



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

# **ANÁLISIS DE FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES DE RENTA VARIABLE NACIONAL**

Comparativa de fondos de inversión indexados, de  
gestión activa y ETF

**Autor:** Gonzalo Rubio Olmedo

**Directora:** Esther Vaquero Lafuente

Madrid

Junio 2018

Gonzalo  
Rubio  
Olmedo

# ANÁLISIS DE FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES DE RENTA VARIABLE NACIONAL



# ÍNDICE

Índice de gráficos.....	2
Índice de tablas.....	2
Índice de acrónimos .....	3
Resumen .....	4
Abstract.....	5
1. Introducción.....	6
1.1. Motivación y objetivos .....	6
1.2. Estructura .....	7
1.3. Datos y Metodología .....	8
2. Marco teórico .....	11
2.1. Estado de la cuestión: Fondos de inversión españoles.....	11
2.2. Gestión Pasiva y Gestión Activa .....	17
2.2.1. Gestión Pasiva.....	18
2.2.2. Gestión Activa .....	19
2.2.3. Debate y literatura .....	20
2.3. ETF .....	23
3. Análisis genérico FI España.....	26
4. Análisis FI Renta Variable Nacional .....	36
4.1. Análisis general.....	36
4.2. Análisis temporal.....	41
4.2.1. Periodo de crisis (dic 2007-dic 2012).....	42
4.2.2. Periodo postcrisis (dic 2012-dic 2017).....	45
5. Conclusión .....	48
BIBLIOGRAFÍA .....	50
ANEXOS.....	52

## Índice de gráficos

<b>Gráfico 1:</b> N.º total de fondos de inversión españoles .....	15
<b>Gráfico 2:</b> N.º total de fondos de inversión españoles de gestión pasiva .....	15
<b>Gráfico 3:</b> N.º de partícipes FI españoles periodo vs N.º de FI .....	17
<b>Gráfico 4:</b> N.º de partícipes vs Patrimonio FI .....	18

## Índice de tablas

<b>Tabla 1:</b> Top 10 gestoras de fondos de inversión españoles (dic 2017) .....	16
<b>Tabla 2:</b> Beneficios y riesgos de la Gestión activa y pasiva .....	24
<b>Tabla 3:</b> Comparativa Fondos de inversión tradicionales vs ETF .....	26
<b>Tabla 4:</b> Rentabilidades anualizadas fondos de inversión españoles (dic 2017) .....	27
<b>Tabla 5:</b> Número de fondos de inversión con 15 o más años de recorrido continuo....	29
<b>Tabla 6:</b> Rentabilidades ponderadas y no ponderadas por categorías de fondos con 15 o más años de historia .....	31
<b>Tabla 7:</b> Comparativa de gestoras por número de fondos, rentabilidad y patrimonio .	33
<b>Tabla 8:</b> Comparativa de volatilidades y rentabilidades anualizadas de la muestra .....	38
<b>Tabla 9:</b> Comparativa de Alfas de Jensen y ratios de Sharpe de los FI de la muestra ...	40
<b>Tabla 10:</b> Rentabilidades anualizadas de los FI de la muestra en el periodo 2007-2012.....	43
<b>Tabla 11:</b> Comparativa rentabilidades en el periodo 2007-2012 .....	45
<b>Tabla 12:</b> Rentabilidades anualizadas de los FI de la muestra en el periodo 2012-2017.....	46
<b>Tabla 13:</b> Comparativa rentabilidades en el periodo 2012-2017 .....	47

## Índice de acrónimos<sup>1</sup>

**FI:** fondo de inversión

**ETF:** Exchange-Traded Funds

**RV:** Renta Variable

**RF:** Renta Fija

**IIC:** Instrumento de Inversión Colectiva

**INVERCO:** Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva

**SICAV:** Sociedad de inversión de capital variable

**DGT:** Dirección General de Tributos

---

<sup>1</sup> Todos los términos cuyos acrónimos respondan al uso de la terminología anglosajona se usarán dada la amplia aceptación nacional e internacional de los mismos.

