



ICAIDE

# ¿PUEDEN LOS FONDOS DE INVERSIÓN BATIR AL MERCADO DE FORMA SISTEMÁTICA?

Autor: Felipe Jiménez-Alfaro Lafita

Director: Jaime Durán Navarro

Madrid

Marzo 2015

Felipe  
Jiménez-Alfaro  
Lafita

**¿PUEDEN LOS FONDOS DE INVERSIÓN BATIR AL MERCADO DE FORMA SISTEMÁTICA?**



## ÍNDICE

<b>1) INTRODUCCIÓN</b>	<b>1</b>
<b>2) EFICIENCIA DE LOS MERCADOS</b>	<b>2</b>
Behavioural finance	3
Ineficiencia de los mercados	4
Valor y precio	7
<b>3) EVALUACIÓN DE LA RENTABILIDAD: ÍNDICE DE REFERENCIA</b>	<b>10</b>
<b>4) LOS FONDOS DE INVERSIÓN</b>	<b>13</b>
Clases de fondos	15
Fondos abiertos y fondos cerrados	15
Fondos por clase de activos, plazo, geografía, sector o volumen	17
Hedge funds	18
Fondos de inversión de índices y ETF	21
Sociedades de inversión	23
<b>5) ORGANIZACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN</b>	<b>27</b>
Gestora	27
Fondo	28
Magellan Fund de Fidelity Investments	29
Iberia Fund de Fidelity Investments	29
Bestinver	30
EDM Inversión	30
Conclusión	30
Equipo gestor ( <i>investment advisors</i> )	31

<b>6) GESTIÓN DE LA INFORMACIÓN Y ANÁLISIS DEL MERCADO</b>	<b>34</b>
<b>Value investing</b>	<b>34</b>
Peter Lynch	34
Warren Buffet	35
Francisco García Paramés	35
Conclusión	36
<b>7) CONCLUSIÓN: ¿PUEDEN LOS MUTUAL FUNDS BATIR AL MERCADO DE FORMA SISTEMÁTICA?</b>	<b>37</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>39</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>41</b>
Anexo 1	41
Anexo 2	42
Anexo 3	43
Anexo 4	44
Anexo 5	44
<b><u>Índice de gráficos</u></b>	
Gráfico 1 DJIA vs. S&P 500 .....	10
Gráfico 2 Alba vs. IBEX 35 .....	26
<b><u>Índice de tablas</u></b>	
Tabla 1 # fondos de inversión.....	16
Tabla 2 Mayores gestoras de fondos por activos.....	27
Tabla 3 Mayores gestoras de fondos por activos en España .....	28

## Resumen

El presente trabajo aborda el debate existente sobre la capacidad de algunos gestores de fondos de batir al mercado de forma sistemática. La teoría del mercado eficiente de Fama sostiene que el valor intrínseco de las acciones es igual a su precio de mercado. Por otro lado, *behavioral finance* cuestiona la eficiencia de los mercados y considera que existen agentes que actúan de forma irracional en el mercado. La escuela del *value investing* surgida con Benjamin Graham y con discípulos como Peter Lynch, Warren Buffet o Francisco García Paramés ha demostrado que el mercado no siempre es totalmente eficiente pero el mercado termina reconociendo la creación de valor. Existen ciertos gestores que invirtiendo en acciones infravaloradas a largo plazo han sido capaces de batir al mercado de forma sistemática con unos rendimientos medios netos superiores al índice de referencia. La clase de fondo, la independencia de la gestora, el equipo de inversión y el cobro de comisiones determinan la rentabilidad media y la capacidad del fondo de superar al mercado.

## Abstract

I study whether mutual fund managers can methodically outperform the market. Fama efficient financial market theory considered that the intrinsic value of any stock was reflected in the market price. On the other hand, behavioral finance specifically questions the efficiency of financial markets and believes there are some irrational investors. Value investing founder Benjamin Graham and its followers including Peter Lynch, Warren Buffet or Francisco García Paramés have demonstrate that markets are not always efficient although long-term value creation always end to be reflected on the stock price. Certain fund managers have consistently invested in under-value stock outperforming the market systematically with overall returns higher than the benchmark index. The fund category, the investment firm independence, the mutual fund managers and the mutual fund expenses determine the net average returns as well as the possibility of outperforming the market in the long-term.

*Palabras clave:* fondos de inversión, eficiencia de los mercados, *behavioral finance*, irracionalidad de los mercados, gestores de fondos, fondos de alto rendimiento, ETF, índice de referencia

*Keywords:* mutual funds, financial market efficiency, behavioral finance, market irrationality, fund managers, hedge funds, ETF, benchmark index

## 1) Introducción

La industria de los fondos de inversión ha experimentado un enorme desarrollo en los últimos años. El volumen de activos bajo gestión de los fondos alcanzó en 2013 los 68.7 billones de dólares<sup>1</sup>. En España en particular, iniciaron su andadura en los años 80 y se han configurado como uno de los productos preferidos de los inversores según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), organismo que regula todos los fondos de inversión en nuestro país. El patrimonio de los fondos de inversión en nuestro país se situaba a 31 de enero de 2015 en los 200.422 millones de euros, según la Dirección de Estudios del Banco Cooperativo Español, alcanzando así máximos históricos.

La **rentabilidad** varía enormemente de un fondo a otro al igual que el **riesgo** y mientras unos consiguen batir al mercado otros no. El objeto de mi trabajo será determinar si los **fondos de inversión (*mutual funds*) son capaces de batir al mercado de forma sistemática**, es decir, si la rentabilidad media obtenida a largo plazo por un fondo puede superar la rentabilidad media del mercado. Por tanto, la mayor rentabilidad que el mercado no se debería al puro azar o a las circunstancias de un año en concreto, sino a la buena estrategia de inversión de los gestores.

Estudiaré la hipótesis de los mercados eficientes de Fama así como la teoría de los mercados ineficientes defendida por autores como Benjamin Graham. También trataré de determinar si históricamente los principales fondos de inversión han sido capaces de superar el rendimiento del mercado realizando asimismo un análisis de las distintas clases de fondos existentes. Por último, analizaré el efecto de los gestores en el retorno del fondo así como su capacidad de análisis de toda la información pública disponible.

En mi opinión, descubriré que si es posible batir al mercado de forma sistemática a través de un conocimiento profundo del sector y de las empresas. Para ello, el equipo que gestione el fondo de inversión debe estar formado por expertos que sean capaces de aprovecharse de esas ineficiencias del mercado e identificar acciones cuyo valor intrínseco sea superior a su precio.

---

<sup>1</sup> Boston Consulting Group, *Steering the Course to Growth*, July 2014

## 2) Eficiencia de los mercados

La eficiencia o ineficiencia del mercado determina la posibilidad de predicción de los precios de las acciones en los mercados financieros. A continuación expondré ambas teorías para posteriormente realizar una conclusión.

Eugene Fama definió un mercado eficiente como aquel en el que **los precios de los activos, y en particular de las acciones, reflejen fielmente toda la información disponible**. Fama fue reconocido en 2013 con el premio Nobel de economía y se le considera el “padre de las finanzas modernas”, principalmente por su teoría de la hipótesis del mercado eficiente.

En su libro *Foundations of Finance* (1976) defiende la importancia del mercado eficiente en el sistema capitalista actual. Lo ideal sería un mercado donde los precios sean el reflejo de una asignación perfecta de los recursos disponibles. Por lo tanto, cuando una compañía salga a bolsa, sus antiguos propietarios obtendrán su “precio justo” y los nuevos accionistas estarán pagando por sus acciones un precio igualmente “justo” de forma que los precios de las acciones serán buenos indicadores de valor. El mercado se comportará por tanto de forma racional, es decir, **el precio de las acciones es igual a su verdadero valor**.

Existen tres versiones dentro de la hipótesis de la eficiencia de los mercados: hipótesis fuerte, semi-fuerte y débil. No obstante, la más defendida es **la hipótesis de la eficiencia de los mercados semi-fuerte**, donde el precio de la acción refleja toda la información pública disponible.

Así “por mucho que se estudie el mercado y se analice a fondo a una empresa, otros inversores dispondrán de la misma información y la reflejarán en su precio actuando de forma consecuente en el mercado”. No existiría por tanto una acción “barata” o “cara” ya que el precio del activo refleja su justo valor. Según esta teoría, el análisis fundamental sería inútil ya que todas las acciones reflejan su precio justo. Por tanto, ningún gestor de un fondo de inversión podría batir al mercado de forma sistemática ya que todo se basaría en el azar.

La segunda versión defiende que los precios históricos no tienen ningún valor en el futuro de la cotización. Todo el análisis técnico o “*chartista*” sería inútil desde el punto de vista de la versión **débil de la hipótesis mercado eficiente**.

Por último, **la versión fuerte de la hipótesis mercado eficiente**, señala que los precios reflejan fielmente toda la información, tanto pública como privada. Esta teoría incluye al resto de versiones ya que quien puede lo más puede lo menos, es decir, si es partidaria de que los precios reflejan fielmente el valor de la acción, evidente el precio histórico es indiferente y el precio incluirá toda la información pública disponible (teoría semi-fuerte).

Debido a la complejidad de que la información privada esté reflejada en la cotización, la versión fuerte resulta prácticamente descartada. Por ejemplo, si una empresa está pensando en comprar a otra pagando una prima muy alta, siempre existirá un número limitado de personas que disponen de más información que el resto. Evidentemente estas personas no pueden actuar en el mercado ya que está fuertemente sancionado con penas que llegan a la prisión (*insider dealing*). Sin embargo, nunca va a desaparecer la posibilidad de que personas con información privada hagan uso de esta información para lucrarse de forma particular. Por lo tanto, esta última teoría quedaría descartada ya que siempre van a existir un número limitado de personas con acceso a información privilegiada “*insiders*” como el equipo directivo, auditores, abogados o banqueros de inversión.

Existe un elevado consenso entre los autores de que la versión débil es cierta mientras que la versión fuerte es falsa<sup>2</sup>. El objeto de mi trabajo de investigación no trata de probar ninguna de estas versiones en particular pese a que comparto la opinión mayoritaria. Sin embargo, si trata de comprobar si el mercado es realmente totalmente eficiente.

## Behavioural finance

Behavioural finance es definida por Martin Sewell, profesor de la Universidad de Cambridge, en su libro *Behavioural Finance (2007)* como el “estudio de la influencia de la psicología en el comportamiento de los agentes financieros y su efecto en el mercado. Esta ciencia ayuda a explicar por qué los mercados pueden ser ineficientes”. Por su parte, Edwin Burton indica que el área de behavioral finance cuestiona de forma específica la eficiencia de los mercados financieros. El gestor español Francisco García

---

<sup>2</sup> Martin Sewell, profesor de la Universidad de Cambridge, *Behavioural Finance (2007)*



Paramés aseguró en una conferencia<sup>3</sup> que lleva tiempo estudiando el área de Behavioral Finance, ya que “es necesario comprender la irracionalidad de los agentes para poder estudiar las ineficiencias del mercado”.

El estudio de la eficiencia de mercado es muy relevante en mi proyecto de investigación ya que como veremos posteriormente **un mercado irracional no garantiza que seamos capaz de batir al mercado**, sin embargo, **si el mercado es racional implicará que es totalmente eficiente y por tanto que no se puede batir al mercado de forma sistemática**. Sin embargo, el estudio de la psicología de los agentes así como su irracionalidad no será objeto de discusión profunda ya que el objetivo de mi trabajo es únicamente determinar si los fondos son capaces de batir de forma sistemática al mercado y que factores lo hacen posible; por tanto, el comportamiento de las personas y los motivos que le llevan a comportarse de forma irracional no será objeto de investigación.

