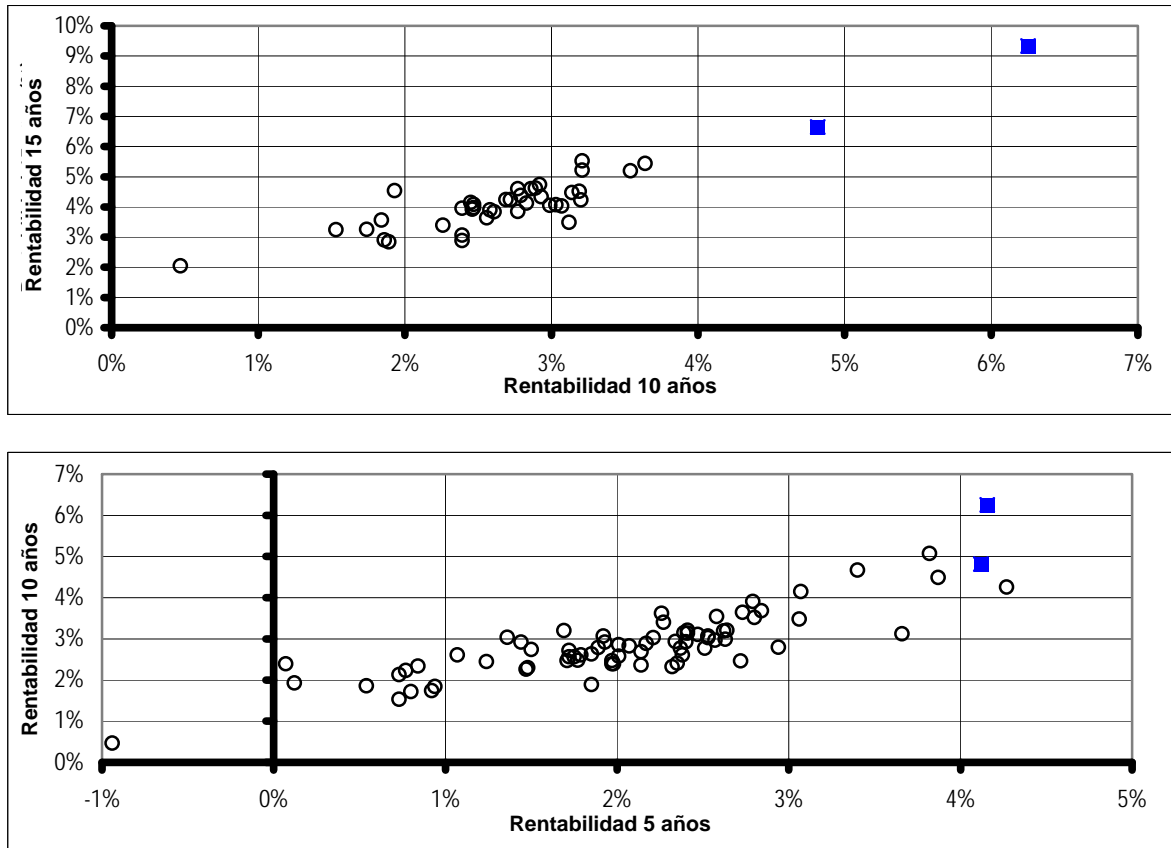


Fuente de los datos: Inverco, Sociedad de Bolsas y Bolsa de Madrid.

La Figura 6 muestra la comparación de la rentabilidad de los 39 fondos de renta fija española a largo plazo (39 con quince años de historia y 73 con diez años) con la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 y 3 años. Sorprende la enorme diferencia entre unos fondos y otros y la distancia a los bonos del Estado.

Figura 6

Rentabilidad de los fondos de renta fija a largo plazo española con la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 y 3 años (puntos negros).



Fuente de los datos: Inverco y Datastream.

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 2009. El patrimonio aumenta debido a la apreciación del fondo y también 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 partícipes⁴, y la columna [4] muestra la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2009 (AP hist). Lógicamente, se cumple la siguiente igualdad: P2009 = P1991 + 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 2009 si la apreciación hubiera sido la columna [5], en lugar de la histórica (columna [4]), y la inversión neta de los partícipes hubiera sido igual que la histórica (columna [3]).

Tabla 6

Patrimonio y apreciación si la rentabilidad hubiera sido igual al *benchmark*, 1991-2009

Patrimonio 2009 = Patrimonio 1991 + Inversiones netas 1992-2009 + Apreciación. P2009 = P1991 + IN NET + AP

		Patrimonio (millones de euros)		Historia del período 1992-2009		Si rentabilidad = <i>benchmark</i>	
		P2009	P1991	IN NET	AP hist	AP <i>bench.</i>	P 2009 <i>bench.</i>
		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
RENTA FIJA	C/plazo	67.631	15.529	14.569	37.533	56.344	86.442
	L/plazo	8.650	4.853	-5.960	9.757	27.129	26.022
	Mixta	5.712	1.296	664	3.753	14.537	16.496
Renta variable	Mixta	2.756	422	-82	2.416	16.327	16.667
	Nacional	2.985	123	-2.357	5.219	12.318	10.085
Internacionales	Renta fija	1.384	256	306	821	1.865	2.428
	R. fija mixta	2.757	470	1.033	1.254	6.683	8.186
	R. variable mixta	1.054	53	1.138	-137	2.551	3.742
	Variable euro	3.191	102	3.698	-609	6.597	10.397
	Variable Europa	1.602	14	2.444	-856	3.915	6.373
	Variable Estados Unidos	674	5	1.212	-544	-360	858
	Variable Japón	158	1	938	-782	-633	307
	Variable emergentes	1.148	7	828	314	1.004	1.838
	Variable resto	2.314	11	6.440	-4.137	5.027	11.478
	Globales	14.712	90	14.087	535	6.713	20.890
Garantizada	R. fija	20.577	0	14.060	6.517	9.055	23.114
	R. variable	25.262	0	14.337	10.925	20.734	35.071
TOTAL FONDOS		162.567	23.234	67.356	71.977	189.804	280.393

El patrimonio de todos los fondos pasó de 23.234 millones de euros en 1991 a 162.567 en 2009. Este aumento se debió a la inversión neta de los partícipes (67.356 millones de euros) y a la apreciación que tuvieron los fondos en el período 1992-2009 (71.977 millones). Si la rentabilidad de los fondos no hubiera sido la realmente obtenida para los partícipes, sino el *benchmark* de cada categoría, la apreciación de los fondos en el período 1992-2009 habría sido de 189.804 millones, esto es, 118 millardos más de los que obtuvieron. Por consiguiente, podemos decir para el conjunto de los fondos de inversión en España, que de los 189.804

⁴ 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.

millones que habrían obtenido siguiendo los *benchmarks* indicados, los partícipes obtuvieron sólo 71.977 millones. Utilizando la escasa información histórica que proporciona la CNMV sobre comisiones cobradas por los fondos de inversión⁵, podemos calcular el total de comisiones y gastos repercutidos (las comisiones explícitas) en 1992-2009, que ascendió a 39 millardos de euros. Los restantes 79 millardos (118-39) se deben a las comisiones ocultas⁶ y a las decisiones de inversión.

