



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**EVALUACIÓN DE LOS FONDOS DE
INVERSIÓN ESPAÑOLES:
RENTABILIDAD, RIESGO Y EL
PAPEL DEL VALUE INVESTING
(2015 – 2025)**

Autor: Ana García Jiménez

Director: Francisco de Asís de Ribera Martín

MADRID | Marzo 2025

A mi padre, por haber despertado en mí el interés sobre este ámbito y por enseñarme cada día lo fascinante que puede llegar a ser.

Agradecimientos

Me gustaría expresar mi más sincero agradecimiento a mi tutor, el profesor Francisco de Asís de Ribera Martín, por haberme guiado pacientemente en este proceso largo, pero increíblemente fructífero.

Además, me gustaría agradecer al entrevistado, por compartir su experiencia profesional y su perspectiva sobre el inversor español, lo cual ha jugado un papel crucial en este trabajo.

“La cualidad más importante para un inversor es el temperamento, no la inteligencia”

- Warren Buffet

Resumen

Los fondos de inversión españoles no han adquirido una buena reputación durante los últimos años, aún más si se comparan con otras potencias económicas. Este trabajo realiza un análisis de la rentabilidad de estos durante el periodo de 2015-2025 y aporta un enfoque específico sobre las estrategias de Value investing y sus derivados. Para llevar a cabo este análisis se han recogido datos cuantitativos de Bloomberg y se ha entrevistado a un experto del campo. Recogida esta información se ha establecido que los fondos españoles persisten con unas rentabilidades inferiores a sus respectivos equivalentes internacionales. Esto se da ya que se ha detectado un sesgo de *deep value* mayormente de los gestores a la hora de invertir, causando esta una alta irregularidad en los rendimientos de los fondos de inversión. Se ha explorado otra alternativa de la inversión *value*, comprobando así que combinando los factores *value* y *quality* se consiguen resultados de inversión más confiables ya que logra una mejor relación rentabilidad-riesgo. Lo previamente mencionado ha demostrado que la adopción de estrategias de inversión más consistentes y la evitación de sesgos psicológicos del inversor son cruciales a la hora de invertir para obtener rendimientos óptimos. Asimismo, se controvierte la eficiencia de la gestión activa en España y se comprueba la relevancia que le falta a la gestión activa dada su mayor estabilidad y su reducción en costes con respecto a su contrapartida.

Palabras clave: Fondos de inversión, value investing, deep value, value quality, gestión activa, gestión pasiva, inversión en España, rentabilidad ajustada al riesgo, sesgos del inversor, ratio de Sharpe.

Abstract

Spanish investment funds have not acquired a good reputation in recent years, even more so when compared with other economic powers. This paper conducts an analysis of their performance during the 2015–2025 period and provides a specific focus on Value Investing strategies and their derivatives. To carry out this analysis, quantitative data from Bloomberg was collected and an expert in the field was interviewed. Based on this information, it was established that Spanish funds continue to show lower returns compared to their respective international equivalents. This is due to a detected deep value bias, mostly from fund managers when investing, which causes high irregularity in the performance of investment funds. Another alternative to value investing was explored, thus verifying that by combining value and quality factors, more reliable investment results are obtained as it achieves a better risk-return relationship. The previously mentioned has demonstrated that adopting more consistent investment strategies and avoiding psychological biases of the investor are crucial when investing to achieve optimal returns. Likewise, the efficiency of active management in Spain is questioned, and the relevance that passive management lacks is confirmed, given its greater stability and lower costs compared to its counterpart.

Keywords: Investment funds, value investing, deep value, value quality, active management, passive management, Spanish investment, risk-adjusted return, investor biases, Sharpe ratio.

Índice

1	Introducción.....	1
1.1	Objetivos.....	1
1.2	Metodología.....	2
2	Marco teórico.....	5
2.1	Los Fondos de Inversión.....	5
2.2	La tipología de los Fondos de Inversión.....	6
2.3	Los fondos de España y de los Estados Unidos.....	9
2.4	La Rentabilidad de los Fondos de Inversión	11
2.5	Factores de Inversión.....	13
2.6	Value Investing y sus derivados.....	14
3	Análisis	21
3.1	Estudio de campo.....	21
3.2	Comparación de Rentabilidades	29
3.3	Análisis de riesgo.....	29
4	Conclusiones.....	33
5	Declaración de uso de herramientas de IAG	37
6	Referencias	39
	Anexo 1.....	41

Índice de tablas

Tabla 1. Comparativa Estrategias Value Quality (Fuente: Elaboración propia a partir de Novy-Marx, 2014).....	26
--	----

Índice de ilustraciones

Ilustración 1. Rentabilidad Fondos de Inversión España y Estados Unidos. (Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg Terminal).....	10
Ilustración 2. Rentabilidades Azvalor Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Azvalor).....	22
Ilustración 3. Rentabilidades Cobas Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Cobas)	23
Ilustración 4. Rentabilidades Bestinver Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Bestinver)	24
Ilustración 5. Rentabilidades Magallanes Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Magallanes).....	24
Ilustración 6. Crecimiento de \$1 invertido (Fuente: Elaboración propia a partir de Novy-Marx, 2014).....	26
Ilustración 7. Evolución de los Fondos Españoles frente a un Benchmark (Fuente: Bloomberg Terminal).....	31

1 Introducción

1.1 Objetivos

El presente trabajo tiene como objetivo principal analizar la rentabilidad de los fondos de inversión españoles durante un periodo de tiempo específico (2015-2025) con especial enfoque hacia ciertas estrategias de inversión y su impacto en las rentabilidades. Estas son la estrategia de *Value Investing* y sus derivadas: *deep value* y *value-quality* pudiendo ser una de ellas parte de un sesgo del inversor español. La elección de este enfoque se ha dado a causa de la notoriedad de la tendencia de bajas rentabilidades españolas en comparación con muchas otras de países con características similares, aunque la comparación sea con Estados Unidos para una visión más nítida. Además del patrón de rentabilidad e inversión española, las preferencias estratégicas de los inversores y gestores españoles y el impacto de estas en su rendimiento resulta llamativo.

Para tratar de conseguir información acerca de lo previamente dicho, se han establecido varios objetivos específicos. Primeramente, se ha tratado de evaluar si la estrategia de *value investing* y sus derivados (*deep value investing* y *value quality investing*) han sido no solo exitosos en España sino rentables y óptimos como estrategia.

Asimismo, uno de los objetivos primarios ha sido el análisis del posible sesgo existente entre los inversores y gestores españoles hacia el *Value* puro o el *Deep Value*.

Por otra parte, ha cobrado importancia el análisis de medición sobre la relación rentabilidad-riesgo de algunos fondos españoles con respecto a *benchmarks* internacionales.

Adicionalmente, se ha identificado la preferencia del inversor español por la gestión activa y se ha llevado a cabo un análisis para llegar a la conclusión de si esa inclinación tiene fundamento y se debe a resultados reales.

Finalmente, un objetivo que ha sido una fuente de curiosidad desde el inicio ha sido el entendimiento de la psicología del inversor español y como esta puede estar limitando su rentabilidad potencial.

1.2 Metodología

Para la realización la estrategia de obtención de datos será diversa para así obtener un resultado y unas conclusiones con el mayor fundamento posible. Para crear un argumento inicial se han utilizado bases de datos como EBSCO y Google Scholar. Con estos recursos se han encontrado artículos e información relevante proveniente de fuentes fiables.

Para conseguir un punto de vista acerca del tema discutir se ha realizado una entrevista a una persona que trabaja en el campo. Este es un Directivo de *Wealth Management* (Gestión de Patrimonios) en una Asesora Financiera Boutique española. Previamente en su carrera fue banquero de *Wealth Management* en una firma estadounidense considerablemente relevante. El objetivo de esta entrevista es tener en cuenta las opiniones del profesional ya que estas están basadas en muchos años de experiencia y tienen fundamento. Gracias a esta nueva información se ha ampliado el campo de búsqueda y las conclusiones que pueden ser difíciles de conseguir con una búsqueda en las bases de datos proporcionadas.

Además de una opinión profesional valorada, para respaldar las manifestaciones realizadas como motivación del Trabajo de Fin de Grado y a lo largo de este, se ha realizado un análisis de datos con la ayuda de la Terminal de Bloomberg, así obteniendo la información cuantitativa necesaria. De Bloomberg se han conseguido datos tanto de los fondos de inversión españoles como lo estadounidenses. Se han sacado rentabilidades anuales, dinero invertido, tipología de los fondos y la desviación típica. Por otra parte, una cartera ficticia ha sido creada en Bloomberg. Esta consistía en todos los fondos españoles en el período de tiempo de los 10 años pasados (2015-2025) en comparación con un ETF de referencia (iShares Core MSCI World) con el propósito de mostrar el recorrido de la inversión en fondos españoles. De dicha cartera se ha obtenido las rentabilidades diarias, anualizadas, la desviación estándar, el *Tracking Error*, la Beta, la ratio de Sharpe. Gracias a esta información a alto nivel, se han realizado un análisis y unas conclusiones las cuales han buscado aportar a este trabajo.

Por otra parte, para el análisis básico de las rentabilidades de los Fondos de Inversión Españoles se han analizado cuatro gestoras españolas. Estas han sido escogidas ya que son las que mejor representan los valores y las actitudes del inversor español. El análisis de las rentabilidades de los principales (o únicos) fondos de inversión se realizó

únicamente con los datos proporcionados por las webs oficiales de las gestoras. En ocasiones había varias clases de un mismo fondo. Por ejemplo: *Magallanes Iberian Equity FI (Clase P)*. Cuando se de esta casuística se utilizará para el análisis la clase de fondo con más antigüedad, y si fueron creadas en el mismo momento se cogerá la opción con el perfil medio. De un mismo tipo de fondo se crean diferentes versiones según los posibles costes de gestión, cuando el volumen de inversión es mayor se reduce el coste de gestión. Para este análisis se cogerá el nivel medio para tener una visión más general.

Los datos de estas son únicamente las rentabilidades de los fondos, estas no tienen en cuenta su índice de referencia. Cada fondo tiene un índice o mezcla de índices (e.g. Índice Bestinver Mixto FI: 50% MSCI World Net Total Return EUR Index / 50% Bloomberg Barclays Euro Aggregate 1-10 Years Total Return). Para mostrar una referencia se pondrá en el gráfico un índice, siendo este el principal de los establecidos como índice de referencia de los fondos seleccionados.