### Ineficiencia de los mercados

A principios del siglo XX, Selden basó su libro *La Psicología del mercado de valores (1912)*, en la creencia de que los movimientos en los precios de las acciones dependen de la actitud de los inversores y de los *traders*. Pensaba que el mercado era ineficiente ya que estos inversores no eran racionales y por tanto no valoraban de forma racional las acciones.

En la misma línea Henry Howard Harper, en su libro *La psicología de la especulación (1926)*, consideraba que había muchas personas que pese a conocer mucho sobre el mercado de valores, no eran capaces de “batir al mercado” porque se conocían muy poco a si mismos. Sin embargo, otros si conocen sus limitaciones y son capaces de dejar este problema de lado. Por ello, desde un enfoque psicológico consideraba que se podría batir al mercado.

Desde entonces han surgido numerosos estudios dentro del área de behavioral finance que consideran la irracionalidad de los agentes del mercado. La mayoría de ellos concluyen al igual que Selden y Harper que los inversores no son racionales y se dejan llevar por sus emociones. Obviamente la irracionalidad de alguno de los agentes supone negar la eficiencia de los mercados, ya que otros agentes podrán aprovecharse de esa

---

<sup>3</sup> Conferencia en Instituto Juan de Mariana, Julio 2013  
(<https://www.youtube.com/watch?v=HCQjpDaEunc>)

irracionalidad para obtener un beneficio. Sin embargo, es posible afirmar que el mercado no es eficiente pero no es posible batir al mercado tomando como referencia un periodo prolongado de tiempo.

El profesor de finanzas y pionero en behavioral finance, Meir Statman publicó en 1995 un artículo de investigación comparando dos posibles finanzas. En primer lugar, encontramos las “finanzas convencionales”, donde las personas son racionales, todos los inversores se comportan de acuerdo con el modelo media-varianza propuesto por Markowitz, invierten siguiendo los principios del modelo *Capital Asset Pricing Model*<sup>4</sup> (CAPM) y los mercados son eficientes. Sin embargo, en las “finanzas de comportamiento” (*behavioral finance*) las personas son normales, invierten de forma irracional y los mercados son ineficientes de forma que cualquier “estúpido” podría batir al mercado un año en concreto.

En una entrevista reciente en la revista de la sociedad *Chartered Financial Analyst* (CFA)<sup>5</sup>, Statman aseguraba que *behavioral finance* son las verdaderas finanzas y que la gente ni era racional ni usaba los modelos de varianza. Considera que *behavioral finance* debe ser considerada como una ciencia no exacta donde las teorías existentes como la de Fama o Markowitz no se cumplen en la realidad. En su opinión, invertir en un simple fondo indexado sería la opción más adecuada ya que obtienes la misma rentabilidad que el mercado.

Benjamin Graham (Londres, 1894- Nueva York, 1976), fue un destacado economista el inversor, conocido en los círculos académicos y financieros como “el Padre de la Inversión” y “el Decano de Wall Street”. Warren Buffet, después de su fallecimiento, escribió un artículo en el *Financial Analyst Journal* (1976) destacando la influencia de su obra y definiéndole como el líder en el análisis de valores tanto desde el punto de vista de inversor como de profesor. Además, en el prólogo de la cuarta versión del *Inversor Inteligente*, considerado por muchos el mejor libro financiero, Buffet define a Graham como “mucho más que un autor o un profesor”, al influir en su vida mucho más que cualquier otra persona, salvo su padre.

Actualmente Warren Buffet, es conocido como “el oráculo de Omaha” por sus aciertos invirtiendo. Con 85 años, se jubila como CEO de **Berkshire Hathaway**, quinta

---

<sup>4</sup> Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966)

<sup>5</sup> CFA Society Czech Republic, Newsletter No. 2 December 2013

empresa cotizada en Estados Unidos con una capitalización de más de 350.000 millones de dólares<sup>6</sup>. La sociedad pese a no ser un fondo de inversión propiamente dicho, se dedica a invertir en otras empresas a largo plazo. Su cartera incluye acciones de Wells Fargo, Coca-Cola o American Express. Por ello “en muchos aspectos se le considera un fondo de inversión”<sup>7</sup>.

Benjamin Graham, también defendió la posibilidad de batir al mercado en su libro *El Inversor Inteligente* (1970), considerado por algunos como el mejor libro de finanzas del mundo. Consideraba que el inversor puede batir al mercado en una “base ajustada de riesgo aprovechando el comportamiento irracional de los otros inversores que toman decisiones guiados por emociones y no por la lógica”. Esta estrategia que seguirían los que denomina “inversores inteligentes”, se basaría en comprar acciones cuyo **precio sea menor que su valor intrínseco**. “El mercado se guía por un péndulo que pasa de un exceso de optimismo a un exceso de pesimismo, lo que ocasiona que el precio de las acciones sea demasiado caro o demasiado barato respectivamente”.

Evidentemente esta afirmación de Graham es más fácil decirla que cumplirla ya que no es sencillo determinar si existe exceso de optimismo y si una acción está barata o cara. Sin embargo, en su libro Graham aporta consejos valiosos para los inversores. Precisamente mi trabajo de investigación tratará de descubrir si los buenos gestores siguiendo estos consejos u otros propios son capaces de batir al mercado de forma sistemática.

Otro clásico de la industria de los fondos, Peter Lynch, en su libro *One Up On Wall Street* (1989), aseguraba que “el precio de las acciones a menudo se mueve en dirección contraria a sus **fundamentales**, pero a largo plazo, la dirección y sostenibilidad de los beneficios prevalecerá. Se necesita una **paciencia** destacable para mantener una acción en una compañía que te atrae, pero que todo el mundo parece ignorar. Empiezas a pensar que todo el mundo está en lo cierto y tu estás equivocado. Pero cuando los fundamentales son prometedores, la paciencia es recompensada; únicamente siendo fiel a una estrategia a lo largo de los años buenos y malos conseguirás maximizar tus ganancias a largo plazo”.

---

<sup>6</sup> Forbes, <http://www.forbes.com/profile/warren-buffett/>

<sup>7</sup> Chuck Jaffe experto en fondos de inversion y columnista de MarketWatch

Por tanto, estos autores consideran que a través del análisis de valores, y en concreto del análisis fundamental, los inversores pueden ser capaces de encontrar los valores infravaloradas y en un futuro obtener una mayor rentabilidad. El análisis fundamental implica el estudio de toda clase de ratios financieros como de las propias ventajas competitivas de la empresa.

Ante las teorías que aseguran que el mercado es ineficiente, Fama asegura en su artículo *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance* (June 1997) de la Universidad de Chicago donde continua siendo profesor, que tanto la sobre-reacción como la infra-reacción a ciertas noticias existe. Sin embargo, esto no implica que el mercado sea ineficiente. En primer lugar defiende que estas anomalías del mercado se reparten de forma aleatoria; es decir, en ocasiones el precio de una acción sube demasiado ante una determinada noticia y en otras baja demasiado. En segundo lugar y más importante, “la mayoría de anomalías en el largo plazo se pueden atribuir razonablemente al azar”. Por tanto, defiende que los estudios que defienden la ineficacia del mercado se basan en **periodos cortos de tiempo** y es necesario observar los retornos obtenidos en un horizonte a largo plazo.

## Valor y precio

Los autores de ambas teorías mencionan constantemente **valor** y **precio**. Fama, defensor del mercado eficiente considera que el precio de las acciones es igual a su verdadero valor ya que todos los inversores disponen de la misma información y el mercado ya habría descontado esta información sobre el precio de la acción. Mientras tanto, Graham o Warren Buffet, defienden que el precio de las acciones no siempre es igual a su verdadero valor, ya que en ocasiones el mercado sobrevalora o infravalora algunas acciones.

Existe una diferencia entre valor y precio, independientemente de que luego puedan coincidir o no. El valor es un concepto más **subjetivo** mientras que el precio es **objetivo**. Pablo Fernández, profesor del IESE, en su documento de investigación de 2008 “*Métodos de Valoración de empresas*” asegura que en general una empresa puede tener distinto valor para compradores y para el vendedor. “El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que comprador y vendedor acuerdan realizar una determinada compraventa”.

Por su parte, la guía de valoración de McKinsey (2010, 5ª Edición) escrita por Tim Koller, Marc Goedhart y David Wessels asegura que “la gente invierte con la expectativa de que en el momento que vendan, el valor de su inversión se haya revalorizado suficientemente de forma que se compense el riesgo asumido”. Así la burbuja de internet o la crisis de 2007 se pueden entender por la incompreensión del término valor de acuerdo con esta guía. Sin embargo, esta guía asegura que en la vida real, la relación entre el precio y el valor intrínseco pese a ser frecuentemente imperfecta, especialmente en el corto plazo, el mercado es eficiente. Aseguran que a pesar de estas desviaciones y del comportamiento irracional de algunos agentes el mercado es eficiente en un rango de un 1 o 2% de desviación sobre el valor intrínseco.

Por su parte, Francisco García Paramés aseguraba en un artículo en la revista *Executive Excellence* de 2013 que la base de sus resultados está en “**la discrepancia entre el precio y el valor** de los activos en los que invertimos”. Defensor de la teoría del ciclo de la escuela austriaca asegura que el precio de un activo recoge los **juicios subjetivos** de las diferentes personas actuando en el mercado de ese activo. Pero su trabajo consiste precisamente en analizar las discrepancias entre valoraciones subjetivas actuales y valoraciones subjetivas futuras. La **teoría del ciclo** trata de analizar en que ciclo económico se encuentra la economía en un determinado momento.

Además es defensor de la teoría del *value investing* (Graham, Buffet, Lynch) que consiste en “comprar algo por debajo de lo que vale y esperar pacientemente a que otros lo reconozcan”. Así en Conferencia-coloquio en ESADE en 2009 aseguraba que “ pese a que el mercado tiende a la eficiencia permanente jamás llegará al equilibrio. A veces está más lejos y otras más cerca del mismo, lo que tiene sentido es buscar esos momentos para saber diferenciar las oportunidades de inversión”.

Observamos como el debate de la eficiencia del mercado, no se ha resuelto en la actualidad, especialmente la hipótesis de la eficiencia semi-fuerte, es decir, si las acciones reflejan toda la información pública disponible y si el análisis fundamental es realmente útil. Sin embargo, si parece probado que existen **agentes irracionales en el mercado**, y por tanto, no siempre el valor intrínseco es igual al precio. En relación al plazo temporal y a la magnitud de esas diferencias de valoración es dónde surgen mayores discrepancias. Con el fin de resolver mi pregunta de investigación, estudiaré posteriormente a los principales fondos de inversión para determinar si es posible batir

al mercado de forma sistemática. En caso de ser posible, parece razonable pensar que el análisis fundamental si es válido y el mercado no es totalmente eficiente, ya que se puede tener suerte durante un periodo corto de tiempo pero cuando existe un grupo considerable de gestores capaces de batir al mercado de forma sistemática no parece que se deba únicamente a la suerte.

### 3) Evaluación de la rentabilidad: índice de referencia

Antes de adentrarme en los fondos de inversión, el primer paso será estudiar que entendemos por mercado, ya que según escojamos un índice u otro, la respuesta a nuestra pregunta de investigación será distinta. Es decir, un fondo de inversión batirá o no al mercado, dependiendo de que **entendamos por mercado**.