Otro modo de expresar esta cantidad es que la destrucción de valor para los partícipes de los fondos en el período 1991-2009 ha sido de 118 millardos. Si los fondos hubieran conseguido una rentabilidad igual al *benchmark*, el patrimonio de los partícipes debería haber sido en 2009 de 280,4 millardos de euros (en lugar de los 162,6 millardos que fue en realidad).

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.

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

⁶ 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.

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	2008
RENDA FIJA	C/Plazo															0,74%	0,52%	0,39%
	L/Plazo															1,20%	0,86%	0,61%
Renta variable	Mixta															1,39%	1,08%	0,74%
	Nacional															1,91%	1,36%	0,85%
Internacionales	Renta fija															1,28%	0,76%	0,63%
	R. fija mixta															1,42%	1,00%	0,63%
	R. variable mixta															1,65%	1,21%	0,74%
	Variableeuro															2,00%	1,45%	1,00%
	Variable Europa															2,20%	1,55%	1,00%
	VariableEstados Unidos															1,75%	1,16%	0,94%
	Variable Japón															1,98%	1,51%	0,93%
	Variableemergentes															2,31%	1,92%	0,95%
	Variableresto															2,07%	1,50%	0,90%
	Globales															1,37%	1,00%	0,66%
Garantizados	R. fija															0,79%	0,55%	0,38%
	R. variable															1,46%	1,11%	0,66%
TOTAL FONDOS																1,21%	0,85%	0,67%
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 seg.

Fuente: CNMV.

4. Estudios 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 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 período 1997-2001, 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 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 De Lucas (1998) concluyó que once fondos mejoraron la rentabilidad del índice. En el período 1992-1996, en que las rentabilidades mensuales medias del ITBM y del IBEX 35 fueron 1,42% y 1,39%, el fondo con mayor rentabilidad (Fonventure)

obtuvo una rentabilidad mensual media del 1,80%. Otros cuatro fondos 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, dichos 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 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”⁷, especialmente si muestran un pasado poco glorioso.

Gil-Bazo y Ruiz-Verdú (2007) estudian fondos con gestión activa y sostienen que, curiosamente, la comisión es mayor cuanto menor es la rentabilidad (*performance*).

Kraeussl y Sandelowsky (2007) muestran que la capacidad predictiva de los *ratings* de fondos de inversión elaborados por Morningstar no es mejor que la de una predicción aleatoria.

Friesen y Sapp (2007) examinan la habilidad de los inversores para cambiar de fondo (*timing ability*) y muestran que en el período 1991-2004 las decisiones de cambio de fondo de los inversores redujeron, en promedio, su rentabilidad anual en un 1,56%.

⁷ 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 inversión⁸ (como, por ejemplo, selección óptima, mejores especialistas, mejores gestores, visión sobre los mercados, ventajoso para el partícipe, eficiencia, objetividad, galardonados, buena rentabilidad, ha demostrado ser eficaz, generar valor para los partícipes, aportación de valor añadido, obtener unas rentabilidades a las que no tendría acceso como inversor individual, capacidad de gestión global, profundo conocimiento del mercado, 30 años de experiencia de gestión, identificar las oportunidades, excelente gestión para su inversión), cabría esperar que los gestores de renta variable española no se limitaran a la automática y aburrida labor de seguir un índice bursátil. Como muestra la Tabla 9, estrategias no muy imaginativas, como comprar a principio de año las empresas con mayor rentabilidad por dividendo (Top DIV) o las empresas con menor ratio valor de mercado/valor contable (Top Book/P), proporcionaron rentabilidades sensiblemente superiores al ITBM. Por otro lado, el hecho de que el IBEX 35 haya proporcionado una rentabilidad inferior al ITBM se debe a que, como es habitual, las empresas pequeñas fueron en promedio más rentables que las grandes. Por consiguiente, una cartera con acciones de empresas medianas o una inversión en el IBEX 35, pero con mayor ponderación de las pequeñas, obtuvo mayor rentabilidad que el ITBM.

Tabla 9

Benchmarks utilizados y otros *benchmarks* potenciales

		3 años	5 años	10 años	15 años
Renta variable nacional	Benchmark: ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid)	-2,3%	10,5%	6,4%	14,3%
	IBEX 35 dividendos	-0,9%	10,0%	3,5%	12,9%
	IBEX 35 con igual ponderación	-6,4%	7,9%	7,7%	13,8%
	Top 20 DIV ponderado	4,9%	16,5%	17,4%	22,0%
	Top 25 DIV ponderado	3,4%	15,7%	16,3%	20,7%
	Top 25 DIV igual pond.	-8,8%	6,3%	13,6%	18,1%
	Top 30 DIV ponderado	4,3%	16,5%	14,6%	21,8%
	Top 20 Book/P ponderado	-15,2%	8,7%	13,1%	21,6%
	Top 20 Book/P igual pond.	-12,0%	8,9%	16,9%	25,2%
	Top 25 Book/P ponderado	-13,1%	9,2%	13,2%	21,2%
	Top 25 Book/P igual pond.	-10,0%	8,0%	15,9%	23,6%
	Top 30 Book/P ponderado	-9,8%	10,7%	13,5%	20,9%
Renta fija corto plazo	Benchmark: Roll-over Letras a 12 meses (BDE)	3,2%	2,0%	1,7%	1,7%
	AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL	4,0%	3,2%	3,4%	4,5%
Renta fija largo plazo	Benchmark: 50% 3 años y 50% 10 años	5,5%	4,1%	5,5%	8,0%
	ES BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX	5,2%	4,2%	6,3%	9,3%

⁸ El Anexo 5 contiene frases de la publicidad de algunos fondos de inversión.

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. Tamaño de los fondos y rentabilidad

La Tabla 10 muestra que en 2009 sólo 50 fondos tenían un patrimonio superior a 500 millones de euros.