Teniendo en cuenta que la mayoría de los fondos mostrados fueron creados en 2015-2018, los datos incluidos serán partir del año 2015. Sin embargo, varios de los fondos seleccionados de Bestinver tienen más de 30 años de antigüedad.

2 Marco teórico

2.1 Los Fondos de Inversión

Primeramente, se debe aclarar lo que se entiende por “fondo de inversión”. Se distingue dentro de las instituciones de inversión colectiva a los fondos de inversión y a las sociedades de inversión. Aunque a simple vista puedan parecer vehículos de inversión muy parecidos, tienen ciertas características que los diferencian, especialmente su identidad jurídica.

Los fondos de inversión captan, generalmente, efectivo de sus clientes y en casos excepcionales bienes, derechos o activos, con un tipo de estrategia predeterminada tratan de sacar una rentabilidad a esas inversiones iniciales. Estos no tienen una personalidad jurídica propia, sino que son gestionados por una sociedad gestora y una entidad depositaria que custodia los activos. Su funcionamiento consiste en la emisión de participaciones del fondo suscritas por los inversores que reciben la parte alícuota del fondo según las rentabilidades obtenidas por la sociedad gestora en sus decisiones de inversión (Inverco, s.f.).

Con respecto a la tributación, estos tributan al 1% en sociedades y sus partícipes lo hacen sobre las plusvalías obtenidas y con un porcentaje de entre 19% y 23% en su IRPF (Llamas, 2024).

Por otra parte, existen las sociedades de inversión, estas sí que tienen personalidad jurídica y están constituidas como sociedades anónimas. El ejemplo más común son las SICAVs (Sociedad de Inversión de Capital Variable) las cuales tienen un 1% de tributación sobre sus plusvalías y mucha fama por eso. Con respecto a su funcionamiento, el acceso del inversor es a través de la compra de acciones (Inverco, s.f.). Como ha sido dicho previamente, estas tienen personalidad jurídica, lo que significa que los propietarios, los accionistas tienen el poder de decisión a la hora de escoger la sociedad gestora que toma las decisiones de inversión.

2.2 La tipología de los Fondos de Inversión

Dentro de los fondos de inversión hay muchas tipologías, estas se definen según las posibles clasificaciones que se les pueden aplicar.

Se pueden clasificar por la tipología de activos en los que se invierte, el sector en el que invierten, la estrategia de inversión, su geografía, por su liquidez, por su nivel de riesgo o incluso por su tratamiento de impuestos.

Antes de entrar en la tipología por activos, se deben comprender algunas características más extensas las cuales influyen a más alto nivel.

Primeramente, los conceptos de *Open-End* y *Close-end* son básicos ya que son unas de las características más esenciales que pueden hacer a un fondo lo que son. Los fondos abiertos son fondos los cuales pueden ser comprados o vendidos cualquier día y el precio de compraventa es el *Net Asset Value* (su valor liquidativo) de su acción al final del día bursátil.

$$\text{Valor Liquidativo} = \frac{\text{Valor de los Activos} - \text{Pasivos}}{\text{Nº de Acciones}}$$

Según el análisis de datos de la terminal de Bloomberg, en 2025 se registraron en la geografía española un número de 2238 fondos de inversión con la característica de *Open-End*, siendo esto un descenso claro ya que si lo comparamos con el momento óptimo de nuestra geografía siendo este ene 2015 con 3.373 fondos abiertos en España se identifica claramente (CEIC, 2024).

Actualmente hay aproximadamente 530.352,01Mn € invertidos en fondos de inversión españoles. De esta cantidad, 469.083,93Mn € está invertida en fondos abiertos, lo que resulta un 88,45% (Bloomberg Terminal, 2025).

Por otra parte, los fondos cerrados, aunque sean muy parecidos a los fondos abiertos, las acciones de los fondos cerrados son compradas y vendidas con su valor liquidativo, pero puede variar ya que este precio fluctúa en función a la oferta y demanda de sus acciones. Dichas acciones no se pueden redimir continuamente, su negociación sucede en el

mercado secundario. Estos fondos suelen tener una inversión menos activa, normalmente son activos menos líquidos y a vencimiento.

Entrando ya en la tipología de los fondos de inversión a más bajo nivel, mayormente, la clasificación más vista en el mercado es la **clasificación por los tipos de activos** en los que se invierten. Dentro de esta clasificación se encuentran los siguientes tipos: los *Equity Funds*, los cuales invierten en renta variable; los *Fixed Income Funds* que invierten en renta fija (siendo esto, a su vez, subdividido en los bonos de gobierno y los bonos de las corporaciones); una combinación de estos dos son los *Balanced Funds* los cuales invierten en la mezcla de los previamente dichos, suele haber modelo de asignación de activos 60/40 (invirtiendo el 60% de su patrimonio en renta variable y el restante 40% en renta fija). Además, existen los fondos de inversión en el mercado monetario los cuales invierten en activos como letras del tesoro o certificados de depósito. Los fondos de inversión inmobiliaria, como su nombre indica, invierten en activos inmobiliarios. Por otra parte, los *Hedge Funds*, los cuales tienen estrategias sofisticadas como el apalancamiento, los derivados y la venta en corto. Adicionalmente, los *Commodity Funds* invierten en materia prima; y los Fondos de Fondos, como su nombre indica, invierte en fondos (CNMV, 2024).

Una vez explicada la especificidad de las características que pueden hacer a un fondo lo que es, es esencial destacar otra “etiqueta” a un nivel más conceptual. Los Fondos Mutuos son fondos de inversión que se caracterizan por la reunión de patrimonio de un número de inversores, el cual unos gestores ponen en uso a través de la inversión en diferentes activos financieros como lo bonos, las acciones... (Elton, Gruber, Brown, & Goetzmann, 2014). En realidad, los fondos mutuos son lo que conocemos como los fondos de inversión, es solo otra etiqueta.

Por otra parte, cabe destacar otro tipo de fondos que cada día cobran más importancia en el mercado, los *ETFs*. Los *Exchange Traded Funds* son fondos de inversión que cotizan en bolsa, son parecidos a los fondos cerrados ya que su precio depende de la oferta y demanda. Los ETFs permiten crear o canjear participaciones al cierre del mercado, y así su valor liquidativo es relativamente más estable, y así ha aumentado su popularidad

(Elton, Gruber, Brown, & Goetzmann, 2014). Estos fondos están consiguiendo mucha popularidad ya que son los más líquidos y su gestión es pasiva, lo que reduce los costes considerablemente.

Otro tipo de clasificación puede ser por la estrategia de inversión. Esta incluye la inversión activa y la inversión pasiva, refiriéndose esta al tipo de gestión que se aplica. La gestión pasiva tiene un índice como referencia y trata de captar el mismo rendimiento que este con un *tracking error* mínimo a ser posible. Esto suele inspirar confianza en el inversor ya que la idea de un índice es cómoda y da el pensamiento de “previsibilidad” y una de sus ventajas son sus bajas comisiones de gestión ya que esta es la réplica de un índice no requiere estrategias innovadoras.

El tracking error es la diferencia entre el recorrido de un porfolio y el del índice que esta toma como referencia (Elton, Gruber, Brown, & Goetzmann, 2014).

Por otro lado, la gestión activa trata de superar el rendimiento del mercado utilizando estrategias originales a base de investigaciones y conclusiones (Minter, 2025).

Dentro de la gestión activa se encuentran la gran mayoría de fondos de inversión. Adicionalmente, los fondos de gestión activa se pueden ver increíblemente relacionados con los *Fondos Deep Value*, los cuales serán mencionados y desarrollados posteriormente.

Además, en este tipo de clasificación entran los Fondos Temáticos, un ejemplo siendo los fondos ESG.

Esta diferenciación entre los tipos de estrategias de gestión resulta crucial para este análisis ya que para poder comparar la rentabilidad de los fondos de inversión se debe analizar su estrategia principal. Se podría decir que la gestión pasiva es más diversificada y previsible, pero evaluándolo desde una perspectiva más general esta ha resultado muy beneficiaria para muchos inversores.

2.3 Los fondos de España y de los Estados Unidos

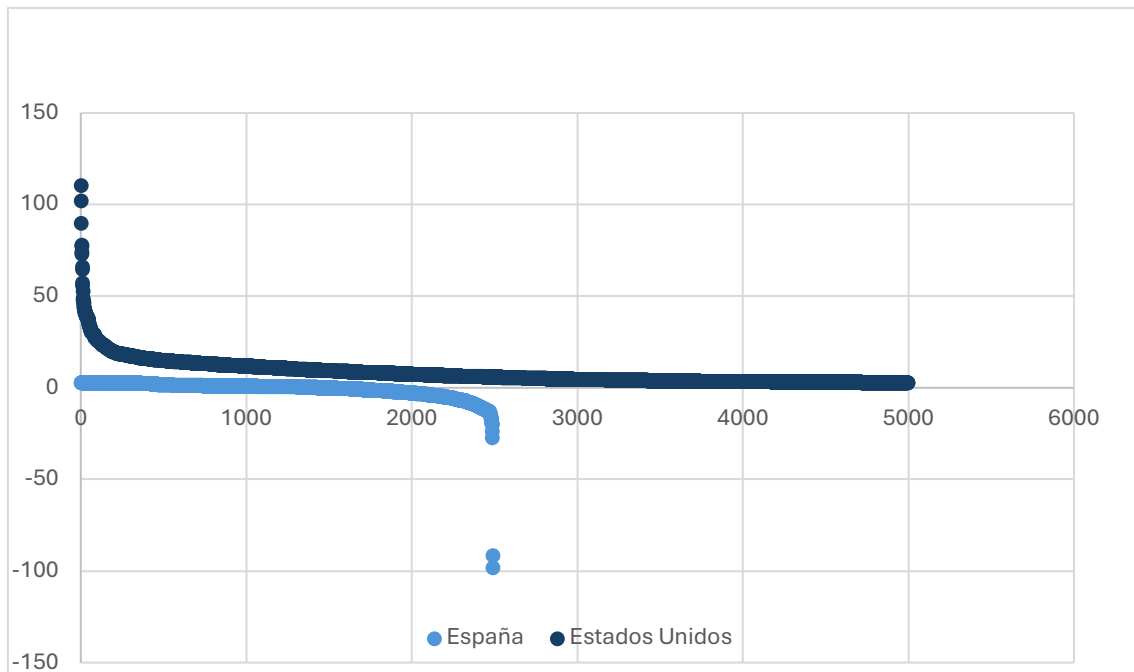
Para poder ver de manera clara cuál es el recorrido de España con respecto a la inversión se ha realizado una comparación con los resultados de los fondos de los Estados Unidos.