Graham en su libro *el Inversor Inteligente* (4ª edición, 1970), realizó una comparación de los resultados de 10 grandes fondos con el mercado en general (1961-1970). Observó como tomando el promedio de los 10 fondos las diferencias no eran apreciables de los del índice **S&P 500**. Sin embargo, si eran claramente mejores que los resultados cohechados por el **Dow Jones**.

Observamos, como para comparar el rendimiento de los fondos con el mercado (benchmarking) Graham acudió a los principales índices estadounidenses. La comparación con uno u otro índice va a condicionar las conclusiones de cualquier estudio, ya que tal y como Graham explicó en *el Inversor Inteligente* pese a que los índices de un mismo país tienden a comportarse de forma similar no siempre es así.



Gráfico 1 DJIA vs. S&P 500

En este gráfico obtenido del *Financial Times*, observamos como en los últimos 5 años el comportamiento de el Dow Jones (DJIA) y el S&P 500 pese a seguir una dirección común no ha sido idéntica (Feb 2010-Feb 2015). El S&P se ha revalorizado en más de un 80% mientras que el Dow Jones en un 70%. Por tanto la diferencia es significativa y afectará a la hora de comparar el rendimiento de los fondos. Los resultados actuales (2010-2015) coincidirían con los realizados por Graham (1961-1970), donde el S&P 500 batía al Dow Jones.

En España el índice más representativo es el IBEX 35. Se compone por los “35 valores más líquidos cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas, usado como referente nacional e internacional y subyacente en la contratación de productos derivados. Técnicamente es un índice de precios, ponderado por capitalización y ajustado por el capital flotante de cada compañía integrante del índice”<sup>8</sup>. Así el Comité Asesor Técnico se reúne cada 6 meses para decidir que valores habrá que excluir e incluir en este índice de referencia. En la última reunión celebrada el 10 de Diciembre de 2014 se incorporó al calculo del índice Endesa mientras que Viscofan dejó de pertenecer al índice. Además el Comité revisa la ponderación que se realiza a cada valor teniendo en cuenta el capital flotante (*free-float*).

Existen muchos otros valores que cotizan en alguna de las cuatro Bolsas Españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), y asimismo índices para cada uno de ellos. Además disponemos del Mercado Continuo, que es “un mercado informatizado, que comunica a las cuatro bolsas españolas, asegurando un único precio por valor y que permite realizar operaciones de compra y de venta en un amplio período de tiempo, haciendo posible que los intermediarios financieros puedan ejecutar las órdenes de sus clientes desde cualquier lugar”<sup>9</sup>. Por tanto, el Mercado Continuo no es un índice y sería el equivalente al New York Stock Exchange (NYSE) en Estados Unidos.

He analizado la información que reflejan algunos fondos de inversión para comparar el rendimiento de su fondo (benchmarking), es decir, su índice de referencia y he observado (Anexo 1):

- ❖ *JP Morgan*: sus fondos europeos comparan los rendimientos con el MSCI Europe Index y Lipper European Region Funds Index. El MSCI Europe Index captura a grandes y medianas cotizadas de 15 países desarrollados europeos (incluido España). Con 439 valores cubre el 85% del *free-float* europeo<sup>10</sup>. Por su parte el Lipper European Region Funds Index utiliza como referencia el

---

8 Bolsas y Mercados Españolas (BME)  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/indices/ibex/PreguntasClavelbex35.aspx>

9 José Luis Mateu Gordon, Director del Departamento de Economía de la Empresa en Universidad CEU-San Pablo, El Expansión

<sup>10</sup> MSCI: [http://www.msci.com/resources/factsheets/index\\_fact\\_sheet/msci-europe-index.pdf](http://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-europe-index.pdf)



rendimiento de todo el universo de fondos comparables en lugar de usar un índice pasivo<sup>11</sup>, es decir, cualquiera basado en el mercado de valores.

- ❖ *Blackrock*: compara cada uno de los fondos con un índice de referencia seleccionado por la propia gestora de fondos. Así para los fondos de renta variable europea utilizan también el MSCI Europa Index.
- ❖ *Bestinver*: ofrecen una comparativa general con la renta variable Europea, Global, Nacional y Mixta en los 9 fondos que tienen. Utilizan los índices IGBM, MSCI y EONIA como referencia.

Por tanto, observamos como en los fondos utilizan de forma mayoritaria como índice de referencia el MSCI Europa Index en el caso de renta variable europea, adaptándose para cada clase de activo al índice más representativo. Además, existe cierta uniformidad en el índice que utilizan todas las gestoras de fondos.

Para resolver mi pregunta de investigación, podrán utilizarse tanto los índices pasivos como el MSCI Europa, como los tradicionales índices bursátiles. En renta variable, el S&P es el más utilizado por los estudios previos en Estados Unidos mientras que el IBEX 35 o el MSCI Europa en fondos centrados en España.

---

<sup>11</sup> Lipper Active indices (Thomson Reuters), *A superior view of investment performance*

#### 4) Los fondos de inversión

Los activos bajo gestión de fondos de inversión a finales de 2013 en Europa alcanzaron los **19 billones de dólares** (Anexo 2), es decir, 19 veces el PIB de España y prácticamente dos veces el PIB de la Zona Euro (9.8 billones de euros<sup>12</sup>). Por ello, juegan un papel fundamental no solo para los inversores sino también para la economía. A pesar de ello, la industria se encuentra mucho menos desarrollado que en Estados Unidos donde los activos gestionados alcanzan los 34 billones de dólares. Esto se debe a que fue en Estados Unidos donde surgieron estos productos.

Los “*Foreign and colonial Government Trust*”, surgidos en Londres a principios del siglo XIX, fueron los primeros vehículos donde un conjunto de pequeños inversores se agrupaba para invertir y conseguir economías de escala, pero no fue hasta principios del siglo XX cuando surgieron los primeros fondos de inversión. Así, en la década de 1920 los fondos de inversión alcanzaron un éxito desmesurado en Estados Unidos, que finalizó con el crash de 1929. Durante la Gran Depresión se produjo una extensa regulación que culminó con la aprobación de la ley “*The Investment Company Act 1940*<sup>13</sup>”. A partir de los años 80 los fondos de inversión experimentaron un boom que solo se frenó con la crisis del año 2000 y con la reciente crisis financiera de 2007. Sin embargo, la industria ya se ha recuperado totalmente al encontrarse en máximos históricos en activos bajo gestión (Anexo 2).

Según el libro *Mutual Fund Industry Handbook: A Comprehensive Guide for Investment Professionals*, en 1980, solo uno de cada 16 hogares invertía en fondos de inversión, en 2004 **uno de cada dos hogares estadounidenses** invierte en fondos de inversión.

En España, la CNMV publicó dos informes “*Perfil del inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*” y “*La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia*” en 2011 elaborados por Anna Ispuerto Maté y M<sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán en el que se estudia los perfiles del inversor en fondos de inversión en estos países a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España. La última encuesta disponible es

---

<sup>12</sup> <http://www.datosmacro.com/pib/zona-euro>

<sup>13</sup> Lee Gremillion, *Mutual Fund Industry Handbook, A Comprehensive Guide for Investment Professionals*, Boston Institute of Finance

del 2011 y se realiza cada tres años por lo que se espera que se publique pronto datos mas actualizados. A pesar de ello, comentaré brevemente sus principales conclusiones:

- ❖ En España mientras que en 2002 el 7,2% del total de hogares habían invertido en fondos de inversión, en 2005 dicho porcentaje era del 8,7%<sup>14</sup>. Contrasta por tanto con la tasa del 50% de hogares en Estados Unidos. A pesar de ello, con casi total seguridad se puede afirmar que este porcentaje habrá incrementado en el próximo informe del Banco de España (EFF) como demuestran los datos de incremento de los activos gestionados por los fondos de inversión en España.
- ❖ Los inversores en fondos de inversión tienen en media una edad mayor a la poblacional tanto en Estados Unidos como en España.
- ❖ Tanto el nivel de estudios como la riqueza neta de estos inversores son superiores a las del resto de los hogares en todos los países. En España el 39% de los inversores en fondos poseen título universitario.
- ❖ El importe invertido en estos es relativamente alto. Así, en España, los fondos de inversión en la cartera financiera de los inversores en estos activos, supone en media el 45% del total de activos financieros frente a un 35% en Estados Unidos.

Por tanto, puedo concluir que su desarrollo en España pese a ser muy importante en términos de activos gestionados todavía no ha penetrado en la mayor parte de la población, donde los depósitos y la inversión en acciones continua siendo el activo estrella<sup>15</sup>. Es decir los fondos de inversión continúan siendo un activo bastante exclusivo y desconocido por la mayor parte de la población. Sin embargo, el bajo rendimiento que ofrecen actualmente los depósitos (cercano a 0% de tipo de interés) debido a la política del Banco Central Europeo así como el esfuerzo de los bancos por comercializar estos productos pueden continuar con la expansión de este producto<sup>16</sup>.

Graham asegura en su libro *el Inversor Inteligente* (4ª edición, 1970), que en términos generales los fondos han tenido una finalidad útil. Defiende que los fondos de inversión promueven buenos hábitos de ahorro y de inversión; protegen a muchas

---

<sup>14</sup> Encuesta Encuesta Financieras de las familias (2011), Banco de España

<sup>15</sup> Encuesta Financieras de las familias (2011), Banco de España

<sup>16</sup> <http://www.invertia.com/noticias/depositos-fondos-interesa-2941366.htm>

personas frente a los costosos errores en el mercado de valores concluyendo que “el individuo medio que haya dedicado todo su dinero en exclusiva a los fondos de inversión en los últimos diez años habrá obtenido mejores resultados que una persona media que haya realizado sus adquisiciones de acciones”. En todo caso la afirmación de Graham no supone que los fondos batan al mercado de forma sistemática sino solo que una persona media habrá obtenido mayor rentabilidad a través de la inversión en fondos que a través de la compra de acciones.

## Clases de fondos

El estudio de las distintas clases de fondos es relevante para determinar cuáles pueden realmente batir al mercado de forma sistemática si es que los hay y cuáles no.

### *Fondos abiertos y fondos cerrados*

De acuerdo con un documento emitido por la CNMV que cita al organismo *European Security and Market Association* (ESMA) un fondo abierto es aquel en el que el derecho de reembolso puede ejercitarse al menos una vez al año por su valor liquidativo (NAV). El valor liquidativo es el resultado de la suma de todos los activos menos los gastos, dividiendo el resultado por el número total de participaciones.

Por el contrario, los fondos cerrados se subdividen en un número fijo de acciones que cotizan en bolsa. Su precio vendrá determinado por la oferta y la demanda y no por su valor liquidativo<sup>17</sup> (NAV).

Jason Zweig en su comentario al *Inversor Inteligente* de Graham asegura que los fondos cerrados, aunque fueron populares durante la década de los 80, se han ido reduciendo lentamente hasta ser prácticamente inexistente. En 2004 tan solo representaban un 3% de los activos totales del total de fondos<sup>18</sup>. Por ello, no serán objeto de discusión en este trabajo de investigación.

Los gastos de los fondos abiertos varía de fondo a fondo, sin embargo, se pueden establecer unas referencias. Así los principales gastos que establecen los fondos de inversión son la comisión de gestión (generalmente entre el 1% y el 2%) y gastos corrientes. Además muchos fondos establecen comisiones de suscripción y reembolso. La firma de inversión Bestinver anunció el 2 de Marzo de 2015 la eliminación de la

---

<sup>17</sup> <http://www.morningstar.es/es/news/article.aspx?articleid=74967&categoryid=497>

<sup>18</sup> Mutual Fund Industry Handbook: A Comprehensive Guide for Investment Professionals

comisión de reembolso establecida en un 3% ante las quejas experimentadas en la salida de fondos de 2014 motivada por el abandono de la firma del equipo liderado por Francisco García Paramés.