## Resumen

Desde que John C. Bogle comercializase en 1975 el primer fondo de inversión indexado de la historia (Carosa, 2005), el debate entre gestión pasiva y gestión activa no ha dejado de ser un tema recurrente en la industria de los mercados financieros y los fondos de inversión. Gestores de la talla y éxito del propio Bogle, padre de los fondos indexados, o Warren Buffet con su carta a los accionistas de Berkshire Hathaway en 2017 en favor de la gestión pasiva (Buffett, 2017), han defendido en no pocas ocasiones las bondades de la gestión pasiva por encima de otras estrategias activas de inversión. No obstante, pese a que inversores de la talla del “Oráculo de Omaha” promulguen las virtudes de la gestión pasiva, cabe preguntarse si los fondos de gestión pasiva indexados domiciliados en España son realmente una alternativa viable, rentable y atractiva para los inversores no institucionales dentro del ámbito nacional.

Como se expondrá a lo largo del presente trabajo, pese a que los fondos de inversión que replican índices ya sean en forma de ETF o de FI indexados tradicionales, poseen una amplia presencia en mercados como el estadounidense, en otros países tales como España apenas gozan de un carácter residual en el conjunto de la industria de fondos de inversión. Bajo esta premisa, en el presente trabajo se procederá a analizar el contexto nacional de los fondos de inversión profundizando en el sector de la renta variable nacional con el fin de ofrecer una nueva y actualizada comparativa sobre los rendimientos y características de los fondos de gestión activa y pasiva domiciliados en España.

**Palabras clave:** Fondos de inversión, gestión pasiva, gestión activa, rentabilidades

## **Abstract**

Since John C. Bogle launched the first index mutual fund in history back in 1975 (Carosa, 2005), the debate between passive and active investing has continued to be a recurrent topic of debate in both financial markets and investment funds industries. Managers of the standing and success of Bogle himself, father of index funds, or Warren Buffet with his letter to Berkshire Hathaway shareholders defending passive investing (Buffett, 2017) have argued on several occasions the benefits of passive investing over active investing strategies. However, even though renowned investors such as the “Oracle of Omaha” enact the virtues of passive investing, it is mandatory to question whether the passive index funds domiciled in Spain are really a viable, profitable and attractive option for non-institutional national investors.

Although investment funds which replicate an index, either as an ETF or as a traditional index fund, have a huge share in markets such as the American, in other countries such as Spain, they hardly enjoy a residual share in the industry. Under this premise, in this TFG an analysis of the national context of mutual funds will be conducted deepening in the national equity market to offer a new and updated comparison on the performance and characteristics of active and passive funds domiciled in Spain.

**Keywords:** Investment funds, passive investing, active investing, yields

*“A low-cost fund is the most sensible equity investment for the great majority of investors. My mentor, Ben Graham, took this position many years ago, and everything I have seen since convinces me of its truth”- Warren buffet (Bogle, 2010: 20)*

## **1. Introducción**

### **1.1. Motivación y objetivos**

Existe un inmenso y variado número de estrategias de inversión utilizadas por un incluso mayor número de gestores. Sin embargo, es posible agrupar esta gran variedad de estrategias en dos grandes categorías: gestión activa y gestión pasiva. Conforme al portal especializado Morningstar<sup>2</sup>, en primera instancia los fondos de gestión pasiva tenían reservado un pequeño nicho de mercado durante los inicios de la industria mundial de fondos de inversión (FI). No obstante, el *Annual Global Asset Flows Report* (2017) llevado a cabo por el propio portal Morningstar, muestra que, pese a que en 1985 los fondos de gestión pasiva contaban con algo más de 500 millones de dólares y un peso relativo totalmente testimonial, en 2017 el volumen mundial de activos en FI de gestión pasiva alcanzó un 48% del total de la industria en Asia, un 45% en Estados Unidos y un 33% en Europa confirmando el auge de los FI bajo este tipo de gestión. De hecho, durante los últimos diez años, el peso relativo de los activos gestionados de manera pasiva aumentó un 20% en Europa, un 25% en Estados Unidos y un 24% en Asia.

No obstante, pese al auge de los fondos indexados y sus modernos sucesores, los ETF, los cuáles serán tratados en el presente trabajo con posterioridad, la penetración de ambos productos dentro del mercado nacional español continúa siendo más limitada<sup>3</sup> que en otros países. Es precisamente el contraste entre el auge de esta nueva forma de gestión a nivel internacional y su tímido crecimiento en España, lo que fundamenta el presente trabajo. El objetivo principal es por ende exponer un nuevo análisis sobre la potencial mayor rentabilidad y eficiencia de estos fondos en el ámbito nacional respecto a aquellos que desarrollan una gestión activa.

---

<sup>2</sup> Empresa especializada en la investigación de mercados y la gestión de inversiones.

<sup>3</sup> Destacan los más de 1.700 ETF de RV estadounidense frente a los 8 ETF de RV española.