Teniendo en cuenta que la economía de los Estados Unidos va considerablemente mejor, sus números nos superan con creces. La Ilustración 1 muestra la rentabilidad durante el último año de todos los fondos de inversión españoles y estadounidenses. El principal objetivo de esta ilustración es ver visualmente y a muy alto nivel la diferencia entre los fondos de inversión españoles y los estadounidenses como ejemplo más visual.

En la ilustración 1 presentada se ve un gráfico el cual tiene dos ejes. En el eje Y se ven los puntos porcentuales de rentabilidad conseguida en el último año de cada fondo de inversión. El eje X es el número de fondos. Se ve claramente como los fondos españoles tiran a la baja y los estadounidenses al alza. Incluso los fondos menos rentables americanos superan a los mejores españoles.

Han sido eliminados cuatro puntos estadounidenses, los fondos más altos, para poder mostrar una imagen más clara. El fondo con mayor rentabilidad es el “FT Vest U.S. Equity Equal Weight Buffer ETF March”. Este de *First Trust* y busca replicar para sus inversores los retornos que genera el S&P 500.

Ilustración 1. Rentabilidad Fondos de Inversión España y Estados Unidos. (Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg Terminal)



Se puede ver muy fácilmente que los fondos de inversión de los Estados Unidos superan de manera sistemática a los españoles. ¿Pero, esto por qué sucede?

Uno de los motores de la economía estadounidense es su psicología de inversión. Desde jóvenes se les anima a invertir, tienen mucho más conocimiento sobre el mercado de capitales que los jóvenes españoles. Con respecto a su riesgo, saben asumirlo mejor que muchos por lo que son capaces que aplicar su dicho de *Buy and Hold* lo cual implica aguantar las fluctuaciones y esperar a que en el largo plazo el recorrido sea finalmente positivo.

Por el otro lado, la cultura de inversión en España es casi completamente diferente. La psicología de los inversores españoles busca mucho más la ausencia de fluctuaciones que implica el mercado de capitales (“Ojos que no ven corazón que no siente”). Estos prefieren inversiones inmobiliarias ya que no presencian sus fluctuaciones diarias que tienen las empresas cotizadas.

Sabiendo esto, concluimos que la cultura, la mentalidad cada país acaba influyendo fuertemente a su economía.

Otro factor por destacar es la composición de fondos y las consecuencias que esta ha tenido las inversiones españolas. Claramente, composición de un fondo no solo influye, sino que es la razón de la rentabilidad de este. Pero cabe destacar la estrategia de composición de fondos que suelen tomar las gestoras españolas. Estas estrategias están fuertemente mediatizadas por la psicología de los inversores, ya que el éxito de su momento de Paramés supuso la creación de gestoras con el mismo estilo de inversión.

Adicionalmente, es destacable mencionar la relevancia de las preferencias por las estrategias de gestión. Tanto la gestión activa como la pasiva han sido explicadas previamente, pero para este trabajo es imprescindible mencionar cuál de las dos se suele utilizar en los fondos españoles y si el mayor uso de una de estas dos juega un papel en la baja rentabilidad de estos.

Por otro lado, algo que cabe destacar es el ámbito de la regulación. El mercado de capitales estadounidense se caracteriza por tener una regulación especialmente flexible lo que le permite tener un recorrido más fructífero. A su vez esto acaba siendo un instrumento crucial para su crecimiento económico. Por lo que el mercado de capitales y la economía del país se retroalimentan y resulta en una situación de *win-win* en el largo plazo.

El último elemento que influye fuertemente la rentabilidad de los fondos estadounidenses es el *Factor Investing*, más específicamente el *Value Investing* por el que el inversor español tiene un afán desmedido. Esto será posteriormente analizado en profundidad ya que es un sesgo muy relevante en la industria de la inversión.

2.4 La Rentabilidad de los Fondos de Inversión

Para analizar la rentabilidad de los fondos españoles primero debe ser definido el concepto de la rentabilidad. La tasa de rentabilidad es definida como el beneficio obtenido (en porcentaje) de una inversión en un periodo concreto. Se consigue dividiendo la plusvalía de una inversión entre la inversión inicial (Sharpe, 1964).

$$R = \frac{Wt - Wi}{Wi}$$

Es cierto que dicha fórmula de rentabilidad es concisa, pero para un análisis más profundo y que involucre algún otro factor en este análisis se tendrá en cuenta la ratio que *Sharpe* desarrolló teniendo en cuenta la desviación típica (Sharpe, 1966).

$$R = \frac{Rp - Rf}{\sigma p}$$

La desviación típica representa la volatilidad (riesgo) que un activo o cartera asume en sus inversiones. Por lo tanto, esta fórmula nos indica cuánto exceso de rendimiento se obtiene por cada unidad de riesgo adicional asumida.

Además del famoso ratio de Sharpe, se debe destacar otro bastante utilizado para el análisis de rentabilidad. Este es la ratio de Treynor la cual involucra la beta en vez de la desviación típica. Por definición, la beta es la correlación que un activo o portfolio tiene con el mercado. Por lo que esta ratio nos informa sobre la rentabilidad obtenida del activo o cartera en relación con el riesgo sistemático (Treynor, 1965).

Junto al ratio de Sharpe, estas dos ratios son dos maneras muy efectivas de evaluar la rentabilidad de los fondos de inversión, y las utilizaré para mi trabajo.

2.5 Factores de Inversión

Sin embargo, las medidas previamente mencionadas no son suficiente para llevar acabo un análisis exhaustivo y llegar a conclusiones lo suficientemente profundas. Por ello, introduciré los Factores de Inversión en mi análisis.

“*Factor Investing*, también conocido como inversión basada en factores, es un enfoque estratégico para la gestión de carteras que se centra en factores específicos que han demostrado influir significativamente en los rendimientos de los activos financieros” (Cervera, 2024). Dichos factores son los que influyen el rendimiento de los fondos de inversión, como en todo tipo de activos, por lo que un análisis con los más relevantes es esencial para este trabajo.

El *factor investing* cuenta con seis factores esenciales: valor, tamaño, momentum, calidad, inversión y volatilidad.

El *Value Investing* (inversión basada en el factor valor) tiene como objetivo identificar activos que se consideren infravalorados en comparación con sus fundamentales. Sus inversores analizan el mercado para encontrar activos que este haya subestimado esperando que estos recuperen su verdadero valor en un periodo de tiempo determinado. Por lo tanto, esta se basa en la diferencia entre el valor contable de la(s) empresa(s) y su precio en el mercado (Cervera, 2024). Cabe destacar especialmente este factor ya que el *Value Investing* juega un papel crucial en la cultura de inversión de fondos española. Esto será explorado en la metodología de una manera más profunda.

El factor tamaño identifica el tamaño de la(s) empresa(s), su capitalización de mercado, defendiendo el mensaje que dice que las empresas con menor capitalización en el mercado suelen tener un mejor desempeño en comparación a sus respectivos extremos. Sin embargo, se debe tener en cuenta el aumento de riesgo que este factor conlleva (Cervera, 2024).

El factor momentum sostiene la idea de que los activos que han tenido un buen recorrido en el pasado tienen una tendencia a continuar con ese desempeño en el futuro.

Al igual que el *Value Investing*, uno de los factores en los que se basa el factor momentum es en una cierta ineficiencia del mercado y que las tendencias pueden mantenerse por un período antes de que la información se integre plenamente en la valoración de los precios (Cervera, 2024).

El factor calidad, pudiendo parecer algo ambiguo, se refiere a la solidez financiera del activo en el que se invierte. Esta “solidez” incluye la generación de ingresos y beneficios de manera constante, la salud del balance de las empresas en las que se está invirtiendo, y una gestión eficaz de la deuda; no solo de su actualidad sino también de su historial (Cervera, 2024). Además de estos cruciales factores, para tener en cuenta la calidad se depende de una transparencia constante y una conformidad regulatoria, lo que muchas veces se da por sentado, pero si no es cumplido puede perjudicar a la empresa, y por ello al inversor, tremendamente.

Por otra parte, el factor inversión muchas veces puede resultar muy relevante. Este apoya la creencia de que la inversión en empresas de pequeña inversión suele superar a las de gran inversión.

El factor volatilidad es probablemente uno de los más conocidos e importantes a la hora de decidir sobre una estrategia de inversión. La volatilidad está directamente relacionada con el riesgo asumido por lo que en este trabajo va a resultar tremendamente relevante. A su vez, este factor conlleva en sí mismo otro: el Factor de Baja Volatilidad el cual sostiene que las inversiones de baja volatilidad consiguen una mejor rentabilidad ajustada al riesgo asumido (Cervera, 2024) (identificando aquí la ratio de Sharpe además del de Treynor).

2.6 Value Investing y sus derivados

Además de estos factores base, hay variaciones las cuales tienen una gran presencia en el mundo español de las inversiones. Según mencionó el entrevistado, hay algunas estrategias de inversión derivadas del factor *Value* que cabe destacar en el análisis. Primeramente, la estrategia *Value Quality* es una que, como su nombre indica, combina

los factores de valor y calidad. Esta estrategia invierte en activos que, por una parte, creen que están infravalorados por el mercado, pero que por otra también tienen beneficios altos y consistentes, un apalancamiento financiero bajo y una buena situación financiera en general (Novy-Marx, 2014). A la hora de invertir, uno no debe centrarse solo en el precio, sino también debe tener un criterio de calidad (Graham, 1973). Como afirmaba Warren Buffett: «*Es mucho mejor comprar un negocio excelente a un precio justo que un negocio justo a un precio excelente*» (“It is far better to buy a wonderful business at a fair price than a fair business at a wonderful price”) (Buffet, 1989).