Las comisiones son precisamente el motivo de queja de muchos inversores ya que pueden disminuir enormemente la rentabilidad de su cartera. La industria de los fondos de inversión ante el aumento de la competencia está experimentando precisamente una disminución en el cobro de comisiones. Así otras gestoras como Renta 4 no cobran tampoco comisión por suscripción ni reembolso. El aumento de competencia se debe principalmente al incremento del número de bancos, *brokers* o aseguradores que ofrecen estos productos.

La siguiente tabla elaborada por *2014 Investment Company Fact Book* (pág. 220), muestra la evolución del número de fondos de inversión en los últimos 10 años:

2005	56867	2,42%
2006	61855	8,77%
2007	66347	7,26%
2008	69032	4,05%
2009	67530	2,18%
2010	69493	2,91%
2011	72611	4,49%
2012	73243	0,87%
2013	76200	4,04%

**Tabla 1 # fondos de inversión**

En la tabla se puede observar como en la última década hemos pasado de 56.897 gestoras a 76.200 gestoras de fondos. Además en los últimos años este crecimiento se está acentuando dejando atrás la crisis de 2009.

En ésta línea, el informe de BCG concluye que los gestores se están concentrando en ajustar sus costes; así de 2012 a 2013 los costes han bajado en 6 puntos básicos en la escala elaborada por la consultora (Anexo 2).

Jason Zweig en su comentario al *Inversor Inteligente* de Graham asegura precisamente que lo primero que debería mirar cualquier inversor a la hora de invertir son las comisiones que cobran los gestores para poder descartar así a los que cobran mayores comisiones.

### *Fondos por clase de activos, plazo, geografía, sector o volumen*

Los fondos de inversión pueden invertir en toda la clase de activos. Las categorías más utilizadas son renta variable (RV), renta fija (RF) o mixtos (tanto RV como RF). Además dentro de cada categoría existen multitud de variedades según el sector, geografía o plazo temporal.

Así dentro de los fondos de **renta fija** encontramos fondos que invierten en deuda catalogada como *high yield* (bonos de alto rendimiento o “bonos basura”), calificados por tener un rating por debajo de “Baa” en el caso de la agencia S&P y “BBB” en el caso de Moody’s. Al invertir en empresas con mayor riesgo la rentabilidad evidentemente se espera que sea mayor.

El fondo de Blackrock (*BGF Global High Yield Bond Fund*) ha obtenido una rentabilidad media en los últimos 5 años de un 8,96% frente al 9,37% del índice de referencia elaborado por Bank of America (*BAML Global High Yield Constrained*). Al tratarse de un fondo de renta fija habría que seleccionar un índice que se identifique como el “mercado”. Utilizar el S&P sería incorrecto ya que es un índice de renta variable que en condiciones normales obtiene una rentabilidad mayor, ya que el riesgo es también mayor (los accionistas son siempre los últimos que cobran en caso de quiebra).

Debido a la limitación de tiempo y espacio en mi trabajo de investigación, **estudiaré únicamente los fondos de renta variable** con el objeto de determinar si son capaces de batir al mercado. Sin embargo, conviene señalar que otras clases de fondos de renta fija comunes invierten en **deuda pública**, en **bonos corporativos** o en **bonos ligados a la inflación** que obtendrán rentabilidades medias menores debido al menor riesgo de estos activos.

Además los fondos se pueden clasificar según su **plazo de inversión**. Normalmente en la propia ficha de inversión, cuya elaboración es obligatoria en España, se indicará los inversores objetivo del fondo señalando tanto la política de riesgo como el tiempo de inversión de referencia. Por ejemplo, en el fondo Bestinver Industrial se indica que el fondo es “indicado para inversores con un horizonte temporal inferior a 5 años”.

También podrán clasificarse **geográficamente**. Encontramos a modo de ejemplo fondos especializados en mercados emergentes, en determinados por países o en ciertas regiones (Europa, Latinoamérica, Asia, etc.). Por ejemplo, el fondo BBVA Quality

BRIC RV invierte exclusivamente en los países que forman el BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Igualmente es posible invertir en toda clase de **sectores** como agricultura, industria, sector inmobiliario o incluso en el sector del vino con el fondo Banca March Vini Catena.

Además podrá elegir fondos con mayor o menor **volumen de activos bajo gestión**. Por tanto, existen multitud de posibilidades a elección del inversor que deberá ser diligente a la hora de seleccionar el fondo para poder, si verdaderamente es posible, batir al mercado.

Independientemente de que los fondos sean capaces de batir al mercado o no, Jason Zweig realiza algunas recomendaciones para **inclinarse a nuestro favor** en el momento de decidir en que fondo invertir:

- ❖ Fondos en los que los gestores sean los máximos accionistas.
- ❖ Sean baratos: la frase “consigues lo que pagas es un mito” en la industria de los fondos de inversión.
- ❖ Se atrevan a ser diferentes
- ❖ Cierran la puerta a nuevos inversores
- ❖ No hacen publicidad

Lo primero que debería mirar el inversor según Zweig es el cobro de comisiones, a continuación el riesgo, reputación del gestor y por último el rendimiento conseguido en el pasado.

### *Hedge funds*

Los fondos de “alto rendimiento” han adquirido una gran popularidad. Calificados como “fondos buitres”, Forthergill y Coke los definen como “todas las formas de fondo de inversión, empresas y sociedades que usan derivados para invertir direccionalmente y/o están autorizados para tomar posiciones cortas y/o usar un significativo apalancamiento a través del préstamo”. Se trata por tanto de fondos donde en general el riesgo es muy elevado. Además no están al alcance del inversor minorista, ya que únicamente se dirige a inversores institucionales. Según *Mutual Fund Industry Handbook* requieren una inversión mínima de 1 millón de dólares.

Su estrategia suele basarse en apalancarse mucho tanto en largo (apuestan por una subida de la cotización) como en corto (apuestan por la bajada de la cotización). En

2014 sus activos gestionados se incrementaron en 76.400 millones de dólares según el Hedge Fund Research (HFR) en su informe de Enero de 2015.

Durante los últimos años algunos gestores han conseguido obtener unas rentabilidades enormes. George Soros, a través de su fondo Quantum Endowment, ha sido el *hedge fund manager* que más dinero ha hecho ganar a sus inversores desde la creación del fondo en 1973, con aproximadamente 40.000 millones de dólares de beneficio según los datos de LCH Investments<sup>19</sup>. En España, es conocido por sus últimas inversiones en sociedades como FCC, Hispania o la salida a bolsa de Aena. El inversor de origen húngaro no permite participar a inversores ajenos de su círculo más íntimo. Precisamente por esta razón, su fondo no aparece entre los primeros 20 *hedge funds* por activos gestionados, ranking liderado por el americano Bridgewater con 77.600 millones de dólares bajo gestión<sup>20</sup>.

Por su parte, el hedge fund gestionado por Paulson es conocido por “apostar” contra las hipotecas *subprime* en Estados Unidos antes de la crisis de 2008 a través de la compra de seguros en caso de impago (*Credit Default Swaps*)<sup>21</sup>. Ocupa el puesto número tres de la lista de LCH Investments con 25.000 millones de dólares de beneficios desde su origen. Sin embargo, esto se podría deber al puro azar en sus decisiones, ya que en el caso de Paulson antes de “ponerse en corto” con la economía americana acumulaba rentabilidades negativas.

### **¿Pueden por tanto los *hedge funds* batir al Mercado de forma sistemática?**

En 2006 la CNMV publicó el informe *Estudio sobre la industria de los hedge funds* con el objetivo de “conocer la industria que se puede desarrollar tras la aprobación por parte del Gobierno del Reglamento de instituciones de inversión colectiva (IIC)”. Hasta esa fecha era un producto desconocido en España pese a que fue en 1949 cuando surgió el primer hedge fund (A.W. Jones & Co.) en Nueva York, gestionado por Alfred Winslow Jones.

---

<sup>19</sup> <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/296e38da-902b-11e3-8029-00144feab7de.html?siteedition=uk#axzz3TDQjWT1t>

<sup>20</sup> Bloomberg

<sup>21</sup> <http://eleconomista.com.mx/fondos/2015/03/16/las-mas-exitosas-operaciones-corto-historia-bursatil-parte-ii>



El informe es especialmente útil ya que ofrece datos de la rentabilidad de los fondos de inversión que pueden ayudar a responder a esta pregunta. Señala que entre 2000 y 2004, la rentabilidad media de los *hedge funds* fue del 7,1% frente al índice de renta variable S&P 500 que obtuvo un rendimiento negativo del 2,3%. A pesar de ello, en 2004 se invirtió esta tendencia pues la rentabilidad de los *hedge funds* fue de un 8,9% frente al 10,9% del S&P. Si nos situamos en el periodo 2008-2012, según publica el *Financial Times*<sup>22</sup>, la rentabilidad media de los *hedge funds* fue de un 7,9% utilizando el HFRI Fund Index, frente al 8,6% de rentabilidad media del S&P.

Tanto el informe de la CNMV como el *Financial Times*, utilizan el *HFRI Fund Weighted Composite Index* como índice de referencia para los *hedge funds* mientras que utilizan el S&P 500 como referencia de “mercado”.

Utilizando ambos índices, he observado que la rentabilidad media de los últimos cinco años (Feb 2010-Feb 2015) del índice de referencia de los *hedge funds* se sitúa en 4.72%<sup>23</sup> mientras que la rentabilidad media del S&P en los últimos 5 años (Feb 2010-15) incluyendo dividendos se sitúa en 16,2%<sup>24</sup>.

Se puede por tanto llegar a la conclusión que el índice el HFRI no ha batido al S&P.

Es más, Warren Buffet realizó una apuesta con un fondo de fondos de *hedge funds* (invierte directamente en fondos de alto rendimiento) en 2008 asegurando que la media de los diez mejores hedge funds no serían capaces de batir al mercado en un periodo de 10 años después de comisiones y gastos. Buffet invirtió esa cantidad en el Vanguard 500 Index Fund que trata de replicar al S&P mientras que el fondo de fondos invirtió en cinco hedge funds. A fecha de Febrero de 2015, el fondo de Vanguard se había revalorizado un 63,5% mientras que la rentabilidad de los hedge funds se situaba en aproximadamente un 19,6%<sup>25</sup>. Pese a ser solo anecdótico, ayuda a entender la dificultad de batir al mercado por parte de los hedge funds.

Por tanto, los datos demuestran que pese a que existen algunos hedge funds que si han sido capaces de batir al mercado por sus decisión acertadas, como invertir contra la

---

<sup>22</sup> <http://ftalphaville.ft.com/2013/09/16/1634772/you-dont-know-what-youve-got-till-its-gone/>

<sup>23</sup> [https://www.hedgefundresearch.com/mon\\_register/index.php?fuse=login\\_bd&1425490275](https://www.hedgefundresearch.com/mon_register/index.php?fuse=login_bd&1425490275)

<sup>24</sup> Rentabilidad obtenida de la página: <http://dqydj.net/sp-500-return-calculator/>

<sup>25</sup> <http://fortune.com/2015/02/03/berkshires-buffett-adds-to-his-lead-in-1-million-bet-with-hedge-fund/> 20

libra esterlina en 2003 por parte de Soros o apostar a la baja en la crisis de 2008 por Paulson, la media del conjunto de los hedge funds no son capaces de batir al mercado.