Tabla 10

Tamaño de los fondos y rentabilidad

Tamaño (millones de dólares)	Fondos	Patrimonio (millones)	Miles de partíc.	Rentabilidad anual promedio sin ponderar (porcentaje)					
				1 año	3 años	5 años	10 años	15 años	18 años
Entre 1.000 y 4.127	19	30598	617	0,4	2,2	2,2	2,6	3,6	4,0
Entre 500 y 1000	31	20382	395	6,9	1,7	2,7	4,1	6,7	5,0
Entre 300 y 500	37	13988	451	5,6	1,7	2,1	2,8	4,0	4,5
Entre 100 y 300	249	41699	1546	6,4	1,1	2,7	1,8	4,3	5,1
Entre 50 y 100	286	20206	873	8,7	0,6	2,7	2,0	4,1	4,8
Entre 30 y 50	317	12244	538	9,2	0,2	3,0	1,8	5,1	5,8
Entre 20 y 30	269	6672	341	10,5	-0,6	2,6	1,1	4,4	4,5
Entre 10 y 20	466	6838	388	11,3	-1,9	2,1	0,3	3,9	4,2
Entre 5 y 10	358	2646	163	14,2	-3,1	1,9	-0,4	3,8	4,3
Entre 3 y 5	237	924	57	11,8	-3,9	1,2	0,2	3,4	4,7
Entre 1 y 3	89	193	14	9,0	-4,4	-0,3	-1,8	2,6	3,5
Menos de 1	59	26	3	7,1	-1,1	0,1	-1,5	2,3	3,2
TOTAL	2.417	156.417	5.385	10,2	-1,1	2,2	0,9	4,1	4,7

Fuente: Inverco y elaboración propia. Sólo se han considerado los 2.417 fondos con, al menos, un año de antigüedad.

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

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

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

Por la asimetría fiscal (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.

8. Conclusiones

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

La exigua rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 3, 5 y 10 años (0,51%; 2,23%; 0,85%) fue inferior a la rentabilidad de los bonos del Estado a cualquier plazo y a la inflación. Sin embargo, el 31 de diciembre de 2009, 5,61 millones de partícipes tenían un patrimonio de 162.566 millones de euros en los 2.586 fondos de inversión existentes. A lo largo de 2007-2009, el número de partícipes descendió en más de 3 millones y el patrimonio descendió un 36%. Sorprende la gran cantidad de fondos existentes.

Analizando los 368 fondos con quince años de historia, se observa que sólo catorce de ellos tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 10 años. Un euro invertido en el fondo más rentable se convirtió al cabo de 15 años en 9,84 euros, mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en 0,46. Sólo dos fondos (Bestinfond y Bestinver Bolsa) tuvieron una rentabilidad promedio superior a la inversión en el IBEX 35 (12,9%). Sólo Bestinfond superó a la inversión en el ITBM (14,3%).

Analizando los 1.117 fondos con diez años de historia, se observa que sólo 16 de ellos proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a diez años; y sólo cuatro de ellos tuvieron una rentabilidad superior al 10%: Bestinver Bolsa (15,7%), Bestinfond (14,6%), Bestinver mixto (11,3%) y Metavalor (10,0%). Un total de 263 fondos (7 eran garantizados) tuvieron una rentabilidad ¡negativa! en esos 10 años. Un euro invertido en el fondo más rentable se convirtió al cabo de diez años en 4,29 euros, mientras que invertido en el fondo menos rentable se convirtió en 0,18.

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 1992-2009 habría sido de 190 millardos de euros, esto es, 118 millardos más de los que obtuvieron. El total de comisiones y gastos repercutidos (las comisiones explícitas) en 1992-2009 ascendió a 39 millardos. Los restantes 79 millardos (118 - 39) se deben a las comisiones ocultas y a las decisiones de inversión. Si los fondos hubieran conseguido una rentabilidad igual al *benchmark*, el patrimonio de los partícipes debería haber sido en 2009 de 280,4 millardos de euros (en lugar de los 162,6 millardos que fue en realidad).

Muy pocos fondos han sido rentables para sus partícipes y han justificado las comisiones que cobran a sus partícipes.

El resultado global de los fondos no justifica la discriminación fiscal a favor de los mismos. Dados los resultados, el Estado no debería “animar” a invertir en fondos de inversión. Es injusto que un inversor que realiza directamente con su dinero las mismas operaciones que realiza el gestor de su fondo de inversión pague más impuestos que el fondo y, además, antes.

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 *Benchmark*s

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*: Rentabilidad de las letras a un año (BDE).
- 3) RENTA FIJA LARGO PLAZO. Duración media de su cartera > 2 años. *Benchmark*: 50% ES BENCHMARK 3 YEAR DS GOVT. INDEX y 50% ES BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX.
- 4) RENTA FIJA MIXTA. < 30% de la cartera en activos de renta variable. *Benchmark*: 75% RENTA FIJA LARGO PLAZO y 25% ITBM (Indice Total de la Bolsa de Madrid).

- 5) RENTA VARIABLE MIXTA. Entre 30% y 75% de la cartera en renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: 30% RENTA FIJA LARGO PLAZO y 70% ITBM (Indice Total de la Bolsa de Madrid).
- 6) RENTA VARIABLE NACIONAL. > 75% de la cartera en renta variable cotizada en mercados españoles, incluyendo activos de emisores españoles cotizados en otros mercados. La inversión en renta variable nacional debe ser, al menos, el 90% de la cartera de renta variable. Máximo del 30% en monedas no euro. *Benchmark*: ITBM (Indice Total de la Bolsa de Madrid).

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

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

INTERNACIONALES

- 7) FIAMM INTERNACIONAL. Se han agregado a la siguiente categoría.
- 8) RENTA FIJA INTERNACIONAL. No activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. *Benchmark*: US BENCHMARK 30 YEAR DS GOVT. INDEX – TRI.
- 9) RENTA FIJA MIXTA INTERNACIONAL. < 30% de la cartera en activos de renta variable. *Benchmark*: 75% RENTA FIJA INTERNACIONAL y 25% media de renta variable euro, Europa, Estados Unidos y Japón.