De esta manera, al mezclar los dos factores se consigue evitar compañías con algún tipo de debilidad, se reducen caídas, y se mejoran las rentabilidades a largo plazo (Novy-Marx, 2014). Sumando a eso, las medidas que se aplican a las inversiones de *quality* son muy relevantes a la hora del análisis para intentar predecir que tipo de rentabilidades pueden ser esperadas. Una de ellas, es el beneficio bruto entres los activos y es la métrica de calidad más poderosa y predictiva. Otra es la métrica “Piotroski F-score”, esta está construida por nueve factores binarios, los cuales pueden ser sí o no y esto supondría sumar un punto o no (Novy-Marx, 2014). Estos están organizados en tres categorías: rentabilidad, liquidez y apalancamiento, y eficiencia operativa. En la rentabilidad se incluye el beneficio neto positivo, el cash-flow operativo positivo, el ROA¹ mayor al del año previo y un cash-flow operativo mayor al beneficio neto. En la liquidez y apalancamiento hay tres factores, se incluye la disminución del apalancamiento con respecto al año anterior, una mayor ratio de liquidez corriente y que no haya emitido nuevas acciones. Por último, en la eficiencia operativa se tiene en cuenta la mejora del margen bruto en comparación al año anterior y la mayor rotación de activos. Teniendo en cuenta todo esto, según su puntuación 0-9 se logra evaluación la estabilidad y fuerza financiera que tiene la empresa como activo para inversión (Walkshäusl, 2020). Además de estas métricas se aplican otras como ROE², *earnings quality (accruals)*, o la estabilidad de los beneficios y pueden ser muy útiles, pero no tan efectivas como las mencionadas previamente (Novy-Marx, 2014).

Sumando a eso, las medidas que se aplican a las inversiones de *quality* son muy relevantes a la hora del análisis para intentar predecir qué tipo de rentabilidades pueden ser

¹ ROA: *Return on Asset* (Rentabilidad sobre los activos)

² ROE: *Return on Equity* (Rentabilidad sobre el Patrimonio Neto)

esperadas. Una de ellas, es el beneficio bruto entre los activos y es la métrica de calidad más poderosa y predictiva. Otra es la métrica “Piotroski F-score”, esta está construida por nueve factores binarios, los cuales pueden ser sí o no y esto supondría sumar un punto o no (Novy-Marx, 2014). Estos están organizados en tres categorías: rentabilidad, liquidez y apalancamiento, y eficiencia operativa. En la rentabilidad se incluye el beneficio neto positivo, el cash-flow operativo positivo, el ROA mayor al del año previo y un *cash-flow* operativo mayor al beneficio neto. En la liquidez y apalancamiento hay tres factores, se incluye la disminución del apalancamiento con respecto al año anterior, una mayor ratio de liquidez corriente y que no haya emitido nuevas acciones. Por último, en la eficiencia operativa se tiene en cuenta la mejora del margen bruto en comparación al año anterior y la mayor rotación de activos. Teniendo en cuenta todo esto, según su puntuación 0-9 se logra evaluación la estabilidad y fuerza financiera que tiene la empresa como activo para inversión (Walkshäusl, 2020). Además de estas métricas se aplican otras como ROE, *earnings quality (accruals)*, o la estabilidad de los beneficios y pueden ser muy útiles, pero no tan efectivas como las mencionadas previamente (Novy-Marx, 2014).

Además de las ventajosas métricas que *quality* le puede aportar a *value*, se ha revelado que las estrategias de inversión las cuales han combinado *value* y *gross profitability* han superado consistentemente al *value* puro, el cual tiene un mayor Alpha, por lo que lo hace mejor inversión (Novy-Marx, 2014). Y por otra parte ayudan a evitar “value traps”. Estas son acciones baratas, pero por razones justificadas no porque el mercado las esté infravalorando, y con los análisis y las métricas de *quality* se consiguen. También ayuda a reducir *drawdowns* (esto son las caídas máximas que puede sufrir el activo) y mejora las ratios de rentabilidad/riesgo, como la ratio Sharpe, por ejemplo. Estas estrategias aportan diversificación natural ya que los dos factores se complementan, la calidad suele aguantar bien cuando *value* sufre en los mercados (Novy-Marx, 2014). Las estrategias de *value quality* suelen tener menor rotación, lo que significa que tiene menor coste de transacción y necesitan menos controles por sector ya que la combinación de ambos factores consigue evitar los sesgos por industria (Novy-Marx, 2014).

El estudio de Novy-Marx, 2014 revela que la combinación de estos dos factores (*value* y calidad) crea la mayor alfa en comparación a al resto de combinaciones.

Alpha se define como la distancia entre la estimación de los analistas de lo que sería la rentabilidad esperada y la rentabilidad esperada según el CAPM³ empírico (Elton, Gruber, Brown, & Goetzmann, 2014).

Adicionalmente, otra derivación de *Value Investing* es el *Deep Value*. Esta estrategia de inversión trata de identificar y adquirir activos severamente infravalorados por el mercado, así como el *value investing*, pero de manera más agresiva, asumiendo que el mercado en el futuro corrija dicho error. Su enfoque está basado en tres componentes principales: la desalineación temporal, el evento de convergencia, y el precio de entrada exógeno. Esta desalineación temporal debe ser entre el precio que el mercado le asigna y el valor estimado por fundamentos económicos. Ya que el mercado es ineficiente muchas veces, se realiza un análisis meticuloso y privado por parte de inversor, tal vez con información privada y con eso se evalúan las posibilidades. Con respecto al evento de convergencia, esto se trata del punto en el que ya sea por un catalizador externo o interno, se comenzará el proceso de la corrección del precio por el que apuestan los inversores. Esto puede ser por una mejora de las condiciones económicas, por el conocimiento del mercado de información privada o se valore el potencial del activo (Yee, 2008).

El precio de entrada exógeno es la asunción de que por mucho que el inversor compra o venda del activo no afectará a su precio de cotización ya que el mercado tiene la suficiente profundidad. Adicionalmente, un factor clave del *Deep Value Investing* es el margen de seguridad. Este es la diferencia entre la valoración actual por el mercado y la estimación calculada de manera privada por el inversor y existe para cubrir posibles riesgos, pudiendo ser estas inexactitudes en las calculaciones o eventos imprevisto que afecten al precio asignado por el mercado. El margen de seguridad podría ser visto como una posibilidad de diferimiento de la inversión hasta que el inversor pueda asegurar que esa inversión es la mejor posible, así descartando otras y asegurando un escenario óptimo (Yee, 2008). Para hilar lo previamente dicho con la inversión por factores, la estrategia de *Deep value* suele invertir en empresas de tamaño pequeño ya que busca la inversión

³ CAPM: *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Valoración de Activos Financieros)

“especial”. Esto muchas veces lo perjudica ya que la inversión en este tipo de activos es muy impredecible.

La estrategia de *value investing* tiene varias implicaciones. Primeramente y como ha sido previamente dicho, no es solamente que el activo sea barato, sino que debe haber fundamento de que esta infravalorado por el mercado y de que en el futuro habrá un evento de convergencia que corrija ese error. Adicionalmente, hay tres riesgos fundamentales en este tipo de estrategia de inversión.

El primero es el riesgo de las noticias, Puede haber tanto información positiva como negativa que vaya a afectar al valor cotizado del activo. Además, se debe tener en cuenta la presencia del riesgo de valoración. Este es la posibilidad de un error en el análisis llevado a cabo por el inversor o gestor. Y por último existe el riesgo de convergencia. Este es la incertidumbre de si el mercado corregirá el error de valoración o por el contrario no lo haga o incluso baje su cotización (Yee, 2008).

Por otra parte, es esencial mencionar dos de las más famosas estrategias de inversión: *Value and Growth*. Mientras que *Value Investing* ya ha sido mencionado, no debe faltar la comparación con la estrategia *growth*. Mientras que la estrategia *value* se centra en activos que son percibidos con un valor por debajo que el que deberían tener, el *growth investing* invierte en activos los cuales tienen una proyección de beneficios por encima de la media. Normalmente, las principales empresas en la cuales se invierte con este tipo de estrategia son las tecnológicas, ya que se espera que a futuro tengan unos beneficios crecientes y por encima del mercado. La razón de esto es que el inversor confía en que los constantes y crecientes beneficios de dicha empresa se vaya reflejando en el precio de la acción a medida que pase el tiempo. Lo que implica, que su valor en el mercado está alto, pero lo inversores esperan que por sus beneficios constantes el valor de la acción sea incluso superior a pagado, así consiguiendo una rentabilidad. (Pratt & Groves, 2024)

Por el otro lado, el *value investing* busca activos los cuales estén infravalorados por el mercado con la esperanza de que en un periodo de tiempo esa valoración del mercado se corrija y se pueda sacar una plusvalía al vender ese activo de nuevo.

No se debe mencionar este tema sin destacar el PER⁴.

El PER es una ratio el cual tiene en cuenta la cotización de una acción y los beneficios de esa acción. Esta ratio aporta información acerca de si la acción está cara o barata en función de los beneficios que aporta.

$$PER = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Las acciones en las que se enfocan con el *growth investment strategy* tienen un PER más bien alto, suele estar por encima del x25. Esto se debe a que los inversores esperan un crecimiento en los beneficios y están dispuestos a pagar un precio más caro, ya que en el futuro se conseguiría una plusvalía.

Por otro lado, las acciones en las que se enfocan los inversores con el *value investment strategy* suelen tener un PER más bajo en torno al x10 o x15. Esto lo que indica es que el mercado lo está evaluando a un múltiplo más bajo en relación con sus futuros beneficios (Pratt & Groves, 2024).

⁴ PER: *Price Earning Ratio* (Relación Precio-Beneficio)

3 Análisis

3.1 Estudio de campo

Con el objetivo de contrastar las hipótesis planteadas y obtener datos reales sobre el fenómeno estudiado, se han llevado a cabo dos tipos de análisis de varias fuentes diferentes.

Preferencias en Estrategias de Inversión del Inversor Español: entrevista con un gestor de fondos.

Primeramente, fue realizada una entrevista no sistematizada a un experto del campo. Este se trata de un Gestor de Patrimonio el cual estuvo casi 15 años en un banco norteamericano en el departamento de *Wealth Management* y también tuvo trato con el de *Investment Banking*. En su larga carrera como profesional ha podido tratar con muchos profesionales: inversores, gestoras, bancos, etc.