La principal explicación se debe a las comisiones y gastos exigidos por los gestores y propietarios de esta clase de fondos. El informe de la CNMV (2006) señala que las comisiones más habituales de la industria son **comisión de gestión** de entre 1-2% sobre el total del patrimonio gestionado; una **comisión de resultado** de un 20% sobre los beneficios obtenidos; y una **comisión de administración y custodia** con un porcentaje pequeño. Además pueden existir otras comisiones como las de suscripción y reembolso. Por ello, por muy bueno que sea el gestor es extremadamente complicado que sea capaz de batir al mercado en aproximadamente un 20-25% más para que el inversor final obtenga una rentabilidad neta (rentabilidad total menos comisiones) mayor que la del mercado.

Tomando como referencia el rendimiento del S&P incluyendo dividendos de los últimos 50 años (9,9%<sup>26</sup>), un hedge fund tendría que obtener una rentabilidad media anual de aproximadamente un 30% (9,9% mercado +20% comisiones). Por esta razón, resulta muy complicado que sean capaces de batir al mercado de forma sistemática.

### *Fondos de inversión de índices y ETF*

El origen de los fondos de índice está en la teoría de mercado eficiente de Fama expuesta previamente, ya que considera que el inversor no es capaz de batir al mercado y por tanto debe conformarse con obtener el mismo resultado que un determinado índice. Por tanto, sería lógico invertir en ellos si la respuesta a mi pregunta de investigación es negativa, es decir no es posible batir al mercado de forma sistemática. Se denominan inversiones de gestión pasiva ya que no requieren ningún análisis de valores al basarse puramente en formulas matemáticas que replican el comportamiento de un índice.

La principal diferencia entre los fondos índice y los Exchange Trade Funds (ETF) es el modo en el que los inversores compran y venden estos productos. Como afirma Jason Zweig en el *Inversor Inteligente* (1970), estos últimos están sujetos al pago de comisiones ordinarias del mercado bursátil cuando se compran y se venden a través de un bróker, mientras que en un fondo tradicional los inversores compran sus participaciones directamente al fondo y se las revenden cuando quieren reembolsarlas.

---

<sup>26</sup> Carta a los Inversores de Warren Buffet, 2014

De acuerdo con Morningstar<sup>27</sup> pese a que el patrimonio de ambos ha crecido considerablemente en el periodo 2008-2012, los ETFs lo han hecho a un ritmo mucho más rápido. Los datos de Morningstar muestran que a fecha de 30 de Junio de 2013 el patrimonio total de los ETFs alcanzaba los 272.000 millones de euros, un 205% más comparado con los 89.000 millones de euros que tenían a Junio del 2008. En ese mismo periodo el patrimonio de los fondos índice creció en torno a un 80%, desde los 134.000 millones hasta los 254.000 millones de euros.

La principal ventaja de los fondos índices y los ETF son sus bajas comisiones. El informe de Morningstar ETF Research “*Todo Cuenta: Comparando los Costes de Invertir en ETFs frente a Fondos Índice Tradicionales*” (2013) elaborado por Hortense Bioy, CFA y José García-Zarate muestra las comisiones medias de los fondos índice y los ETFs. El estudio muestra que el total de gastos alcanza de media un 0,39% para los ETF frente a un 0,73% y 0,32% en los fondos índice para particulares e institucionales respectivamente. Sin embargo, los costes pueden llegar a ser mucho menores. Así el fondo elegido por Buffet en su apuesta contra los hedge mencionada previamente, Vanguard 500 Index Fund, el gasto total se sitúa en 0.17%<sup>28</sup>, un 84% menor que la media de fondos índice. John Bogle, fundador del fondo Vanguard, fue precisamente el pionero en la introducción de estos fondos indexados de bajo coste.

Benjamin Graham en sus últimos años como inversor, recomendó los fondos índice a los inversores individuales en su libro *Benjamin Graham: Memoirs of the Dean of Wall Street* (pág. 273), y Warren Buffet también ha recomendado estos fondos en el informe anual de Berkshire de 1996<sup>29</sup>, “La mayor parte de los inversores, tanto institucionales como particulares, descubrirán que la mejor manera de tener acciones consiste en hacerlo a través de un fondo de índices que cobre comisiones mínimas. Los que sigan esta vía superarán con certeza los resultados netos generados por la inmensa mayoría de profesionales de inversión”. Resulta sorprendente la recomendación de ambos reconocidos inversores, ya que son ellos precisamente los que han sido capaces de batir al mercado de forma sistemática como veremos a continuación.

---

<sup>27</sup> <http://www.morningstar.es/es/news/112171/¿los-etfs-más-baratos-que-los-fondos-%C3%ADndice-depende-para-quién.aspx>

<sup>28</sup> <https://personal.vanguard.com/us/funds/snapshot?FundId=0040&FundIntExt=INT>

<sup>29</sup> <http://www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html>

Por su parte, Paramés asegura en *Expansión*<sup>30</sup> que “si el mercado se ve dominado por los ETF y los fondos indexados, habrá muchas más situaciones con desenlaces extraños, ya que todos los fondos indexados siguen una misma dirección, y quedarán muchas oportunidades para aquellos que opten por el valor”.

Por tanto, pese a que pueda ser la mejor manera de tener acciones para la mayor parte de los inversores, la expansión de su actividad aumenta las posibilidades de batir al mercado.

### *Sociedades de inversión*

Pese a que las sociedades de inversión no se rigen por la misma normativa que los fondos de inversión, su enorme parecido me ha llevado a ampliar la pregunta de investigación a esta clase de activos.

Los fondos de inversión se encuentran enormemente regulados. La Comisión Nacional del Mercado de Valores de Estados Unidos (*Securities and Exchange Commission*) requiere a los fondos de inversión que el 40% de los activos se encuentre invertido en intereses minoritarios<sup>31</sup> (*minority interests*), es decir, en acciones de otras empresas en las que no se ejerza un poder de control sobre la compañía. De acuerdo, con Chuck Jaffe experto en fondos de inversión y columnista de *MarketWatch* esta condición se cumpliría perfectamente en Berkshire Hathaway. Sin embargo, la sociedad controlada por Buffet prefiere evitar toda la regulación de los fondos de inversión incluyendo la imposibilidad de repartir acciones entre los directivos (*stock options*). A pesar de ello, uno de los principios de la compañía es “a pesar de estar constituidos como corporación cotizada, nuestra actitud es de asociación”.

Este año se cumplen 50 años desde la toma de control de Berkshire Hathaway por Warren Buffet y sus socios (1965-2015), se cumple su “aniversario de oro”. En su tradicional carta a los accionistas, sus fundadores, Buffet y Munger, han dado su opinión de lo que ha ocurrido durante estos años aportando datos realmente interesantes.

El principio del documento detalla la rentabilidad Berkshire tanto desde el punto de vista del valor de la acción como de su valor contable. Compara esta rentabilidad anual con el rendimiento del S&P 500 incluyendo dividendos. Finalmente se indica el

---

<sup>30</sup> <http://www.expansion.com/2015/01/13/mercados/fondos/1421172390.html>

<sup>31</sup> The Securities and Exchange Commission’s Investment Company Act of 1940

crecimiento anual medio durante estos 50 años (1965-2014) así como el rendimiento absoluto.

Los resultados son enormemente interesantes para el objeto de mi trabajo. Así frente a un **rendimiento anual medio del 9,9% del S&P 500** durante los últimos 50 años, la sociedad de inversión de Buffet ha sido capaz de obtener **un rendimiento anual medio de un 21,6% desde el punto de vista del valor de mercado** (precio de la acción actualmente) y de **un 19,4% desde el punto de vista de su valor en libros**. Por tanto, podemos afirmar de forma totalmente seguro que Buffet si ha conseguido batir al mercado y además duplicando su rendimiento. El discípulo de Graham a través de su holding ha conseguido incrementar en un 1.826.163% el precio de la acción de Berkshire Hathaway. Una persona que hubiese invertido 10.000 dólares hace 50 años en las acciones de Berkshire tendría actualmente una cartera con un patrimonio de más de 182 millones de dólares. Evidentemente, el valor de los 10.000 dólares hace 50 años no es el mismo que el actual debido principalmente a la inflación. Sin embargo, la rentabilidad absoluta nos permite observar la buena gestión financiera de Buffet que le ha situado en el 3<sup>er</sup> lugar de la lista Forbes de 2015 con una fortuna estimada de 72.700 millones dólares<sup>32</sup>.

La diferencia entre el rendimiento usando el **valor de mercado (21,4%)** y el **valor en libros (19,4%)** se debe a que las acciones cotizan por encima de su valor en libros. A pesar de ello, Buffet es partidario de utilizar el valor en libros al reflejar el valor intrínseco de todos sus activos que sería equivalente al NAV en los fondos de inversión. Su valor en libros además debería coincidir con el valor de mercado, ya que Berkshire Hathaway es un holding cuya actividad principal es invertir en otras sociedades por lo que el valor intrínseco no es más que la suma de todas estas participaciones menos el pasivo de la sociedad. Sin embargo, cotiza actualmente con una prima debido a las expectativas de los inversores de que la compañía obtendrá mejores resultados que el resto, comportamiento por otro lado razonable dado la enorme rentabilidad que han conseguido obtener.

Además, las rentabilidades obtenidas por Berkshire son **después de impuestos** frente al S&P 500 que son antes de impuestos. Si fueran antes de impuestos en los años con rentabilidades negativas habrían sido menores mientras que las rentabilidades

---

<sup>32</sup> <http://www.forbes.com/billionaires/list/>

positivas habrían sido mayores; en su conjunto la sociedad asegura que la diferencia de rentabilidades con el S&P habría sido aún mayor.

A través del estudio de los datos he observado como solo en 17 de los 50 periodos, el mercado ha batido la rentabilidad de las acciones del holding empresarial. No obstante, nunca se ha producido en periodos consecutivos mayores de 2 años sino que están distribuidos a lo largo los 50 años (anexo 3). Por tanto, se puede seguir afirmando que han sido capaces de batir al mercado de forma sistemática, ya que de forma sistemática no implica año tras año, situación prácticamente descartable, sino que tomando como referencia un largo periodo de tiempo han superado al mercado de forma que se puede deducir que no se ha debido al puro azar en sus decisiones de inversión.

En su carta explica como la decisión de fusionar su compañía BPL con Berkshire Hathaway de la que controlaba un 61% ha llevado a “desviar 100 billones de dólares su patrimonio y sus socios de BPL al patrimonio de un colectivo de extraños”. Como afirma Buffet en su carta no es de extrañar que solo 1 de cada 89 tenedores de las acciones A de Berkshire Hathaway vote a favor de la distribución de dividendos. ¿Quién quería distribuir dividendos? A partir de un racionamiento lógico ningún accionista estaría a favor de ello, ya que han demostrado ser uno de los únicos, sino los únicos, capaces de batir al mercado de forma sistemática en un periodo de 50 años.

Queda por ver si en el nuevo CEO de la compañía tras la jubilación de este año de Buffet será capaz de mantener los resultado. Lo que es seguro es que deberá respetar los principios de inversión reconocidos por la empresa.

Sin embargo, Buffet tiene una mala noticia para sus accionistas ya que asegura que **las ganancias a largo plazo, medidas en valor relativo y no absoluto, no se acercarán a las obtenidas en los últimos 50 años**, “los números se han vuelto muy grandes”. Es más asegura que es probable que en 10 o 20 años, las ganancias de Berkshire y el capital gestionado habrán alcanzado un nivel tan alto que no permitirán a los gestores reinvertir de forma inteligente todos los beneficios. Resulta lógico dado los niveles de cotización de las acciones así las acciones A cotizan a 218.820 dólares en la Bolsa de Nueva York y las acciones B a 145,69 dólares (03/03/2015).