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

Anexo 1 (continuación)

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

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

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

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

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

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

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, 1991-2009

Patrimonio (millardos)		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Renta fija	C/plazo	15,5	26	40	46	51	72	81	72	67	51	66	80	92	96	99	96	92	77	68
	L/plazo	4,85	8,0	14	13	12	19	24	28	15	11	12	11	10	10	10	7,0	6,4	5,7	8,7
	Mixta	1,30	1,6	2,5	2,6	2,5	4,7	8,7	15	17	14	9,1	6,4	6,2	7,2	8,0	9,3	8,3	3,8	5,7
Renta variable	Mixta	0,42	0,59	1,81	1,92	1,63	2,70	7,00	12	13	12	10	6,9	6,7	6,4	6,7	6,8	6,3	2,8	2,8
	Nacional	0,12	0,14	0,41	0,66	0,64	1,4	3,8	6,4	7,7	6,5	5,5	4,0	5,6	7,9	10	11	7,8	2,7	3,0
Internacionales	Renta fija	0,26	0,44	1,1	1,1	1,0	1,1	1,5	1,5	1,6	2,1	2,1	1,5	1,4	2,2	2,2	1,6	0,9	0,7	1,4
	R. fija mixta	0,47	0,57	0,92	0,80	0,77	1,19	4,15	11	13	12	8,9	7,5	4,8	4,0	4,6	5,3	4,7	1,7	2,8
	R. variable mixta	0,05	0,06	0,15	0,28	0,26	0,70	2,0	3,3	4,5	5,6	4,5	2,4	2,5	3,1	3,5	3,6	2,7	1,1	1,1
	Variable euro	0,10	0,09	0,27	0,47	0,45	0,96	2,7	4,3	6,0	7,7	5,3	3,2	3,5	3,5	5,1	6,5	7,7	2,9	3,2
	Variable Europa	0,01	0,02	0,05	0,09	0,08	0,14	0,88	2,90	3,71	5,3	3,8	2,3	2,7	3,1	5,1	6,7	5,7	1,5	1,6
	Var. Estados Unidos	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,06	0,14	0,58	1,1	1,0	0,7	1,0	0,9	1,1	1,3	0,8	0,4	0,7
	Variable Japón	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,05	0,85	1,0	0,6	0,4	0,4	0,6	1,5	1,0	0,4	0,2	0,2
	Variable emergentes	0,01	0,01	0,03	0,02	0,01	0,02	0,25	0,24	0,32	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	1,3	1,6	2,1	0,7	1,1
	Variable resto	0,01	0,05	0,13	0,16	0,12	0,17	1,1	2,3	7,7	10	6,5	3,9	4,2	4,0	4,6	5,4	4,5	1,5	2,3
	Globales	0,09	0,13	0,23	0,28	0,28	0,32	0,60	1,1	2,1	2,3	3,0	2,4	7,1	16	23	31	28	13	15
Garantizados	R. fija					1,5	6,6	14	18	15	15	16	15	13	14	14	17	18	22	21
	R. variable					0,2	1,9	11	26	30	27	25	23	37	40	46	44	42	30	25
TOTAL FONDOS		23,2	37,8	61,6	67,6	73,3	112	162	204	206	183	180	171	198	220	246	254	239	168	163

Número de fondos		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Renta fija	C/plazo	137	181	218	234	249	298	352	376	400	398	371	372	411	398	357	373	386	405	382	
	L/plazo	66	89	101	105	118	136	157	165	166	173	162	151	155	154	153	147	144	138	132	
	Mixta	48	58	65	77	85	99	123	153	181	194	177	167	166	154	142	142	136	127	110	
Renta variable	Mixta	43	50	62	76	83	91	133	165	184	196	189	189	180	160	147	146	144	130	117	
	Nacional	23	26	30	46	43	52	74	88	91	93	102	102	111	114	119	120	122	113	94	
Internacionales	Renta fija	12	16	23	26	27	31	41	45	51	60	59	65	67	69	71	72	65	60	50	
	R. fija mixta	11	18	22	26	28	32	38	53	75	84	83	90	97	83	72	75	76	62	55	
	R. variable mixta	5	6	13	20	22	31	44	60	75	88	103	107	109	102	107	105	112	119	122	104
	Variable euro	9	11	14	17	19	21	32	66	99	109	109	102	107	105	112	112	119	122	104	
	Variable Europa	4	4	4	6	7	7	19	29	36	50	65	61	63	63	67	68	71	67	44	
	Vari. Estados Unidos	1	1	1	1	1	2	6	9	23	37	48	50	49	44	41	41	43	39	30	
	Variable Japón	1	1	2	2	2	2	2	7	16	29	29	28	27	23	24	26	25	27	18	
	Variable emergentes	2	2	2	2	3	4	11	11	17	38	39	35	34	41	43	51	59	65	44	
	Variable resto	4	7	8	10	10	16	51	91	139	207	220	229	210	176	164	164	159	138	102	
	Globales	8	10	14	15	16	20	40	57	82	104	164	131	180	258	295	351	423	508	472	
Garantizados	R. fija					27	82	167	188	184	195	209	210	215	226	230	272	262	277	243	
	R. variable					12	35	168	304	348	381	411	398	442	501	499	539	594	588	539	
TOTAL FONDOS		374	480	579	663	752	959	1458	1867	2154	2426	2540	2487	2623	2654	2616	2779	2907	2936	2586	

Patrimonio por fondo (millones de euros)		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Renta fija	C/plazo	113	144	183	196	206	240	230	192	167	128	178	216	225	242	279	257	239	190	177
	L/plazo	74	90	140	127	106	139	152	167	93	64	72	70	64	63	65	48	44	42	66
	Mixta	27	28	39	33	29	47	71	100	93	70	51	38	37	47	56	65	61	30	52
Renta variable	Mixta	10	12	29	25	20	30	53	70	73	62	52	36	37	40	45	47	44	22	24
	Nacional	5	5	14	14	15	26	51	73	84	70	54	39	50	69	81	89	64	24	32
Internacionales	Renta fija	21	27	49	42	37	35	36	34	32	35	36	24	20	32	31	23	14	11	28
	R. fija mixta	43	31	42	31	27	37	109	198	179	142	107	84	49	49	63	71	62	28	50
	R. variable mixta	11	10	11	14	12	23	44	56	59	64	44	23	23	37	44	45	34	15	21
	Variable euro	11	8	19	27	23	46	85	65	70	77	49	32	32	33	46	58	65	24	31
	Variable Europa	4	4	13	15	11	20	46	100	103	105	58	37	43	50	76	98	80	22	36
	Vari. Estados Unidos	5	8	6	4	3	6	10	15	25	30	22	14	21	20	26	32	19	11	22
	Variable Japón	1	1	4	4	4	3	3	8	53	36	19	14	16	24	63	40	18	7	9
	Variable emergentes	3	5	15	10	5	5	23	22	19	13	10	7	9	13	30	32	36	10	26
	Variable resto	3	7	16	16	12	11	21	26	55	47	29	17	20	23	28	33	28	11	23
	Globales	11	13	16	19	17	16	15	20	25	22	18	18	39	62	78	88	66	25	31
Garantizados	R. fija					57	81	82	95	81	77	77	72	59	64	63	61	69	81	85
	R. variable					18	53	67	87	85	70	61	58	83	79	92	82	71	51	47
TOTAL FONDOS		62	79	106	102	97	117	111	109	95	76	71	69	75	83	94	92	82	57	63