Esta habla sobre su experiencia como gestor y saca varios puntos. Entre ellos está la diferencia entre la economía americana y española, esto es una de las grandes causas de la baja rentabilidad en los fondos de inversión españoles. Claramente la economía de un país va a dictar como sus fondos de inversión van a ir a una cierta medida, sin embargo, dicha economía tampoco condena a los fondos a tener su mismo recorrido. La diferencia entre las rentabilidades de los fondos de inversión españoles y estadounidenses se puede observar en la ilustración 1 previamente mostrada.

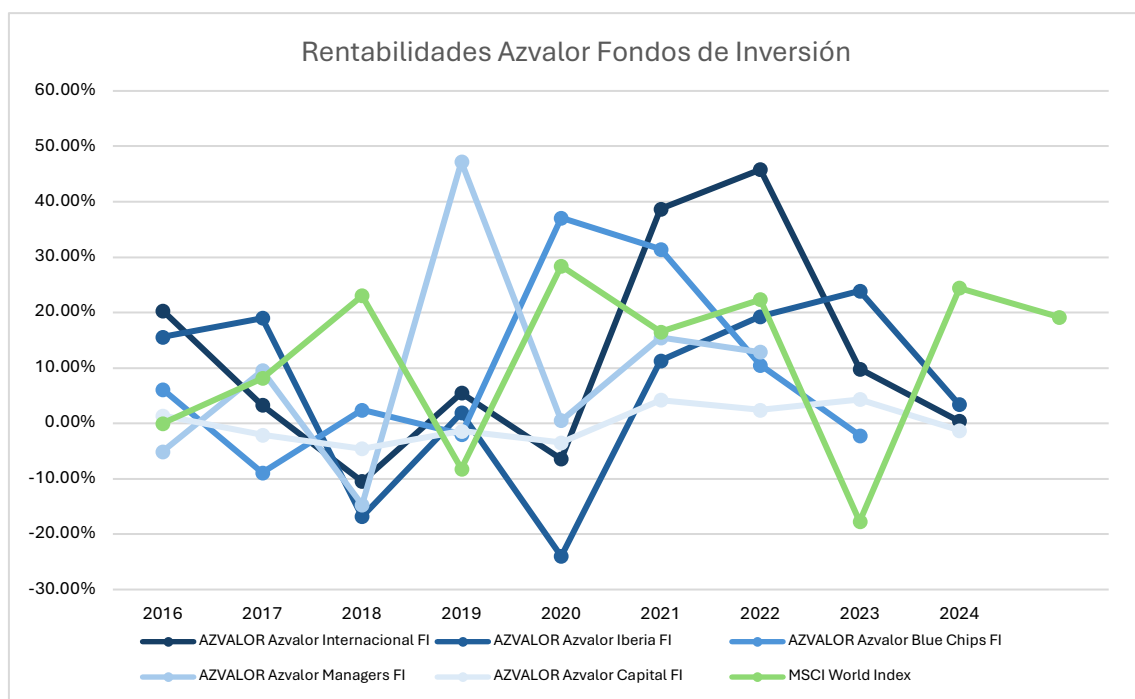
Por otra parte, destaca otro punto el cual resulta poco común en los recursos como los libros o los artículos académicos, pero sin embargo resulta crucial en el mundo de las inversiones español. El sesgo *Deep Value* en la inversión española.

Esta estrategia de inversión ha sido previamente explicada y analizada. Obtener el número o porcentaje de fondos que tienen esa estrategia no ha sido posible. Sin embargo, para poder ver de manera visual los resultados de esta estrategia, han sido recopilados los datos de varias gestoras. Estas son cuatro gestoras muy conocidas por sus estrategias de *Value investing*, más específicamente de *Deep Value Investing*. En los gráficos que serán

mostrados a continuación se pueden observar las rentabilidades de los fondos más conocidos de cada gestora.

En la ilustración 2 se puede observar el recorrido durante los últimos 10 años de los fondos de inversión primarios de Azvalor. Al analizar dicho gráfico, se puede identificar cierta irregularidad de algunos fondos como del “Azvalor Managers FI” o del “Azvalor Internacional FI”. Hay factores para tener en cuenta a la hora de extraer información de esta ilustración. Primeramente, los índices de referencia establecidos por la gestora no están representados en cada línea de cada fondo, sino que se ha añadido y puesto en diferente color un índice para tener como referencia visualmente. Y este método ha sido aplicado para los gráficos de todas las gestoras.

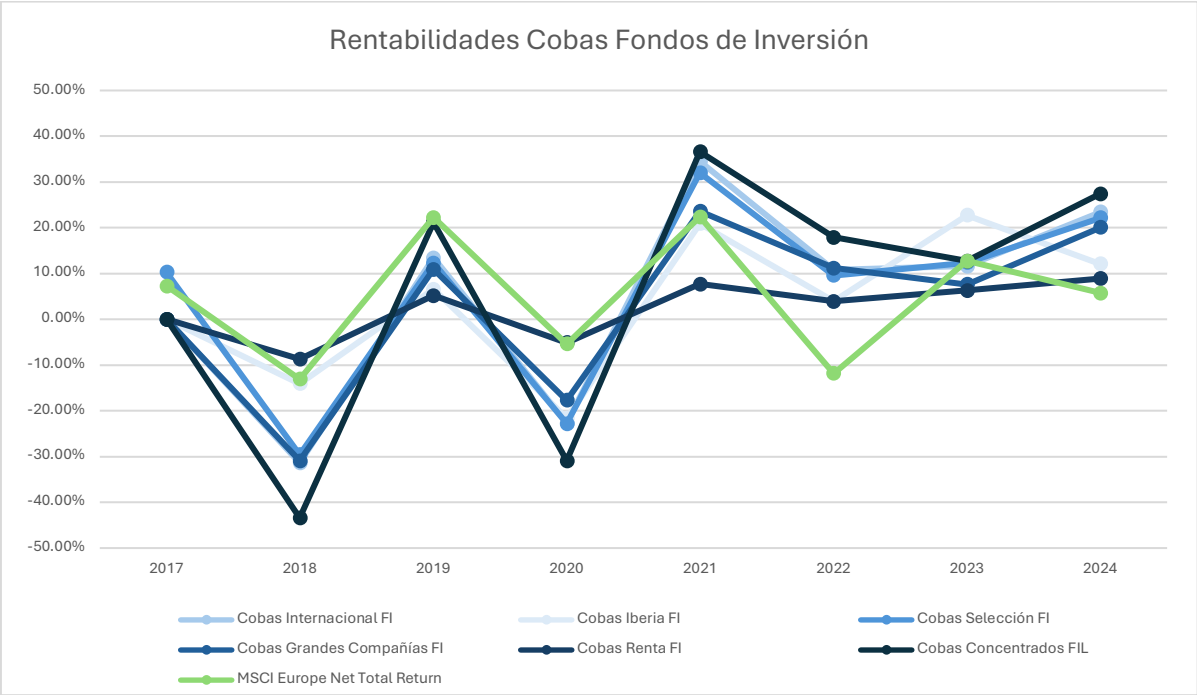
Ilustración 2. Rentabilidades Azvalor Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Azvalor)



En la ilustración 3 constan las rentabilidades de los seis fondos de inversión primarios de la gestora Cobas. Esta es la conocida gestora mencionada por el entrevistado. Cobas fue fundada por el profesional gestor *Paramés*, quién venía de Bestinver. Una vez más, podemos observar fácilmente la irregularidad del recorrido de las rentabilidades de los

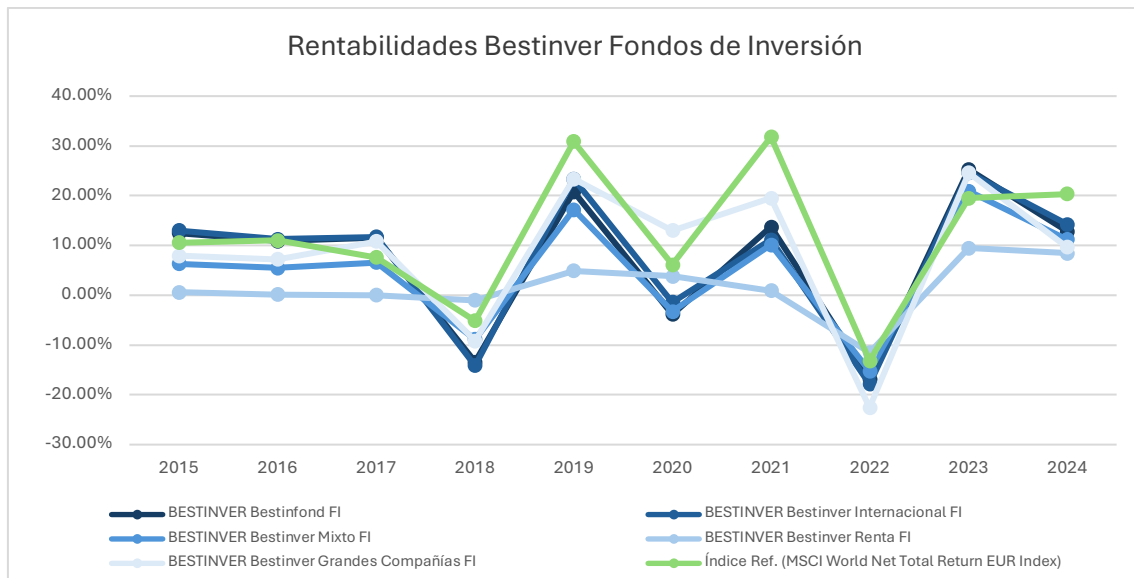
fondos. Si observamos el periodo de 2015-2020 vemos unos picos muy exagerados y las caídas del mercado los fondos las sufren incluso de manera más dramática.