Respecto a este ultimo comentario de Warren Buffet, se podría hacer un símil a los fondos de inversión, dónde en los fondos que gestionasen volúmenes enormes de

activos, su equipo de inversión tendrá mayores dificultades para conseguir rentabilidades altas y por tanto batir al mercado.

En España, la principal sociedad de inversión cotizada es **Corporación Financiera Alba**, controlada principalmente por el Grupo March. El grupo cuenta con un valor neto de sus activos (NAV) de 3.668 millones de euros. Utiliza por tanto, la misma magnitud que los fondos de inversión para determinar su valor y así lo expresan en sus cuentas anuales. Por lo tanto, tiene al igual que Berkshire una enorme similitud a los fondos de inversión.

Invierte tanto en cotizadas, como en no cotizadas así como en el sector inmobiliario. Sin embargo, la mayor parte de sus activos está destinado a empresas cotizadas. Podría considerarse como el “Berkshire Hathaway” español, ya que es la mayor sociedad de inversión del Mercado Continuo y su política de inversión es muy similar (inversión a largo plazo). A pesar de ello, su tamaño es muy inferior, ya que cuenta con una capitalización de aproximadamente 2.600 millones de euros (Marzo 2015).

Su cartera de cotizadas incluye un 12% de ACS, 10% de Ebro Foods, 23% de Acerinox o un 8% de BME. Está compuesta exclusivamente por valores del Mercado Continuo. Por tanto, como índice de referencia utilizaré el IBEX 35 por ser el más representativo de la bolsa española.



Gráfico 2 Alba vs. IBEX 35

Observamos que Alba ha superado al Ibex 35 en los últimos 5 años en un 20%. Al igual que Berkshire ha batido a su índice de referencia. No es de extrañar que el propio Francisco García Paramés haya recomendado invertir en este valor.

## 5) Organización de los fondos de inversión

La industria de los fondos de inversión no se compone únicamente de inversores y gestores sino que exista toda una organización en torno a ella.

Según Lee Gremillion (*Mutual Fund Industry Handbook, A Comprehensive Guide for Investment Professionals, 2005*) podemos distinguir los siguientes sujetos dentro de la organización: gestora, fondo, equipo directivo, bróker y otros intermediarios, auditores, agentes de rating, depositario, reguladores, Consejo de Administración del fondo o asociaciones empresariales. Me concentraré en la gestora, el fondo y el equipo directivo, ya que considero que son los más relevantes para determinar la rentabilidad de un fondo de inversión.

### Gestora

Las gestoras (*management companies*) reciben comisiones por la administración del fondo, el *advisory*, la comercialización de los productos y el servicio al cliente.

Las 10 principales gestoras por nivel de activos a nivel mundial según el estudio elaborado por Investment Pensions Europe son (actualizado a 31 de Diciembre de 2013):

BlackRock	€ 3,140 billones
Vanguard	€ 1,997 billones
State Street	€ 1,701 billones
Fidelity Investments	€ 1,411 billones
BNY Mellon Investment Management	€ 1,149 billones
J.P. Morgan Asset Management	€ 1,129 billones
PIMCO	€ 1,116 billones
Deutsche Asset Wealth Management	€ 0,931 billones
Capital Group	€ 0,907 billones
Pramerica Investment Management	€ 0,804 billones

**Tabla 2 Mayores gestoras de fondos por activos**

Todos los fondos del top 10 tienen origen estadounidense excepto el banco Deutsche Bank de origen alemán. Además, tres de las diez mayores gestoras de fondos de inversión del mundo son a su vez bancos (BNY, JP Morgan y Deutsche Bank), esto a se debe a su capacidad para atraer a sus clientes de sus divisiones de banca comercial,



banca privada o banca de inversión a su división de *asset management* (gestión de activos).

Por otra parte, el volumen de activos bajo gestión muestra la importancia que ejercen estas gestoras sobre la economía en general y el mundo financiero en particular. Los 7 líderes de la industria de los fondos de inversión gestionan individualmente a través de sus fondos más dinero que el Producto Interior Bruto de España.

En España, las diez principales gestoras por volumen de activos según la Dirección de Estudios del Banco Cooperativo Español a 31 de enero de 2015 son:

Caixabank	€ 34.112 m
Santander	€ 33.187 m
BBVA	€ 29.055 m
Kutxabank	€ 10.622 m
Banco Sabadell	€ 10.315 m
Bankia	€ 9.987 m
Banco Popular	€ 9.945 m
Bankinter	€ 7.251 m
Ibercaja	€ 6.813 m
Unicaja	€ 4.562 m

**Tabla 3 Mayores gestoras de fondos por activos en España**

Por tanto, está formado exclusivamente por gestores nacionales que coincide con que son bancos comerciales. Esto se debe a que las grandes gestoras prefieren domiciliar sus fondos en Irlanda, Alemania o Luxemburgo según una encuesta llevada a cabo por *The Economist* a instancias de la consultora Matheson (2013). La propia gestora Bestinver, conocida por sus altas rentabilidades, tiene su sede social en Londres.

## **Fondo**

La ley de Inversiones de Institución Colectiva, define a los fondos de inversión como “patrimonios separados, sin personalidad jurídica, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario”. Por tanto, un fondo no tiene empleados sino únicamente un patrimonio que será gestionado por un equipo gestor que recibirá las comisiones acordadas previamente.

Con el objeto de resolver la pregunta de investigación, he escogido alguno de los fondos más rentables durante los últimos años para determinar si de forma sistemática han superado al mercado.

#### *Magellan Fund de Fidelity Investments*

El fondo Magellan de Fidelity dirigido por el prestigioso Peter Lynch entre 1977 a 1994, batió al S&P 500 con una rentabilidad media anual de un 25,8%<sup>33</sup>. Los activos gestionados por Lynch pasaron de los 20 millones de dólares iniciales a alcanzar 14.000 millones. Una inversión de 10.000 dólares en el fondo se habría transformado en más de 982.000 dólares en un plazo de 20 años de acuerdo con el libro *el inversor inteligente*.

Sin embargo, tras la salida de su gestor estrella la situación ha cambiado. En los últimos diez años (2005-2014), la rentabilidad media anual se sitúa en un 4,64%<sup>34</sup> frente al 7,67% del S&P 500. El fondo que llegó a gestionar 100.000 millones de dólares en el año 2000, convirtiéndose en el mayor fondo de la historia<sup>35</sup>, actualmente es dirigido por Harry Lange y tiene 14.450 millones de dólares en activos (Anexo 4).

Sin embargo, ni él ni sus predecesores han sido capaces de replicar el éxito obtenido por Peter Lynch. Por tanto, la gestora, como es el caso de la prestigiosa firma Fidelity, no es una garantía de superación del mercado, sino que tendremos que fijarnos especialmente en el gestor, ya que es el encargado final de distribuir el capital del fondo.

#### *Iberia Fund de Fidelity Investments*

Este fondo perteneciente también a la gestora de Fidelity ha obtenido una rentabilidad media de acuerdo con Morningstar en los últimos 10 años de un 7,47% frente a su índice de referencia, MSCI Spain de un 2,12% (09/03/2015).

El fondo dirigido por Fabio Riccelli y domiciliado en Luxemburgo (SICAV) se encuentra activo desde el año 1990 habiendo batido al mercado de forma sistemática con un patrimonio gestionado de 6.671 millones de euros.

---

<sup>33</sup> Benjamin Graham, Comentario al libro *El inversor inteligente*

<sup>34</sup> <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/performance-and-risk/316184100>

<sup>35</sup> <http://money.usnews.com/funds/mutual-funds/large-growth/fidelity@-magellan@-fund/fmagx>

## *Bestinver*

El hasta entonces equipo de gestores liderado por Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad, ha obtenido las rentabilidades más altas del mercado durante 25 años.

El informe anual de 2013 del Acciona, grupo al que pertenece la gestora, detalla que la gestora tenía 8.300 millones de euros en activos bajo gestión. Además indica que el rendimiento anual desde su creación en 1993 ha sido de un 16,52%. En los últimos 20 años (1993-2013), Bestinver había recibido 110 premios en reconocimiento a su gestión.

En concreto Bestinver dispone de varios fondos siendo los más populares Bestinver Bolsa y Bestinver Internacional. Bestinver Bolsa de acuerdo con Morningstar ha obtenido una rentabilidad media en los últimos 10 años de un 8,09% frente al 2,12% del MSCI Spain y Bestinver Internacional de un 10,44% frente al 3,73% del índice de referencia MSCI Europe.

Por tanto, ambos fondos han sido capaces de superar por varias veces la rentabilidad del mercado.

El equipo de inversión actual liderado por Beltrán de la Lastra tendrá unas referencias anteriores muy altas. Con el tiempo sabremos si el ex-gestor de JP Morgan, que estudió ingeniería en ICAI y es también seguidor de la teoría del *value investing* de Graham, es capaz de batir al mercado de forma sistemática al igual que sus predecesores.

## *EDM Inversión*

El fondo gestionado por Juan Grau ha obtenido una rentabilidad media en los últimos 10 años de un 7,71% frente al 2,12% del índice de referencia MSCI Spain (Morningstar). El fondo de la gestora independiente EDM, cuenta con una capitalización de 4.621 millones de euros y lleva activo desde 1989.

## *Conclusión*

Existe multitud de fondos que han sido capaces de batir al mercado de forma sistemática, es decir, durante un periodo prolongado de tiempo (mínimo 10 años) y con una rentabilidad que sobrepasa ampliamente la rentabilidad media del mercado. El informe de Morningstar del 2014 identificó 14 fondos españoles de renta variable que

habían superado al índice de referencia en más de 7 de los últimos 10 años<sup>36</sup>, clasificación liderada por Bestinver (Anexo 5). Como se puede observar las **gestoras independientes** lideran los y dominan la clasificación. Se trata de gestoras no controladas por los bancos, por ejemplo, Bestinver (Grupo Acciona), EDM (gestor independiente con capital íntegramente en manos de miembros de su equipo directivo), Fidelity (gestora internacional) o Aviva (aseguradora francesa). A pesar de ello, como he mencionado anteriormente en mi trabajo, los bancos siguen siendo los líderes en activos gestionados debido a su extensa red de distribución a través de la banca comercial.

### Equipo gestor (*investment advisors*)

Es necesario distinguir entre los gestores de inversión pasiva de los gestores de inversión activa. El argumento de la escuela de la **gestión pasiva** de los fondos de inversión, que surge con Burton Malkiel's, *A Random Walk Down Wall Street* (2007) como principal cabeza visible de esta corriente, es que “los mercados son tan eficientes que han hecho imposible a la gestión activa superar constantemente el rendimiento medio del mercado. Por tanto, supone volver a la teoría de los mercados eficientes expuesta al principio de mi trabajo de investigación.

Mientras tanto, **los gestores activos** tratan de superar al mercado usando distintas técnicas de inversión, en ocasiones de forma fructíferas y en otras no. El libro de Lee Gremillion, *Mutual Fund Industry Handbook, A Comprehensive Guide for Investment Professional* (2005), asegura que estudios de analistas han demostrado que algunos fondos si han sido capaces de batir al mercado de forma constante. Este argumento sobre la superación sistemática del mercado ha sido objeto de debate durante más de 20 años. Los gestores de inversión pasiva no van a ser objeto de mi investigación, ya que su cometido únicamente es replicar al mercado y por tanto siempre obtendrán una rentabilidad igual que el mercado.