Anexo 2 (continuación)

Participes (miles)		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
RENDA	C/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	2.005
FIJA	L/plazo	360	625	536	515	408	596	726	830	546	325	318	274	284	289	310	331	354	231
	Mixta	136	93	94	104	92	177	354	614	712	567	384	290	292	291	313	314	297	173
Renta variable	Nacional	50	41	87	110	82	113	302	503	565	558	463	384	361	327	291	257	260	166
	Renta fija	39	44	46	44	34	32	53	59	73	71	70	58	70	104	106	114	72	44
	R. fija mixta	43	51	108	99	84	95	195	398	490	432	395	338	210	182	195	216	214	106
	R. var. mixta	3	4	10	17	14	25	67	126	158	249	233	201	176	143	131	110	91	55
	Variable euro	2	3	23	40	33	49	124	187	210	313	292	252	248	223	258	290	300	229
	Var. Europa	2	2	4	9	7	10	49	164	124	229	191	188	180	195	244	260	259	131
Internacionales	Var. Estados Unidos	0	0	0	0	0	0	2	4	27	43	40	41	44	72	81	131	50	38
	Variable Japón	0	0	1	1	1	1	1	3	52	91	74	68	61	67	86	85	52	32
	Var. emergentes	1	1	2	2	2	2	19	24	24	43	37	34	32	46	78	112	157	79
	Variable resto	2	3	13	17	12	13	54	129	363	732	660	626	577	509	425	397	303	195
	Globales	5	5	5	7	5	6	15	18	53	79	92	92	183	511	564	880	772	490
Garantizados	R. fija					105	291	538	660	566	548	597	550	430	494	544	584	578	581
	R. variable					9	81	492	1.145	1.268	1.180	1.158	1.134	1.619	1.656	1.903	1.785	1.747	1.422
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	6.148

Patrimonio medio por participes

Patrimonio medio por participes		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
RENDA	C/plazo	32	34	25	26	25	26	26	25	27	27	30	34	36	37	37	37	38	38
FIJA	L/plazo	13	13	26	26	31	32	33	33	28	34	37	38	35	34	32	21	18	25
	Mixta	10	17	27	25	27	27	25	25	24	24	24	22	21	25	26	30	28	22
Renta variable	Nacional	8	14	21	17	20	24	23	23	24	22	21	18	19	20	23	27	24	17
	Renta fija	6	5	13	13	16	22	22	22	26	22	21	15	20	22	26	31	25	16
	R. fija mixta	7	10	24	25	29	34	28	26	22	29	31	27	19	21	20	14	13	15
	R. var. mixta	11	11	8	8	9	13	21	26	27	28	23	22	23	22	23	25	22	16
	Variable euro	20	14	15	17	19	28	29	27	28	23	19	12	14	22	27	33	30	19
	Var. Europa	41	28	11	12	14	19	22	23	29	25	18	13	14	16	20	23	26	13
Internacionales	Var. Estados Unidos	9	7	12	10	11	15	18	18	30	23	20	12	15	16	21	26	22	11
	Variable Japón	27	39	30	33	57	26	40	38	22	26	26	17	24	12	13	10	16	12
	Var. emergentes	12	12	14	12	11	12	9	19	16	11	8	6	7	8	18	12	9	6
	Variable resto	7	7	14	8	7	10	13	10	13	12	10	7	9	12	16	14	13	9
	Globales	5	16	10	10	10	13	19	18	21	13	10	6	7	8	11	14	15	7
Garantizados	R. fija	19	25	42	41	51	52	40	63	39	29	33	26	39	31	41	35	36	26
	R. variable					15	23	25	27	26	27	27	27	29	29	27	29	31	38
TOTAL FONDOS		20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	29	29	27

Fuente: Inverso.

Anexo 3

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 4

Frases de la publicidad de algunos fondos de inversión

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

Nuestros fondos le aportan: 1. **Selección óptima**. Seleccionamos a los mejores especialistas en cada clase de activo. 2. **Gestión activa**. El **dinamismo** y los costes reducidos hacen que sea muy ventajoso para el partícipe en términos de **eficiencia**.

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

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

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

Le ofrecemos capacidad de **gestión global**.

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

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

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

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

Compruebe cómo **crece su dinero**.

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

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

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

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

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

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

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

Anexo 5

Noticias de prensa sobre la evolución de los fondos de inversión

Sobre 2009: Los expertos coinciden en que las oportunidades de 2009 no se repetirán. Los fondos de inversión de bolsas emergentes, especialmente las de Latinoamérica, dieron una rentabilidad media del 71,6%. También los que apostaron por los bonos corporativos o por casi cualquier tipo de renta variable obtuvieron rendimientos de más de dos dígitos sin mayores problemas. La rentabilidad media ponderada ascendió al 4,9%, en línea con la lograda en 2006, según los datos de Inverco, la asociación del sector. Es necesario remontarse a 1999 para hallar un rendimiento superior al 5%.

En la renta fija a largo plazo, hubo luces y sombras. Los de bonos corporativos en euros ganaron de media un 30%, cuando los de renta fija pública se situaron en el 0,3%, según Morningstar. Estos últimos se han encontrado con una subida de los rendimientos, lo que se ha traducido en una caída de las cotizaciones.

En el otro extremo de la balanza, sólo el 2,8% de los fondos consiguió ganar más del 50%. El mejor de 2009 fue el ETF de BBVA que replica al índice FTSE Latibex Brasil, cuya rentabilidad ascendió al 123,6%. Entre los primeros puestos también se coló un *hedge fund*, el Bestinver Hedge Value, que consiguió un 98,3%. Este fondo sigue la filosofía de invertir en compañías infravaloradas, principalmente en Europa.

Sobre 2008: BBVA ocupa el primer lugar en cuanto al volumen de los fondos gestionados, con un patrimonio de 33.196 millones de euros, seguido de Santander (32.946 millones) y La Caixa (11.586 millones). Inverco ha destacado que, a pesar de que los mercados registraron caídas superiores al 40% en 2008, más del 70% de los partícipes de fondos de inversión cerraron el año con rentabilidades positivas, incluso por encima de la inflación.

Sobre 2007: La rentabilidad media ponderada en los últimos doce meses ha sido del 2,40%. Rentabilidades moderadas a bajas, producto de un segundo semestre para el olvido a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime*. Esperemos que el 2008 sea más beneficioso...