Ilustración 3. Rentabilidades Cobas Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Cobas)



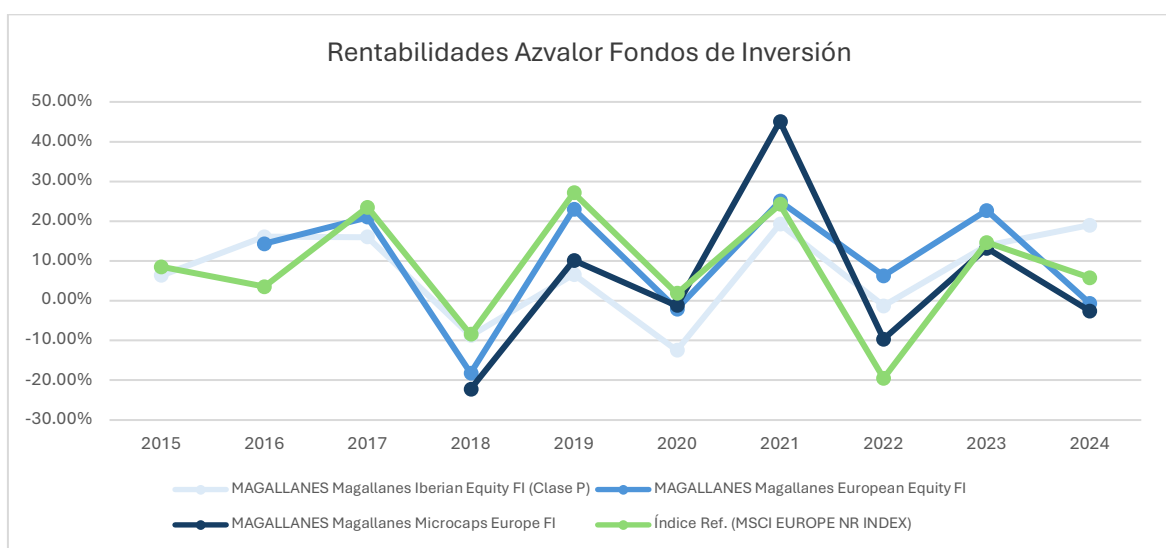
En la ilustración 4 se ven los mismos datos previamente mostrados, pero de la gestora Bestinver. las rentabilidades de sus fondos de inversión durante los 10 previos años y la adición de un índice de referencia.

Ilustración 4. Rentabilidades Bestinver Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Bestinver)



En la ilustración 5 se puede ver reflejada la misma información de las rentabilidades durante los últimos 10 años de los principales fondos de inversión, pero de la gestora Magallanes. Así como la adición de un índice para tener como referencia visualmente, siendo este el MSCI EUROPE NR INDEX.

Ilustración 5. Rentabilidades Magallanes Fondos de Inversión (Fuente: Elaboración propia a partir de Magallanes)



Al analizar los cuatro gráficos presentados podemos identificar algunas observaciones. Primeramente, y previamente mencionado, está clara la alta volatilidad de este tipo de estrategia. Esto se puede ver, por ejemplo, en el fondo de inversión Magallanes Microcaps Europe FI el cual tiene en el año 2021 un 45,10% de rentabilidad y el próximo año cae en picado y consigue aproximadamente un -9,70%. Otro ejemplo puede ser el Azvalor Internacional FI, el cual tiene en 2016 un 20,3% y en el año 2018 pasa a tener un -10,50%. Con esta información vemos de forma visual lo que el entrevistado nos aseguraba. Este tipo de gestoras tiene una estrategia mucho más volátil y menos fiable. Independientemente del perfil de riesgo del inversor, la tendencia de inseguridad nunca resulta buena a la hora de invertir. Adicionalmente, si añadimos el perfil del inversor español de inseguridad y miedo a la incertidumbre, este tipo de inversiones no encajan por lo que no se puede sacar el máximo beneficio.

Se puede observar fácilmente que muchos de los picos se dan en el año 2021, año por el que gran parte del mundo estaba pasando por una crisis debida al COVID-19. De esto deducimos que este tipo de inversiones, inclusive *deep value*, apuestan por una economía inestable de forma indirecta. Teniendo en cuenta que estas gestoras no solo son *value investing*, sino que también tienen muy presente por no decir principalmente la estrategia del *deep value*.

En situaciones como estas es en las que se forma el *sesgo Deep Value*. Según dice el experto es “puerta grande o enfermería”, hay muchos extremos en esta estrategia. El sesgo es formado cuando se producen rentabilidades extremadamente altas. Los resultados son increíblemente buenos y se olvida el hecho de que durante años previos los resultados han podido ser negativos, o que el próximo año puede caer en picado. Al ver los resultados tan altos se olvidan de la gran volatilidad de la estrategia de ya las altas probabilidades de que lleve un recorrido negativo. Cabe destacar que esta teoría se ve reforzada por el hecho de que estamos hablando de fondos de inversión, no de acciones. Es entendible que una acción tenga más volatilidad por condiciones del macroentorno, con factores que se escapan de las manos del inversor. Sin embargo, los fondos de inversión con instrumentos los cuales gozan de muchas ventajas, siendo una de ellas la diversificación. Dicha diversificación debería aportar disminución de riesgo y protección frente a riesgos imprevistos, lo cual se puede ver que no está consiguiendo esta estrategia de gestión.

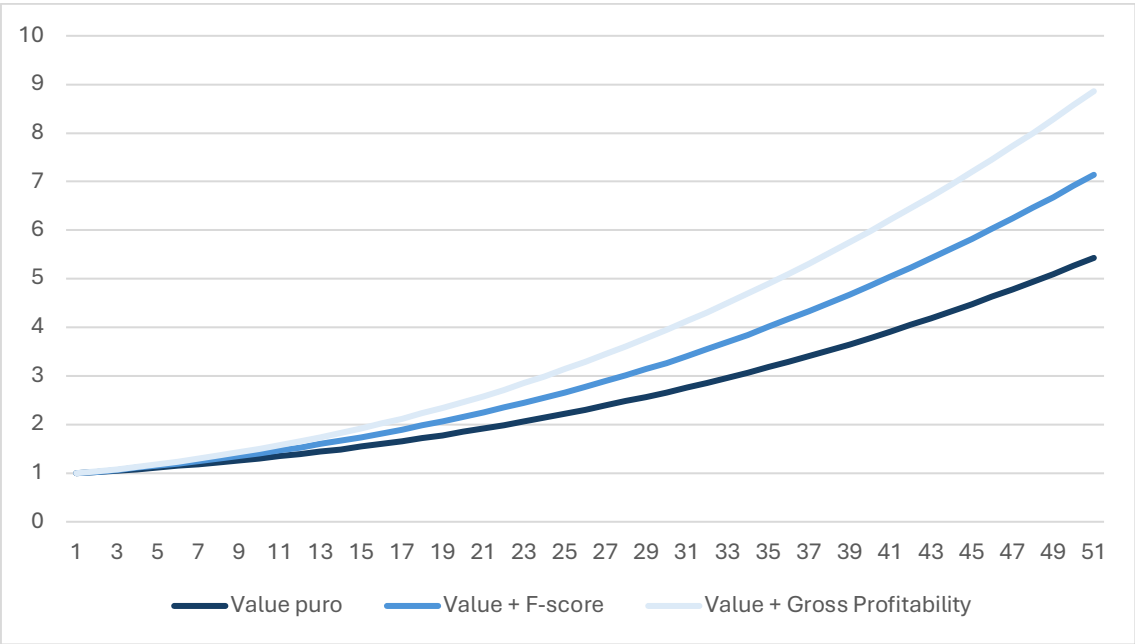
Finalmente, el experto destacó una estrategia de *Value Investing*, la cual es una combinación de factores de la inversión de factores. Está compuesta por valor y calidad, esta estrategia es el *Value Quality Investing*.

Tabla 1. Comparativa Estrategias Value Quality (Fuente: Elaboración propia a partir de Novy-Marx, 2014)

ESTRATEGIA	NET ACTIVE RETURN (%)	INFORMATION RATIO	MAX DRAWDAWN (%)
Value Puro	2.7	0.44	-28.3
Value + F-Score	3.4	0.59	-23.1
Value + Gross Profitability	3.9	0.58	-18.2

En la tabla 1 se pueden ver datos de las tres diferentes estrategias analizadas para esta comparación. Con esto se logra observar las ventajas que supone la combinación de los factores *value* y calidad. Podemos ver que claramente esta estrategia es la mejor y eso se debe a las ventajas que ha sido previamente mencionadas.

Ilustración 6. Crecimiento de \$1 invertido (Fuente: Elaboración propia a partir de Novy-Marx, 2014)



Adicionalmente, en la ilustración 6 se puede observar de manera visual la comparación entre las tres estrategias elegidas por el estudio. Siento un valor aproximado, se puede ver la evolución año a año y como el *value* puro sube de valor, pero no tanto como *value F-Score* o *value Gross Profitability*, siendo este el que supera a sus respectivos competidores. Así probando que al tener en cuenta factores de calidad en relación a los beneficios y sus derivados, se consigue un mejor resultado a largo plazo, ya que tiene un mejor trasfondo.

3.2 Comparación de Rentabilidades

A través de la Terminal de Bloomberg, se ha realizado un análisis comparativo entre una cartera ficticia compuesta por todos los fondos españoles frente a un índice de referencia de un período de 10 años (2015-2025). Dicha cartera contenía los 2.238 fondos españoles y su *benchmark* establecido fue el ETF iShares Core MSCI World.

Del análisis previamente mencionado, se han conseguido las rentabilidades con diferente línea temporal respectivamente.

Primeramente, la rentabilidad anualizada a los 10 años de la cartera fue del 12,49% mientras que el ETF de referencia consiguió un 16,54%.

Por otra parte, la rentabilidad YTD, siendo esta la rentabilidad del año en curso, es decir, desde el comienzo del año hasta el momento del análisis, fue de un 14,95% y la del *benchmark* fue de un 24,34%, una diferencia significativa.

Por último, la rentabilidad a seis meses de la cartera de fondos españoles fue de un 13,21% y por otra parte la del iShares Core MSCI World fue de un 21,35%.

3.3 Análisis de riesgo

Aunque las rentabilidades sean tremendamente importantes, estas muchas veces están ajustadas al riesgo de modo que este dato es crucial para poder realizar un análisis justo.

Con respecto al riesgo, la volatilidad la volatilidad es lo primero que a lo que se recurre. Esto es la desviación típica de la cartera ficticia y esta tuvo un 17,5% mientras que el ETF de referencia tuvo un 28,66%, aquí se puede llegar a entender la mayoría de rentabilidad por parte del índice.

El riesgo a la baja es el *downside risk* anualizado, este solo tiene en cuenta las caídas del activo, de los fondos españoles fue de un 13,72% y el del iShares Core MSCI World fue de un 21,16%, una vez más superando al español.

La semivarianza también cabe en este análisis, la de la cartera de fondos fue de un 21,19%² y la del ETF fue de un 31,48%². Esta es lo mismo que la varianza, pero solo tiene en cuenta las desviaciones por debajo del valor del *benchmark*.