Los gestores de los fondos de inversión activa han adquirido una enorme popularidad en los últimos años, especialmente el sistema anglosajón. En España, debido a la menor penetración de los fondos en nuestro mercado son una figura desconocida por la mayoría de la población. Los gestores son los encargados de

---

<sup>36</sup> <http://www.morningstar.es/es/news/129157/fondos-consistentes-renta-variable-espana.aspx>

**administrar** el fondo, y por tanto de ellos depende cada decisión de inversión así como la rentabilidad del fondo.

El estudio llevado a cabo por el MIT, *Son algunos gestores de fondos mejores que otros* (1999), de Judith Chevalier y Glenn Ellison, estudió la influencia de algunas características de los gestores sobre la rentabilidad con el objetivo de determinar si algunos gestores son mejores que otros. Analizó la edad, la universidad en la que estudiaron así como la nota obtenida y el estudio de un MBA.

El estudio mostró que **los gestores con un MBA** superaron a los que no lo tenían por 63 puntos básicos. Además los gestores **jóvenes** superaban a los de mayor edad, sin embargo, esto se debía principalmente al menor cobro de comisiones y no tanto a la elección de acciones. La conclusión más clara se obtuvo en la **nota media** obtenida en la universidad dónde aquellos que obtuvieron una media mayor batieron a aquellos que obtuvieron una media menor. Además aquellos, que accedieron a las **universidades más selectivas** superaron al resto. Por tanto, el estudio concluye que “existe un subgrupo de gestores con mayores habilidades de escoger acciones que otros”.

La conclusión de este estudio va en contra de la eficiencia de los mercados, ya que la rentabilidad no iría asociado con la habilidad para seleccionar un conjunto de valores que van a ser capaces de batir al mercado. Sin embargo, si hablamos de un mercado que no es totalmente perfecto, podríamos hablar incluso de una eficiencia semi-fuerte, dónde todos los inversores disponen de la misma información; la habilidad de los gestores para recolectar y analizar esta información serían determinantes para conseguir batir al mercado de forma sistemática.

He procedido a analizar a alguno de los gestores más importantes de la industria:

- ❖ **Benjamin Graham**<sup>37</sup>: estudió en Columbia University dónde se graduó como número dos de su promoción de 1914. Nada más acabar su carrera empezó su trayectoria en Wall Street.
- ❖ **Warren Buffet**<sup>38</sup>: se matriculó en la Universidad de Pensilvania con 16 años. Dos años después se cambió a la Universidad de Nebraska para después estudiar un master en Columbia Graduate Business School, dónde recibió las

---

<sup>37</sup> <http://www.grahaminvestor.com/articles/benjamin-graham/benjamin-graham-1894-1976/>

<sup>38</sup> <http://www.biography.com/people/warren-buffett-9230729#higher-education>

enseñanzas de Graham. Poco después ya había formado su propia sociedad “Buffett Partnership”.

- ❖ **Charlie Munger**<sup>39</sup>: se matriculó en la universidad de Michigan en 1941 pero a los dos años se alistó en el ejército. A pesar de no tener título universitario estudió posteriormente el master en Harvard Law School, dónde se graduó *magna cum laude*. En 1959 conoció a Warren Buffet y se entendieron a la perfección de manera que pasó a ocupar el cargo de socio y *investment advisor*, ocupado anteriormente por Graham.
- ❖ **Peter Lynch**<sup>40</sup>: Tras obtener una beca en Boston College y realizar unas prácticas en Fidelity Investments fue admitido en Wharton Business School (Universidad de Pensilvania) en el programa MBA.
- ❖ **Francisco García Paramés**<sup>41</sup>: se licenció en ciencias económicas en la Universidad Complutense de Madrid y realizó un MBA en ESADE.

Todos estos inversores expertos reúnen las características expuestas en el estudio del MIT. Son gestores muy cualificados y con una enorme especialización en el mundo de las finanzas. Por tanto, parece que demostrado que si existe un grupo de gestores mejores que otros y en general, tienen ciertas características comunes.

Sin embargo, tal y como aseguraba Graham en su libro *El inversor inteligente*, “un elevado coeficiente intelectual y una gran formación académica no son suficientes para conseguir que un inversor sea inteligente”.

---

<sup>39</sup> The Economist, *Damn Right! Detrás de la escena con el billonario de Berkshire Hathaway Charlie Munger*

<sup>40</sup> [http://www.forbes.com/2009/02/23/lynch-fidelity-magellan-personal-finance\\_peter\\_lynch.html](http://www.forbes.com/2009/02/23/lynch-fidelity-magellan-personal-finance_peter_lynch.html)

<sup>41</sup> <http://www.fundspeople.com/noticias/similitudes-y-diferencias-entre-francisco-garcia-parames-y-beltran-lastra-152924>

## 6) Gestión de la información y análisis del mercado

Paramés asegura que es **imposible seguir a todos los valores**, ya que el tiempo y los recursos son limitados por lo que su primer criterio para descartar a las empresas es el precio. Así en la conferencia del Instituto Juan de Mariana asegura que en los entornos actuales no estudia las empresas con un PER (número de veces el beneficio de una empresa) superior a 12.

Además asegura que los **fraudes de contabilidad**, como es el caso de Pescanova en el fondo que gestionaba se vio parcialmente afectado, no son habituales. A pesar de disponer de alarmas que permitan identificar estos fraudes como es la generación de caja o las ampliaciones de capital, no siempre es posible.

Entre los agentes que operan en el mercado es necesario distinguir entre inversores y especuladores. Graham en su libro *Security Analysis* (1934) contrapone a inversión al término especulador de la siguiente manera: “Una operación de inversión es aquella que después de realizar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son **especulativas**”. Por tanto, los gestores deben de estudiar el mercado profundamente antes de tomar una decisión de inversión.

### Value investing

A continuación expondré la filosofía de inversión de los gestores de la teoría del *value investing*, todos ellos seguidores de la escuela de Graham, que como he expuesto anteriormente han sido capaces de batir al mercado con sus inversiones a **largo plazo**:

### Peter Lynch

Lynch en una conferencia en Nueva York en 2005 dio los siguientes consejos:

- ❖ No compres nada que no conozcas
- ❖ Antes de comprar explica por qué compras
- ❖ Es inútil tratar de predecir la economía y los tipos de interés: “debes concentrarte en el análisis fundamental. Si gastas más de 13 minutos analizando la economía y las previsiones del mercado, has perdido 10 minutos”.
- ❖ Un buen equipo es importante

- ❖ Se flexible y humilde, aprende de tus errores
- ❖ Siempre hay algo de lo que preocuparse

### *Warren Buffet*

La filosofía de inversión de Warren Buffet se resume en los siguientes puntos:

- ❖ Las proyecciones futuras no les interesa, como tampoco les interesa los “giros de vuelta” en las compañías
- ❖ Poca o cero deuda
- ❖ Buen equipo gestor
- ❖ Negocios simples, si hay mucha tecnología no serán capaces de entenderlo
- ❖ Precio establecido

Warren Buffet asegura en su carta a los accionistas del informe anual de 2014, “si no puedes predecir lo que va a pasar mañana, tienes que estar preparado para lo que pueda pasar”.

### *Francisco García Paramés*

La filosofía de inversión de Paramés es “invertir en buenas compañías a **buen precio bien gestionadas**. Un buen gestor en una mala compañía no sirve de nada<sup>42</sup>”.

Paramés, considerado como el “Warren Buffet español”, realizó unas conferencias de Julio de 2013 en el Instituto Juan de Mariana (<https://www.youtube.com/watch?v=HCQjpDaEunc>) en las que cabe destacar lo siguiente:

- ❖ Un particular puede perfectamente batir al mercado, estudiando de los mejores
- ❖ Es necesario tratar de predecir el comportamiento humano para obtener beneficios
- ❖ El precio es la señal más clara del momento del ciclo en el que se encuentra la economía
- ❖ Siempre te vas a equivocar: ejemplo Pescanova
- ❖ Es necesario estar abierto a cosas nuevas

---

<sup>42</sup> Conferencia en Instituto Juan de Mariana, Julio 2013



- ❖ Fuentes de ineficiencia: compañías pequeñas, holdings empresariales o acciones preferentes

### *Conclusión*

Todos ellos defienden por tanto la ineficiencia del mercado y la posibilidad de batir al mercado comprando aquellas acciones cuyo valor intrínseco sea superior a su precio. En muchas ocasiones, los inversores se dejan llevar por la euforia del mercado comprando en máximos y vendiendo en mínimos.

Los inversores descritos seguidores del *value investing* han demostrado a través de la rentabilidad media obtenida en el largo plazo (mínimo 10 años) que el razonamiento debería ser precisamente el contrario. Comprar acciones infravaloradas y vender cuando estén sobrevaloradas y precisamente, en momentos bajistas (*bear markets*) las oportunidades de compra serán mayores que en momentos alcistas (*bull markets*).

## 7) Conclusión: *¿pueden los mutual funds batir al mercado de forma sistemática?*

Tras el análisis de los fondos más rentables de la industria puedo afirmar que los fondos de inversión **sí son capaces de batir al mercado de forma sistemática**. Los **inversores más sofisticados**, pueden aventajarse de los **errores del mercado**. En ocasiones, los mercados financieros no son eficientes pese a que como afirmó Paramés tiende a ello. El estudio de Behavioral finance nos muestra como algunos agentes que actúan en el mercado son irracionales provocando que ciertos activos se muestren infravalorados o sobrevalorados durante ciertos periodos de tiempo. Sin embargo, como afirma Peter Lynch lo que es seguro es que a **largo plazo** el mercado reconocerá el valor de la empresa.

El **aumento de inversores sofisticados** dificulta encontrar activos infravalorados así como un **volumen de activos bajo gestión muy elevado** dificulta la obtención de rentabilidad. Por otro lado, el avance de la gestión pasiva a través de los fondos índice y **ETFs**, como asegura Paramés, supone una oportunidad para los gestores de inversión activa, al existir un mayor número de activos infravalorados debido a que las decisiones de inversión de los fondos que replican el índice se basan puramente en formulas matemáticas y no en el análisis de valores.

Precisamente, los gestores de los fondos a través del **análisis fundamental y el análisis estratégico de la empresa**, es decir, siguiendo los principios del *value investing* (Graham, Buffet, Lynch, Paramés) son capaces de identificar los valores infravalorados por el mercado. En mi opinión, la estrategia seguida por el *value investing* es la más adecuada dada la superación constante del mercado por parte de sus gestores a través de los fondos o sociedades que gestionan. Al contrario, algunos **especuladores**, cuyo fin es obtener un rápido beneficio, si han sido capaces de obtener enorme ganancias como es el caso de Paulson, sin embargo, de forma general se puede afirmar que no son capaces de batir al mercado de forma sistemática. La inversión a corto plazo no permite que se cumpla la hipótesis de Lynch o Paramés, en las que a largo plazo el mercado reconocerá el valor intrínseco de una empresa.

En relación a los gestores puedo concluir que tienen de forma mayoritaria una **formación muy cualificada** como demuestra el estudio del MIT y son capaces de **analizar de forma eficiente la información**. A pesar de ello, dado el enorme nivel de

información y de valores cotizados, es imposible que sean capaces de analizar su totalidad, por ello existen multitud de fondos dirigidos cada uno de ellos por uno o varios gestores que se concentran en un determinado sector o actividad.