Sobre 2006: 1.395 fondos acabaron el ejercicio siendo rentables, ya que sus ganancias superaron a la inflación. El que ofreció una mayor rentabilidad fue el CS Euroceánico Global, que ganó el 158,3%, seguido del de renta variable de la eurozona BK Pequeñas Compañías, 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%.

Sobre 2005: Los fondos de inversión cerraron 2005 con unas ganancias del 4,75%, una cifra que supone la mayor rentabilidad en los últimos seis años, según Inverco.

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.

Anexo 5 (continuación)

Sobre 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.

Anexo 6

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 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 del patrimonio con su *reporting* adecuado, cargas fiscales implícitas, un excelente asesoramiento en la red que recomiende cuál 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*.

Anexo 6 (continuación)

Tengo sólo dos ideas: 1. Inversión directa en bolsa mejor que a través de fondos. 2. Bestinvest 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!

Anexo 6 (continuación)

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 euribor 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 Swam*».

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 de 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.

Anexo 6 (continuación)

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. En España, el porcentaje de inversión en renta variable 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.

Aneo 6 (continuación)

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".

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).

Resulta sorprendente cómo caemos los neófitos cuando nos venden las bondades de los fondos de inversión. Voy a usar la técnica del cucurucho cuando junte algunos ahorrillos.

La siguiente robada enorme van a ser los *hedge funds*, abusivos en cuanto a comisiones. Y lo peor es que el régimen fiscal de los fondos es benévolo para favorecerlos: se permite el traspaso entre fondos sin tributar y no el vender Iberdrola y comprar Telefónica. En los fondos de dinero y renta fija, la diferencia es por comisiones. Fondos baratos lo hacen bien, pero hay otros muy, muy caros.

Desde nuestra organización hacemos numerosos análisis que desgraciadamente llegan a la misma conclusión

En este país, cada vez hay más cosas que no tienen sentido. En lo que no hay capacidad real de decisión o negociación, todo es transferir renta hacia arriba: sector financiero, suministro eléctrico, gas... Luego se sorprenden de que la gente no consuma. Una parte importante de la crisis actual es debida, como en 1929, a un mal reparto de los beneficios de los años anteriores. En lugar de haber invertido en I+D, en potenciar las empresas exportadoras...

Yo vendo fondos, y cuando hablo con los gestores, se justifican con que sus fondos son mejores que la media y/o que rentabilidades pasadas no son indicativas de futuras (pueden haberse equivocado, pero que ahora están perfectamente posicionados para el futuro).