Asimismo, la curtosis de la cartera española fue de un 3,43 y la de referencia fue de 1,13. Esto es las probabilidades inusualmente altas de que se consigan altas rentabilidades y tiene la consecuencia de subir el riesgo del activo que no se puede captar en un enfoque de media-varianza (CFA Institute, 2023). Esto nos revela que la distribución es la cartera de fondos de inversión españoles es leptocúrtica, lo que significa que, aunque tenga menor riesgo promedio, es más propensa a sufrir eventos extremos. Por otro lado, la curtosis del índice de referencia es baja y esto estabiliza su distribución y aporta firmeza en eventos extremos.

El *tracking error* también es tremendamente relevante ya que el de la cartera con respecto al ETF de referencia fue de un 9,6% (anualizado).

Por último, la ratio de Sharpe logra revelar información acerca de la rentabilidad y del riesgo asumido a la vez ya que son dos factores que muchas veces están correlacionados, la ratio de Sharpe nos habla sobre su relación, como fue previamente explicado. Establecido eso, cabe destacar que la ratio de Sharpe de la cartera de fondos fue de un 0,39 mientras que la del ETF como referencia fue de un 0,65.

Ilustración 7. Evolución de los Fondos Españoles frente a un Benchmark (Fuente: Bloomberg Terminal)



Creada la cartera compuesta por todos los fondos de inversión españoles y realizado el análisis de comparación con un índice se ha extraído una ilustración para que una observación más visual fuera posible a parte del análisis previamente realizado. En la ilustración 7 podemos observar la diferencia entre la cartera ficticia y el ETF que actúa como índice de referencia (iShares Core MSCI World). En mitad superior están los recorridos de rentabilidad de los dos “activos” y en la parte inferior está la diferencia entre estos dos, todo durante el periodo seleccionado (2015-2025).

4 Conclusiones

Durante años ha llamado la atención tanto a inversores como a gestores la falta de éxito de los fondos de inversión españoles y muchos han intentado cambiar esta narrativa buscando inversiones diferenciales. Se intenta encontrar la causa a estas carencias

Recapitulando el trabajo realizado, y dados los objetivos establecidos y los resultados previamente mostrados, se podría decir que muchos de los objetivos han sido cumplidos y se ha logrado llegar a diversas conclusiones.

Primeramente, los resultados obtenidos de los análisis realizados a cerca de los fondos de inversión españoles han reafirmado la opinión inicial. Las rentabilidades de los fondos españoles (12.49%) han sido constantemente inferiores a las de otros (así demostrado por el *benchmark*, el cual ha acumulado un 16.54% anual) durante este periodo de 10 años.

Las tendencias de la inversión española se han visto conducidas por la alta volatilidad y una baja ratio de Sharpe (un 0,39 en comparación a un 0,65), esto nos revela que las rentabilidades conseguidas por los españoles no son tan altas como lo deberían ser según el riesgo que estos asumen. Adicionalmente, el elevado *tracking error* de 9,6% nos respalda la afirmación inicial.

Por otra parte, han sido analizadas algunas de las variantes de la famosa estrategia *value investing*. Se ha demostrado que el *Deep value* es una estrategia innecesariamente arriesgada y con una rentabilidad muy errática. Se ha mostrado una mejor alternativa y se ha justificado, la combinación de *quality* y *value* es una que debería ser más explorada en el mundo de la inversión español. Esta estrategia mejora la relación riesgo/retorno y aporta equilibrio a la cartera del inversor. Se ha explorado el posible sesgo de confirmación que puede tener el inversor español, existiendo este por los éxitos pasados, como puede suceder con Paramés.

La literatura no revela mucha información sobre este tipo de estrategias, pero el análisis llevado a cabo revela que introducir la calidad en la ecuación sale rentable en el largo plazo y es una inversión con fundamento. Se ha encontrado que la inestabilidad del *Deep value* no merece la pena y que muchas gestoras españolas llevan esa estrategia como su principal, creando así una inestabilidad muy alta es sus fondos y para sus clientes.

Con respecto a la gestión, se ha establecido que la rentabilidad no llega a justificar el sobre coste que supone en ocasiones la gestión activa. Este tipo de gestión a veces puede exponer al inversor a errores de juicio y a veces crea una falta de consistencia.

La psicología del inversor es una pieza crucial en este trabajo. Cabe destacar la importancia del perfil de riesgo del inversor español. Aunque en la literatura no haya mucha información a cerca de este tema, gracias al experto hemos podido llegar a la conclusión de que, aunque falte educación financiera en la cultura española, muchos gestores pueden tener un sesgo *value* un tanto arriesgado y muchos inversores se limitan por falta de conocimiento.

Para intentar alcanzar al nivel de rentabilidades de inversión de otras potencias económicas mundiales, hay varios factores que deberían destacar. Primeramente, la diversificación internacional es crucial, ha sido comprobado que el sesgo *Deep value* muchas veces impulsa a los gestores a encontrar inversiones que con suerte pueden producir grandes resultados. Pero esta muchas veces es peligrosa y se debería contemplar más la opción de adoptar el modelo de inversión norteamericano con más largos plazos y menos riesgos. Muchas veces se subestima a los fondos indexados porque no se les contempla como instrumentos especiales, pero se les debería tener más en cuenta ya que van de la mano del mercado y tiene bajos costes de gestión.

Gracias al experto se ha llegado a la conclusión de que el inversor español por condicionantes psicológicos elige inversiones con parámetros mejorables ya que los fondos españoles estudiados son volátiles, caros y con alta imprevisibilidad en el largo plazo. El *deep value* puede acabar siendo una trampa (*value trap*). Este concepto es esencial, el alto tracking error implica el riesgo de mal comportamiento en escenarios positivos macroeconómicos mundiales: así por ejemplo Cobas es capaz de caer fuerte en el lustro 2015/2020 en una época en que la riqueza mundial crece de una manera potente. En fondos americanos de calidad, garantizan correlacionar con el crecimiento de la riqueza mundial/americana. En estas inversiones no solo se obtiene más rentabilidad con menos riesgo, sino que sobre todo garantizas el aumento de tu poder de compra con el tiempo. La riqueza mundial siempre tiende al alza y hay que invertir en fondos que garanticen capturar ese crecimiento (factor *quality* USA).

Los fondos son un instrumento de inversión tremendamente ventajosos, dan la oportunidad de diversificar fácilmente, abren puertas a lo internacional y hay ahorro de costes gracias al traspaso. Si se potenciarán más las decisiones de gestión se podría sacar más rentabilidad. Muchas veces los sesgos acaban limitando a uno mismo como gestor y a otros como inversores. El inversor español debería ampliar la vista y ver todas las oportunidades que hay afuera. No temer al riesgo, pero a la vez tomar decisiones con fundamento y con un análisis hecho. Es verdad que la economía española es un factor crucial en la rentabilidad de sus fondos, pero con una estrategia elaborada se puede salir ganando.

5 Declaración de uso de herramientas de IAG

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Ana García, estudiante de Administración y Dirección de Empresas con Mención Internacional de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Análisis de la rentabilidad de los fondos españoles durante los últimos 10 años (2015-2025)", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

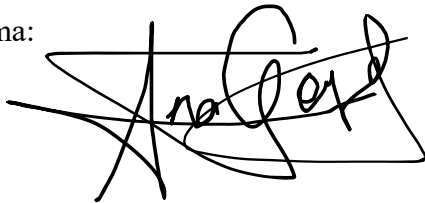
1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
5. **Interpretador de código:** Para realizar análisis de datos preliminares.
6. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
7. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
8. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
9. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** Para esbozar diagramas iniciales.

10. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
11. **Generador de datos sintéticos de prueba:** Para la creación de conjuntos de datos ficticios.
12. **Generador de problemas de ejemplo:** Para ilustrar conceptos y técnicas.
13. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
14. **Generador de encuestas:** Para diseñar cuestionarios preliminares.
15. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 4 de Junio de 2025

Firma:



6 Referencias

- Bernanke, B. S. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York*, 18, 50-70.
- García, J. I., Garrido, R., & Hernández, N. (2003). Libro de estilo. (2ª). Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Carrero Bosch, I., Fabra Florit, M. E., & Valor Martínez, C. (2012). El libro de cabecera del investigador en Economía y Empresa. Una guía interactiva para el investigador novel y el investigador profesional. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Inverco. (s.f.). Obtenido de QUÉ SON LOS FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN (IIC): <https://www.inverco.es/20/0/133>
- CEIC. (2024). Obtenido de Spain Number of Listed Companies: Spanish Stock Exchange: MAB: Open-Ended Investment Funds: https://www.ceicdata.com/en/spain/bolsas-y-mercados-espaoles-number-of-listed-companies/no-of-listed-companies-spanish-stock-exchange-mab-openended-investment-funds?utm_source=chatgpt.com
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, W. F. (Septiembre de 1964). Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*.
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.
- Cervera, I. (2024). *Factor Investing*. Apuntes de Clase: Gestión de Carteras, Universidad Pontificia de Comillas.
- Llamas, Á. (20 de 06 de 2024). Rankia. Obtenido de ¿Cuál es la diferencia entre invertir en una SICAV y un fondo de inversión?: <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/2950772-cual-diferencia-invertir-sicav-fondo-inversion>

- Minter, J. (24 de Enero de 2025). *St. James's Place*. Obtenido de Passive – Active investing: the best of both: <https://www.sjp.co.uk/individuals/news/passive-active-investing-its-not-eitheror#:~:text=The%20basic%20argument%20for%20active,human%20error%20and%20is%20cheaper>.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Bloomberg Terminal. (2025).
- Pratt, K., & Groves, J. (2024). *Growth Vs. Value Investing Explained*. Obtenido de Forbes.
- Graham, B. (1973). *The intelligent investor*. Nueva York, NY: Harper & Row.
- Buffet, W. (1989). *Letter to shareholders*. Obtenido de Berkshire Hathaway Inc.
- Novy-Marx, R. (2014). The Quality Dimension of Value Investing. *Journal of Portfolio Management*, 33-44.
- Yee, K. K. (2008). Deep-Value Investing, Fundamental Risks, and the Margin of Safety. *The Journal of Investing* , 35-46.
- Walkshäusl, C. (2020). Piotroski's FSCORE: international evidence. *Journal of Asset Management*, 106-118.
- CNMV. (2024). *Tipos de Fondos*. Obtenido de Comisión Nacional del Mercado de Valores: https://www.cnmv.es/portal/inversor/fondos-tipos?lang=es&utm_source=chatgpt.com
- Fernández, P. (2024). *Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 2008-2023*. Madrid: IESE Business School, Universidad de Navarra.
- CFA Institute. (2023). *Portfolio Management, Corporate Issuers, Financial Statement Analysis*. Charlottesville, VA: CFA Institute.