Las **comisiones** de los fondos de inversión determinan de forma significativa la rentabilidad media final del fondo. Así, fondos con gastos elevados tienden a obtener una rentabilidad inferior al resto en términos netos (rentabilidad final menos comisiones) como es el caso de los *hedge funds*.

Por tanto, los fondos si pueden batir al mercado de forma sistemática ya que el mercado **no es totalmente eficiente**. Los inversores más sofisticados pueden aprovecharse de la irracionalidad de algunas decisiones de los agentes que actúan en el mercado produciendo una infravaloración de ciertos activos y una sobrevaloración de otros.

## Bibliografía

- ❖ 2014 Investment Company Fact Book, A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry
- ❖ Banco de España, *Encuesta Financiera de las Familias 2011*
- ❖ Benjamin Graham, *El inversor inteligente*, (4ª edición, 1970) - Prólogo y apéndices de Warren Buffet, Versión comentada y actualizada por Jason Zweig
- ❖ Boston Consulting Group, Global Asset Management 2014, *Steering the Course to Growth*, July 2014, (Gary Shub, Simon Bartletta, Brent Beardsley, Helene Donnadieu, Renaud Fages, Craig Hapelt, Benoit Mace, Andy Maguire, Tjun Tango)
- ❖ Conferencia en Instituto Juan de Mariana, Julio 2013
- ❖ CNMV, Anna Ispuerto y Mª Victoria Villanueva, *La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia*, Marzo 2011
- ❖ CNMV, Anna Ispuerto y Mª Victoria Villanueva, *Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*, Julio 2010
- ❖ CNMV, Carlos Arenillas y Montserrat Martínez, *Estudio sobre la industria de hedge funds*, Febrero 2006
- ❖ CNMV, *Guía informativa: Los fondos de inversión y la inversión colectiva*, 2006
- ❖ CNMV, Mª Isabel Cambón Murcia, *Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes*, Junio 2011
- ❖ Dirección de Estudios del Banco Cooperativo Español, *Fondos de Inversión*, Enero 2015
- ❖ Eugene Fama, *Foundations of Finance*, 1976
- ❖ Henry Howard Harper, *The Psychology of Speculations, The Human element in stock market transactions*, 1926
- ❖ Judith Chevalier y Glenn Ellison (MIT), *Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance*, Junio 1999
- ❖ Lee Gremillion con la ayuda de PwC, *Mutual Fund Industry Handbook, A Comprehensive Guide for Investment Professionals*, 2005
- ❖ Martin Sewell, *Behavioural Finance*, Febrero 2007 (revisado Abril 2010)
- ❖ Meir Statman, *Behavioral Finance versus Standard Finance*, 1955

- ❖ Morningstar
- ❖ Tim Koller, Marc Goedhart y David Wessel, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company (2010, 5ª Edición)

## Anexos

### Anexo 1

Bestinver: <http://www.bestinver.es/rentabilidad>

COMPARATIVAS RENTABILIDADES VS MEDIA DEL SECTOR						
RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES SECTOR						
	15 años	10 años	7 años	5 años	3 años	1 año
RV EURO	1.00%	5.00%	n.d.	7.40%	12.80%	1.00%
RV GLOBAL	0.70%	2.20%	n.d.	3.10%	5.30%	0.70%
RV NACIONAL	2.80%	5.10%	n.d.	2.90%	10.30%	5.30%
RV MIXTA	1.60%	3.30%	n.d.	3.60%	8.00%	5.30%
RF MIXTA	2.10%	2.60%	n.d.	2.70%	4.90%	4.40%

  

RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES BESTINVER						
	15 años	10 años	7 años	5 años	3 años	1 año
Bestinfond	14.08%	9.81%	9.58%	14.19%	17.58%	11.69%

Blackrock: <http://www.blackrock.com/es/productos/229648/blackrock-european-a2-eur-fund>

#### Factores clave

Tamaño del fondo (millones) a fecha de 27 feb 2015	EUR 4.996,7 M
Fecha de lanzamiento	30 nov 1993
Índice de referencia	MSCI Europe Net TR in EUR
Divisa base	EUR
Divisa de la clase del fondo	EUR
Domicilio	Luxemburgo

JPMorgan: [https://www.jpmorganfunds.com/cm/Satellite?UserFriendlyURL=performance\\_ratings&pagename=jpmfVanityWrapper&cusip=4812A0649](https://www.jpmorganfunds.com/cm/Satellite?UserFriendlyURL=performance_ratings&pagename=jpmfVanityWrapper&cusip=4812A0649)

**Performance basics**

	Total returns (as of 1/31/2015)			Annualized returns (as of 1/31/2015)			
	1 Month	3 Month	YTD	1 Year	3 Year	5 Year	10 Year
at NAV	-0.13%	-1.60%	-0.13%	-4.59%	14.48%	9.33%	6.49%
With 5.25% max. sales charge	-5.38%	-6.76%	-5.38%	-9.59%	12.45%	8.17%	5.92%
MSCI Europe Index (net of foreign withholding taxes)	0.00%	-1.76%	0.00%	-2.41%	10.16%	6.57%	4.79%
Lipper European Region Funds Index	0.47%	-0.16%	0.47%	-2.68%	12.19%	8.64%	6.78%

**Anexo 2**

Boston Consulting Group (BCG), Steering the Course to Growth, July 2014:



## Anexo 3

### Berkshire rentabilidades históricas:

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
Compounded Annual Gain – 1965-2014	19.4%	21.6%	9.9%
Overall Gain – 1964-2014	751,113%	1,826,163%	11,196%



## Anexo 4

Magellan Fund Rentabilidades históricas:

### Historical Fund Performance <sup>4</sup>

Current year's data as of: 2/28/2015

Year	Total Returns	Capital Gains	Dividends	Share Class Net Assets (\$M)
2015	3.79%	--	--	\$14,450.79
2014	14.08%	\$11.433	\$0.706	\$14,106.98
2013	35.30%	\$5.845	\$0.674	\$13,542.19
2012	17.99%	\$0.021	\$1.002	\$11,869.23
2011	-11.55%	\$0.022	\$0.406	\$12,984.87
2010	12.41%	\$0.065	\$0.542	\$19,913.15
2009	41.13%	\$0.02	\$0.357	\$22,609.63
2008	-49.40%	\$2.86	\$0.114	\$18,948.38
2007	18.83%	\$11.68	\$0.44	\$44,821.90
2006	7.22%	\$24.66	\$0.5	\$44,962.16

## Anexo 5

Morningstar renta variable española: fondos que han superado a la media en los últimos 10 años:

Fondo	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Nota
<b>Media</b>	18,4	19,7	31,2	7,6	-37,4	32,2	-10,8	-10,5	5,2	29,3	
Bestinver Bolsa FI	30,0	27,1	37,4	4,8	-35,2	34,6	3,7	-12,7	14,9	29,7	8
EDM-Inversión R FI	23,6	23,9	38,5	1,5	-37,1	26,8	-9,0	-6,1	16,6	38,8	8
Fidelity Iberia E-Acc-EUR	20,9	29,2	34,7	19,0	-44,8	39,2	-12,4	-8,7	20,1	31,6	8
Aviva Espabolsa FI	19,9	16,1	36,8	10,4	-33,4	35,4	-2,7	-4,1	10,7	27,2	8
Metavalor FI	28,3	30,9	41,4	1,2	-35,5	36,8	-8,5	-12,8	-1,9	36,3	7
Barclays Bolsa España Selección FI	25,9	28,2	34,7	7,0	-51,7	46,4	-9,9	-12,4	14,8	36,2	7
Eurovalor Bolsa Española FI	20,7	21,3	35,7	8,6	-37,3	31,7	-11,0	-8,6	11,1	27,2	7
Sabadell España Bolsa FI	19,6	21,0	33,4	3,6	-38,7	38,9	-8,4	-12,2	8,7	30,5	7
Bankinter Futuro Ibex FI	19,4	20,2	34,7	9,5	-37,3	36,0	-14,0	-8,7	2,4	28,8	7
ING Direct FN Ibex 35 FI	19,3	20,4	34,2	9,3	-36,8	36,2	-13,9	-8,5	1,5	26,3	7
BBVA Bolsa Índice FI	19,3	20,2	33,7	9,4	-37,2	36,8	-14,1	-8,9	1,4	26,1	7
Bankia Bolsa Española FI	19,1	17,3	34,8	11,9	-33,7	36,5	-9,3	-11,9	-4,5	30,4	7
Santander Índice España Cl. Openbank FI	18,9	20,2	34,0	9,5	-36,8	36,4	-14,0	-8,8	1,7	26,1	7
Bankia Dividendo España FI	18,5	19,8	34,3	9,7	-38,1	33,1	-15,1	-7,2	-2,2	29,4	7
Bankia Banca Privada RV España FI	18,4	17,4	31,7	9,3	-36,4	32,9	-13,9	-7,1	4,0	30,8	7
Gesconsult Renta Variable FI	16,8	24,6	41,3	9,4	-34,1	30,1	-7,5	-10,5	2,7	33,0	7
Sabadell España Dividendo FI	29,2	30,0	38,5	3,5	-39,5	30,5	-7,4	-9,5	2,1	34,4	6
Bestinver Iberian R	28,8	28,0	36,7	4,6	-35,8	26,8	3,1	-14,0	13,1	28,9	6
Catalana Occidente Bolsa Española FI	21,1	22,8	35,7	8,7	-32,6	30,6	-11,9	-5,6	3,2	26,4	6
March Valores FI	20,5	22,4	27,5	1,6	-33,3	23,4	-8,5	-8,2	9,9	28,9	6
SSgA Spain Index Equity Fund P	19,4	19,5	37,0	19,2	-36,7	36,5	-16,0	-9,4	1,8	25,4	6
Fonbilbao Acciones FI	19,3	20,7	33,3	9,2	-29,9	26,2	-11,3	-8,2	4,8	22,4	6
BBVA Bolsa Plus FI	19,1	20,6	34,2	12,5	-38,7	34,8	-14,8	-15,4	5,2	26,9	6
Mediolanum Ch Spain Equity L A	15,3	15,8	31,2	4,1	-32,7	28,8	-11,9	-9,7	6,3	25,6	6
Santander Acciones Españolas A FI	18,5	19,1	30,1	8,2	-37,2	33,9	-13,7	-10,1	1,4	25,4	5
AC Ibex-35 Índice FI	18,5	19,0	33,0	8,6	-37,9	35,4	-14,1	-8,9	1,3	26,1	5
Selectiva España FI	18,5	17,9	32,2	8,2	-36,6	33,1	-14,6	-11,7	2,4	28,6	5
Segurfondo Renta Variable FI	18,4	18,7	31,5	9,4	-33,1	31,4	-14,1	-9,1	1,2	22,7	5
Bankinter Bolsa España FI	18,1	17,3	29,9	11,2	-23,9	34,4	-19,4	-11,7	5,7	30,7	5
Mediolanum España R.V. S FI	17,9	18,7	32,3	8,3	-36,4	34,2	-14,8	-9,1	2,9	26,7	5
FonCaixa Bolsa Índice España Estándar FI	16,8	19,7	34,0	8,9	-37,2	35,7	-14,3	-9,0	1,1	25,3	5
FonCaixa Bolsa Gestión España Estánd FI	16,6	22,3	33,8	14,3	-44,3	27,6	-3,2	-13,5	7,7	29,2	5
CS Bolsa FI	12,0	26,0	25,5	6,7	-33,3	42,0	-6,3	-7,6	5,0	28,4	5