Anexo 7

Fondos con diez años de historia. Los cinco más rentables y los menos rentables

Tipo de fondos	Nombre del fondo	Rent. 1 año	Rent. 3 Aaos	Rent. 5 años	Rent. 10 años	Rent. 15 años	Rent. 18 años	Patrim. dic. 2009	Variac. patrim. 2009	Grupo financiero
RV Resto €	BESTINVER BOLSA	34,56	-2,92	9,81	15,68	12,9		358.368	-0,70	BESTINVER
RV Resto €	BESTINFOND	60,20	-3,23	8,09	14,59	16,5		878.929	53,98	BESTINVER
RV Mixta €	BESTINVER MIXTO	26,21	-0,88	7,16	11,26			80.764	-19,94	BESTINVER
RV Nac €	METAVALOR	36,82	-3,67	10,59	9,98	11,2	10,1	32.928	61,16	METAGESTION
RV Int Emer	RENTA 4 LATINOAMER.	94,25	9,09	19,32	9,37			9.687	208,25	RENTA 4
RV Int USA	Renta 4 Usa	44,80	0,39	-0,24	-15,60			5.527	233,71	Renta 4
Globales	Fonpenedes Global	0,41	-14,20	-6,90	-14,50			1.571	-32,90	Caja Penedès
RV Int Resto	Cajamadrid Teleco-T.Glob.	14,84	-2,78	0,96	-12,90			6.885	105,21	Caja Madrid
RV Int Resto	Ibercaja Tecnologi.	26,85	-8,10	-2,13	-12,40			6.901	32,41	Ibercaja
RV Int Japón	Santander Sel.Rv Japón	2,96	-15,30	-4,64	-11,20			13.799	11,77	Santander
RV Int USA	Fonpenedes Bol Usa	10,61	-13,90	-5,88	-10,90			6.598	6,68	Caja Penedès
RV Int Resto	Bbva B.Tecn. y Telecomu.	32,68	-5,30	-0,23	-10,90			131.153	18,13	B.B.V.A.
RV Int Japón	Renta 4 Japón	11,01	-20,30	-7,22	-10,80			3.080	-13,01	Renta 4
Globales	Banif Cartera Dinámica	14,42	-10,70	-2,60	-10,80	-4,98	-2,21	19.878	698,61	Santander
RV Int Resto	Kutxacrecimiento	57,45	-7,28	-0,31	-10,30			3.537	102,78	Caja Guipúzcoa
RV Int Resto	F. Valencia Internac.	3,11	-17,80	-8,26	-10,20			2.862	-4,35	Bancaja
RV Int Japón	Bbva Bolsa Japón	10,61	-11,90	-2,57	-10,10			20.990	9,24	B.B.V.A.
RV Int Japón	Foncaixa 55 Bo. Japón	2,33	-14,5	-5,25	-10,10			17.403	-11,99	La Caixa
RV Int Eur	Bk Sect.Telecomun.	17,98	-9,42	-2,55	-9,86			20.201	170,19	Bankinter
RV Int Resto	Can Flotante G. li	3,63	-14,20	-5,37	-9,29			26.749	1,84	Caja Navarra
RV Int USA	Caja Madrid Bolsa Usa	19,10	-10,40	-3,38	-9,14			10.251	76,48	Caja Madrid
RV Int Resto	Bankpyme Comunicacion.	35,70	-4,57	0,52	-8,79			6.388	23,95	Bankpyme
Globales	Gaescoquant	22,97	-16,60	-3,73	-8,76			10.183	3,58	Gvc Gaesco
RV Int Resto	Mutuaafondo Tecnológico	38,82	-1,92	3,28	-8,70			10.605	1170,30	Mutua Madrileña
RV Int Eur	Kutxa Valoreuro	2,22	-18,60	-6,22	-8,63			35.991	-10,03	Caja Guipúzcoa
Globales	Pbp Diversif. Global	-1,14	-9,86	-0,82	-8,62			9.206	-58,35	Banco Popular
RV Resto Euro	Cc Bolsa Europea	11,11	-15,30	-4,60	-8,43			7.598	0,32	Caja Catalunya
RV Int USA	Bancaja R.V. USA	14,33	-12,90	-3,10	-8,32			2.871	8,73	Bancaja
RV Int Resto	Gaesco T.F.T	35,94	-6,12	1,49	-8,31			8.196	59,73	Gvc Gaesco
RV Int Resto	Kutxavalorinter	22,27	-12,60	-3,00	-8,31			12.888	24,79	Caja Guipúzcoa
RV Int USA	Bbva Bolsa Usa	18,97	-10,40	-4,18	-8,26			56.500	14,68	B.B.V.A.
RV Int Resto	Madrid Sec.Fro.Global	13,19	-25,60	-10,90	-8,19			1.507	12,63	Caja Madrid
RV Int Resto	Banesto Bolsa Intern.	14,50	-10,90	-2,60	-8,02	2,33	4,84	10.453	0,25	Santander
RV Int Resto	C. I. Global	23,26	-8,99	-0,65	-7,97			5.587	94,64	Caja Ingenieros
RV Resto Euro	Renta 4 Eurobolsa	26,01	-7,27	2,59	-7,91			13.728	-8,16	Renta 4
RV Int Japón	Fonpenedes Bor Japón	-2,09	-16,10	-4,82	-7,87			3.975	-11,34	Caja Penedès
RV Int Resto	Kutxaestructurado 2	57,27	-27,20	-16,90	-7,82			5.145	51,50	Caja Guipúzcoa
Globales	Merchfondo	34,37	-7,68	-3,41	-7,82	3,54	4,96	27.445	13,88	Merchbanc
RV Int USA	E.S. Bolsa Usa Selecc.	17,73	-12,90	-4,84	-7,81	0,57		3.491	34,16	B. Espirito Santo
Globales	Beta R.V. Global	17,39	-11,7	-4,69	-7,69	1,49	1,58	2.788	-17,98	Fortis
RV Resto Euro	Bnp Paribas Global Conserv	7,04	-14,00	-4,45	-7,56			9.569	47,96	Bnp Paribas España
RV Int Resto	Barclays Bolsa Europa	30,79	-16,10	-4,61	-7,53			30.752	22,41	Barclays
RV Int USA	Sant S.Rv.Norteamérica	18,86	-9,03	-1,59	-7,46			81.026	445,06	Santander
RV Resto Euro	Unifond Eurobolsa	-0,99	-18,60	-7,75	-7,16			2.903	-3,79	Unicaja
RV Resto Euro	C.A.I Bolsa 10	19,30	-9,87	0,03	-7,08			5.390	8,26	Ahorro Corp
RV Int Resto	Performance Fund	12,10	-10,50	-2,44	-6,99			1.210	-21,26	Fortis
RV Int Resto	Barclays Bol.Dividendo	39,88	-26,80	-14,80	-6,84			15.070	10,30	Barclays
RV Int Resto	Bbva Bolsa Finanzas	23,27	-23,10	-9,62	-6,79			9.698	13,24	B.B.V.A.
RV Mixta Int	Plusmadrid Econo.Global	13,47	-9,64	-2,82	-6,77	-0,47		8.804	168,16	Caja Madrid
RV Resto Euro	Bbva Bolsa Euro	26,53	-9,54	0,58	-6,74			198.354	-8,74	B.B.V.A.
RV Int Resto	Fonbilbao Internac.	14,68	-9,00	-0,20	-6,71			24.585	17,49	Seguros Bilbao
RV Int Resto	Fonduero Sectorial	13,63	-13,20	-3,84	-6,71	1,10		4.653	-0,59	Caja Salamanca Sori
RV Int Resto	Foncaixa Privada B.Internac	25,25	-6,69	1,00	-6,65	1,18	2,06	3.106	26,14	La Caixa
RV Int Resto	Ac Australasia	8,24	-11,50	-0,98	-6,60			12.680	-2,12	Ahorro Corp
RV Int Resto	Bbva Bolsa Desar.Sost.	26,60	-10,60	-2,12	-6,55			13.805	10,09	B.B.V.A.
RV Int Resto	Ibercaja Bolsa Int.	28,74	-10,10	-1,41	-6,54			9.968	27,21	Ibercaja
RV Resto Euro	Fondonorte Eurobolsa	22,92	-12,80	-1,05	-6,43			13.339	1,84	Gesnorte
RF Mixta Int	Ac Responsable 30	2,63	-6,27	0,09	-6,42			5.335	11,09	Ahorro Corp
RV Int USA	Foncaixa 53 Bolsa Usa	17,79	-11,00	-4,33	-6,39			8.548	116,56	La Caixa
RV Resto Euro	Pbp Bolsa Europa	17,60	-13,10	-1,94	-6,36			7.054	-2,29	Banco Popular
RV Int Japón	Bbva Bolsa Japón(Cubi)	14,51	-18,60	-3,45	-6,28			11.005	-22,16	B.B.V.A.
RV Resto Euro	Intervalor Accs. Int.	34,74	-10,90	-1,86	-6,12			3.325	74,62	Interbrokers
RV Int Resto	Rural Renta V. Int.	12,97	-0,10	-1,50	-6,09			904	-7,23	Banco Cooperativo
RV Resto Euro	Ac Euroacciones	19,98	-9,04	1,23	-6,03			18.092	11,69	Ahorro Corp

Fuente de los datos: Inverso.