Anexo 1

Entrevista a experto en el campo (no sistematizada)

Anónimo: Wealth Manager Director

Para comenzar, ¿cuál es su historial laboral?

Bueno, mi historial laboral empecé en una de las grandes consultoras en KPMG, estuve ahí tres años en Asesoría Financiera y Fiscal, y de ahí salté al Banco Santander de Negocios, dando asistencia a la red de agentes, de comerciales y de banqueros privados. Y ya luego estuve en Chase Manhattan, y mi gran parte de la carrera fue en Merrill Lynch, 17 años. Entonces, un poco me empapé del modelo de inversión anglosajón con las grandes gestoras americanas.

Y luego, al vender Merrill Lynch a Julius Baer, estoy en una casa española, una especie de boutique, con la misma estrategia de inversión en casas americanas.

¿Y cuál es tu trabajo actualmente?

Mi trabajo ahora mismo es de Web Manager, es de banca privada, en el que básicamente haces un asset allocation de fondos cotizados y de private equity para hacer carteras eficientes para los clientes. Entonces, básicamente, estamos enchufados a análisis de grandes casas como es Merrill Lynch, JP Morgan, Morgan Stanley, y en base a la macro asignamos pesos en el asset allocation de diferentes gestoras para hacer carteras de fondos de terceros, básicamente. Y mezclado con algo alternativo y líquido como puede ser private equity.

¿Y cuál dirías que es tu función diaria actualmente? Más o menos, ¿de dónde sacas los conocimientos que tienes acerca de los fondos de inversión?

Pues básicamente, como decía, son tres cosas. Una, el análisis macro de las grandes casas que comentaba, Merrill Lynch, J.P. Morgan y Morgan Stanley, esa es la primera pata.

La segunda es las cientos de gestoras que a través de plataformas como AllFunds tú accedes a su producto y las ventas institucionales básicamente nos trasladan información de cada una de las estrategias. Esa es la segunda pata. Entonces, es el análisis, las gestoras, y la tercera pata es mi know-how para mezclar el análisis macro con la capacidad de las gestoras, con la psicología del inversor para ver qué estrategia encaja en base a la macro y la psicología al inversor.

Y en base a todos los recursos que tú tienes y a las capacidades que tú posees con tu carrera, ¿qué opinas sobre los fondos de inversión españoles?

Pues los trabajamos poco. Primero, porque el inversor español ya tiene exposición a España a través de activos reales, como es el inmueble. Entonces, la idea es complementar esa posición española con cosas más internacionales barra americana.

Ese segundo punto es que la macro americana es mucho más potente que la española. Luego, los productos correlacionados con inversión americana suelen ser más potentes que los productos correlacionados con inversión española. Entonces, básicamente, entiendo que el fondo de inversión español tiene un poco éxito en base a la psicología del inversor.

Entonces, si quieres que relacione o que explique un poco eso. Básicamente, mi gran enseñanza de mis años en casas americanas es que cuando tú inviertes en productos que correlacionan con la economía americana, como la economía americana siempre tiende al alza, la rentabilidad de esos productos está seguro garantizada porque correlaciones con la economía americana que siempre tiende al alza. Entonces, esa estrategia de complementar la riqueza española con riqueza americana a través de este tipo de estrategias de fondos americanos tiene muchísimo sentido.

Mientras que el fondo español, como decía, tiene más correlación con la riqueza española y, a su vez, es como muy resultadista. Entonces, básicamente, los fondos españoles en general tienen un sesgo, no sé si ya hablé yo un poco del factor, sesgo *deep value* de cosas que para los gestores están muy baratas. Entonces, eso tiene un riesgo que, como dicen, puede ser “puerta grande o enfermería” porque cuando lo haces muy bien, lo haces muy bien, pero cuando lo haces mal, lo haces muy mal.

Entonces, esa estrategia tiene muchísimo más riesgo que la que decía de riqueza americana, que es imposible que te salga mal porque la riqueza americana siempre tiende al alza. Entonces, volviendo a las españolas, básicamente, todo parte de Paramés. Paramés estaba en Bestinver y, durante unos años, entraba, es un gran gestor, y además entraba en compañías un poco pequeñas, barra y líquidas.

Entonces, como tenía mucho volumen, al entrar en ese tipo de compañías, ya simplemente por la entrada las compañías subían de valor. Entonces, se generó una confianza extrema del inversor en que ese tipo de inversión era como casi garantía de éxito. Entonces, sobre ese modelo de Paramés, se fue de Bestinver, entonces ya se montó Cobas, Azvalor,

Magallanes, varias gestoras que tienen ese mismo sesgo de value, un poco de deep value, y a su vez que, por esa psicología del inversor español, generan confianza.

Cuando para mí hay más riesgo del que se supone que estiman los inversores, por ese comentario que digo yo de que las compañías en las que entran son deep value, compañías a veces pequeñas, a veces de eso, de puerta grande de enfermería. Porque si recuperan, las has comprado muy baratas, ya han volado, pero hay veces que se llama trampa de valor, donde una compañía que está barata, luego está todavía más barata, porque se va a tomar viento, básicamente. Entonces, el resumen es que es una estrategia que psicológicamente ha generado mucha adicción, pero en parámetros racionales tiene más inconvenientes que ventajas, que es el tracking error de hacerte listo sobre un activo que a las malas te hace mucho daño.

Un ejemplo demostrativo y con números, Cobas, que es el fondo de Paramés, del año 2007 a 2020, te hace un menos 60%, y eso es un auténtico drama. Cuando la economía americana tendía lanza y con estrategias americanas volabas. Y luego ya en el del 2021, 2022, 2023, ya empieza a tirar, y últimamente lo ha hecho muy bien, ya el último año un poco peor.

Total, que el hacer un menos 60% en una estrategia, para mí es totalmente inaceptable. Con lo cual, aunque luego vuelas, no me gusta esa estrategia tan errática. Y sería un poco porque no soy partidario de los fondos españoles.

¿Qué es lo que ocurre? Yo como he estado en Merrill Lynch, Nueva York, 20 años, pues están más cerca las casas anglosajonas, que tienen esos parámetros de inversión más sólidos que los españoles. Entonces, el resumen es, en España es psicología, y en el mundo anglosajón es más consistencia, sería un poco la palabra.

¿Y cree usted que esto está relacionado con uno de los factores del factor investing, que es el value investing, y a su vez con un uso demasiado corriente de la gestión activa en comparación con la pasiva, como puede ser en más casas americanas?

Bueno, la primera parte, que es el factor investing, es un sesgo también macro.

Las compañías españolas tienen más sesgo value, porque son más energéticas, financieras, mientras que las compañías americanas son sesgo más growth barra tecnología. Entonces, por simplemente, si interactúas en el mercado español, por narices, general, tienes que tener sesgo value, porque no te da para tener sesgo growth. Con lo cual, no sé si por elección o por obligación, los gestores españoles tienen sesgo value.

Y lo bueno de la inversión americana es que tienes todos los sesgos. Entonces, tú eliges la que te guste o la que la macro invite a estar más optimista, no por el hecho de que no tengas otra opción. Y ahí enlazo otra vez, que por eso son mejor las estrategias americanas, porque tienes las estrategias americanas value, las growth o las que quieras. Entonces, en base a la macro, eliges la que sea óptima y no la que estás obligado a elegir, porque en España estás obligado a elegir el factor investing. Luego, respecto a la pasiva o activa, en España es activa y estos gestores no replican índices, sino que tienen una libertad para elegir acciones. Y en Estados Unidos hay veces que puedes hacer gestión pasiva, porque los índices son tan eficientes que tú, monitorizando los índices, ya estás muy eficiente.

Entonces, hay un fenómeno muy fuerte en Estados Unidos de gestión pasiva por la eficiencia de los índices. Y luego, ya para acabar, un último comentario, que, por ejemplo, yo en la línea del mundo anglosajón, hay inversiones de value quality que tienen más eficiencia que los que hablamos españoles por la calidad de las compañías, en el sentido de que tú, incluso por el nombre de las compañías, sabes que son compañías con resultados muy previsibles, muy consistentes y muchísimo menos erráticas. Entonces, incluso ante un mismo factor investing, con ese sesgo de quality, lo haces, para mí, de una manera mucho más consistente que el *deep value* de los gestores españoles.

Entonces, hilando esto con la asignación de activos, ¿cómo crees que lo hacen los fondos españoles?

Los fondos españoles es un *asset class*, es un tipo de activo que es lo que es. Entonces, en los fenómenos macro, pro *value*, esa erraticidad hace que a veces consigas resultados muy, muy, muy buenos. Pero yo insisto que para mí la clave es la falta de consistencia del resultado.

Entonces, no soy, se nota, fan de ese tipo de inversiones porque creo que pesa más la psicología que el afinar qué hay detrás de esas estrategias. Y lo que hay detrás de esas estrategias es un poco un acto de fe en un gestor que es de una compañía a veces desconocida que para él está barata y que puede ser o insisto, un misil de recuperación de la compañía o un *value trap*, una trampa de valor donde lo que está barato está todavía luego más barato y acaba quebrando incluso. Usted ha mencionado la psicología.

Dada su experiencia con muchos clientes, ¿cómo cree que es el inversor español?

Pues muy psicológico. Yo me obsesiono en explicar a un inversor qué parámetros tiene que utilizar para incluir inversiones en su portfolio. El inversor español lo hace en plan todo muy psicológico.

Entonces, las casas, acciones y fondos que psicológicamente le cuadran no interioriza qué parámetros tienen. Entonces, pues, el fondo de Parames a lo mejor tiene una volatilidad de 25 y un tracking error altísimo y esos parámetros a mí no me gustan y eso en general el inversor español lo compensa por una confianza psicológica. Bueno, es Parames, pero los parámetros de inversión racionales no son eficientes porque yo explico al cliente que tienes que analizar la volatilidad, el tracking error, una serie de parámetros más allá de es que estoy en Parames.