Anexo 8

Fondos con cinco años de historia. Los cinco más rentables y los menos rentables

Tipo de fondos	Nombre del fondo	Rent. 1 año	Rent. 3 años	Rent. 5 años	Rent. 10 años	Rent. 15 años	Rent. 18 años	Patrim. dic. 2009	Variac. patrim. 2009	Grupo financiero
RV Int Emer	EUROVALOR Iberoameri.	99,36	7,03	20,67				50.786	297,76	BANCO POPULAR
RV Int Emer	BBVA BOLSA LATAM	87,51	5,98	19,70	8,16			82.180	145,55	B.B.V.A.
RV Int Emer	RENTA 4 LATINOAMER.	94,25	9,09	19,32	9,37			9.687	208,25	RENTA 4
RV Int Emer	BANIF RV SILA	75,81	3,98	18,08	8,76	9,87	8,72	166.307	749,01	SANTANDER
RV Int Emer	IBERCAJA LATINOAMERI.	82,59	3,63	17,59				15.632	264,80	IBERCAJA
RV Int Resto	Kutxaestructurado 2	57,27	-27,20	-16,90	-7,82			5.145	51,50	Caja Guipúzcoa
RV Int Resto	Barclays Bol.Dividendo	39,88	-26,80	-14,80	-6,84			15.070	10,30	Barclays
Globales	Bbva Bonos L/P Gob. li	-18,80	-24,80	-13,50				22.271	601,90	B.B.V.A.
RV Resto Euro	Cs European Sel.Divid.	27,83	-17,80	-11,20	-4,17	-0,76	0,48	2.990	30,53	Crédit Suisse
RV Int Resto	Madrid Sec.Fro.Global	13,19	-25,60	-10,90	-8,19			1.507	12,63	Caja Madrid
RV Int Resto	Bbk Capital Partners	50,30	-18,50	-10,70				3.920	175,25	Bilbao Bizkaia Kutxa
RV Int Resto	Bbva Bolsa Finanzas	23,27	-23,10	-9,62	-6,79			9.698	13,24	B.B.V.A.
RV Int Resto	Ibercaja Financiero	36,32	-22,00	-8,54				13.001	13,23	Ibercaja
RV Int Resto	F. Valencia Internac.	3,11	-17,80	-8,26	-10,20			2.862	-4,35	Bancaja
RV Int Japón	C.L. Bolsa Japonfimf	5,98	-23,20	-8,26				8.667	8,41	Caja Laboral Popular
RV Mixta Euro	Premium Gestión 2	-34,10	-19,70	-8,25				533	-66,73	Caja Guipúzcoa
RV Int Resto	Bbk Real Estate Mundial	27,85	-14,40	-7,96				3.164	-4,83	Bilbao Bizkaia Kutxa
RV Resto Euro	Unifond Eurobolsa	-0,99	-18,60	-7,75	-7,16			2.903	-3,79	Unicaja
RV Int Japón	Renta 4 Japón	11,01	-20,30	-7,22	-10,80			3.080	-13,01	Renta 4
RV Int Japón	Cajamadrid Bol.Japonesa	4,04	-19,70	-7,22				5.232	-5,45	Caja Madrid
RV Int Resto	Cam Global	4,66	-15,80	-7,20	-1,04			18.454	1151,80	Caja Mediterráneo
Globales	Fonpenedes Global	0,41	-14,20	-6,90	-14,50			1.571	-32,90	Caja Penedès
RV Int USA	C.L. Bolsa Usa Fimf	26,84	-13,60	-6,83				16.870	66,84	Caja Laboral Popular
RV Int USA	Kutxa Valor Eeuu	19,84	-14,00	-6,37				4.139	146,01	Caja Guipúzcoa
RV Int Europa	Kutxa Valoreuro	2,22	-18,60	-6,22	-8,63			35.991	-10,03	Caja Guipúzcoa
RV Int Japón	Kutxa Valor Japón	11,56	-16,00	-5,91				3.195	22,89	Caja Guipúzcoa
RV Int USA	Fonpenedes Bol Usa	10,61	-13,90	-5,88	-10,90			6.598	6,68	Caja Penedès
RV Int USA	Can Premium	24,19	-12,80	-5,80				11.793	244,39	Caja Navarra
RV Resto Euro	Premium Dividendo	-0,23	-12,00	-5,76				3.143	13,36	Caja Guipuzcoa
Globales	Premium Global 4	4,54	-8,91	-5,69				4.792	98,52	Caja Guipuzcoa
RV Int USA	Fondespaña Usa	16,76	-12,80	-5,38				3.733	-17,09	Caja España
RV Int Resto	Can Flotante G. li	3,63	-14,20	-5,37	-9,29			26.749	1,84	Caja Navarra
RV Int Japón	Fondespaña Japón	-1,37	-15,40	-5,34				1.436	-8,60	Caja España
RV Int USA	C.I. Bolsa Usa	26,39	-10,90	-5,28				5.798	202,43	Caja Ingenieros
RV Int Japón	Foncaixa 55 Bo. Japón	2,33	-14,5	-5,25	-10,10			17.403	-11,99	La Caixa
Globales	Premium Gestión 1	-26,60	-11,20	-5,23				4.551	-33,32	Caja Guipúzcoa
RF € CortoPzo	Santander C/P Plus	-18,90	-9,88	-5,20	-1,16			20.416	-83,48	Santander
RV Int Resto	Bk Fondo Internet	17,46	-11,90	-4,88				17.776	1227,50	Bankinter
RV Int USA	E.S. Bolsa Usa Selecc.	17,73	-12,90	-4,84	-7,81	0,57		3.491	34,16	B. Espirito Santo
RV Int Japón	Fonpenedes Bor Japón	-2,09	-16,10	-4,82	-7,87			3.975	-11,34	Caja Penedès
RF Int	Dexia Pbp Bon.Alt.Ren.	5,32	-9,58	-4,82				43.827	3951,60	Banco Popular
Globales	Beta R.V. Global	17,39	-11,7	-4,69	-7,69	1,49	1,58	2.788	-17,98	Fortis
RV Int Japón	Santander Sel.Rv Japón	2,96	-15,30	-4,64	-11,20			13.799	11,77	Santander
RV Int Resto	Barclays Bolsa Europa	30,79	-16,10	-4,61	-7,53			30.752	22,41	Barclays
RV Resto Euro	Cc Bolsa Europea	11,11	-15,30	-4,60	-8,43			7.598	0,32	Caja Catalunya
RV Int Japón	Bk Indice Japón	3,02	-19,20	-4,56				10.386	-15,34	Bankinter
RV Resto Euro	Barclays B. Zona Euro	29,79	-16,00	-4,46	-5,92			12.394	0,86	Barclays
RV Resto Euro	Bnp Pari Global Conservat	7,04	-14,00	-4,45	-7,56			9.569	47,96	Bnp Paribas España
RV Int USA	Foncaixa 53 Bolsa Usa	17,79	-11,00	-4,33	-6,39			8.548	116,56	La Caixa
RV Int USA	Bbva Bolsa Usa	18,97	-10,40	-4,18	-8,26			56.500	14,68	B.B.V.A.
RV Int USA	Sabadell Bs Dólar Bolsa	16,87	-11,10	-4,15	-5,52			19.832	111,55	Banco Sabadell
Globales	Renta 4 Cta Trading	1,64	-9,05	-4,12				13.319	15,09	Renta 4
RV Resto Euro	Caminos Bolsa Europea	14,57	-8,59	-3,94				6.027	182,64	Banco Caminos
RV Int Resto	Fonduero Sectorial	13,63	-13,20	-3,84	-6,71	1,10		4.653	-0,59	Caja SalamancaSoria
RV Int Japón	Eurovalor Japón Fimf	1,72	-13,00	-3,80				5.526	-17,00	Banco Popular
RV Int Resto	March Mul.R.V.Int.Fimf	18,65	-13,70	-3,80				1.906	-7,80	Grupo March

Fuente de los datos: Inverso.