Con ello, se pretende ahondar en el debate entre gestión pasiva y gestión activa una vez más, examinando la literatura publicada al respecto y profundizado en el análisis de los rendimientos de los FI de RV nacional con el fin de ofrecer un nuevo punto de vista al inversor particular sobre la rentabilidad y utilidad real de las distintas modalidades de gestión.

## **1.2. Estructura**

Una vez expuesta la razón de ser del presente Trabajo de Fin de Grado, se definirán las líneas que el mismo seguirá. En primer lugar, se procederá a realizar una concisa definición de las características de los FI para posteriormente contextualizar su situación en el panorama nacional. Para ello, se expondrá su recorrido histórico en España, así como ciertas variables de notoria utilidad para entender su situación en nuestro país a día de hoy como puedan ser el número de partícipes, el número total de fondos de inversión o el número de gestoras. Es de significativa importancia contextualizar la situación actual de la industria a fin de asentar las bases sobre las que poder explicar el limitado éxito de la gestión pasiva en España.

A continuación, se procederá a ahondar en el debate entre gestión pasiva y gestión activa explicando de manera detallada cada una de ellas y recopilando los principales trabajos y opiniones a favor y en contra de cada una de ellas. El debate entre gestión pasiva y activa ha ocupado un puesto central en la industria de la gestión de activos financieros desde que John C. Bogle comercializase el primer fondo indexado (Carosa, 2005). Como resultado, existe un vasto número de estudios a favor y en contra de las dos opciones de inversión, por lo que en el presente trabajo únicamente se procederá a exponer una concisa recopilación centrada en la industria de fondos de inversión domiciliados en España.

Posteriormente, se examinará la totalidad de fondos de la industria nacional de FI con el objetivo de discernir si realmente la gestión pasiva es realmente atractiva para los inversores. Para ello, se analizará la rentabilidad de la totalidad de los fondos de

inversión españoles comparándola con otras rentabilidades como las del Ibex 35 o los bonos nacionales centrando el análisis en el conjunto total de los FI a nivel nacional entre el año 2002 y 2017 (últimos quince años) con el objetivo de diferenciar si los fondos de inversión son, en líneas generales, activos atractivos para el inversor particular o si, por el contrario, muestran rendimientos menores a los conseguidos por otros activos.

Por último, y como núcleo del presente TFG, se procederá a profundizar en la comparación entre fondos de renta variable nacional y distintos fondos indexados y ETF. Con esta profundización, se tratará de analizar en mayor profundidad variables como la volatilidad, sus rentabilidades, su comportamiento en épocas de bonanza y de crisis y otras ratios de significativo interés como la ratio de Sharpe o el Alfa de Jensen con el objetivo de diferenciar las características de ambas estrategias de gestión en la categoría de la renta variable nacional.

### **1.3. Datos y Metodología**

Para la realización del presente trabajo, la práctica totalidad de los datos utilizados procederán de la base de datos de INVERCO<sup>4</sup>. No obstante, se utilizarán diversos portales tales como Investing, Morningstar o Lipper con el objetivo de completar la información extraída de INVERCO. De la anteriormente mencionada base de datos se extraerá, por tanto, todos los datos agregados sobre la evolución de la industria de los fondos de inversión necesarios para el análisis general del mercado nacional y la información individualizada de los distintos fondos de renta variable nacional presentes en la base.

El análisis general de los fondos se centrará en el estudio de las rentabilidades obtenidas por las distintas categorías de fondos de inversión a lo largo de los últimos quince años comparándolas con otras como las obtenidas por los bonos nacionales a quince años o el rendimiento del Ibex 35 con y sin dividendos. A su vez, se tratará de

---

<sup>4</sup> Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones la cual agrupa a la práctica totalidad de IIC registradas en la CNMV

comprobar la correlación entre patrimonio y rentabilidad y elaborar un ranking sobre las gestoras con mayores rentabilidades durante los últimos quince años.

Por otra parte, a lo largo del análisis de los fondos de renta variable nacional se procederá a la realización de un análisis más específico centrado en una serie de variables las cuales serán expuestas a continuación y un detallado estudio de la evolución de los distintos FI durante espacios temporales con contextos económicos opuestos.

En relación a la franja temporal que se procederá a analizar en el presente trabajo, se ha creído conveniente dividir el espacio temporal en dos periodos claramente diferenciados:

1. Periodo crisis (2007-2012).
2. Periodo postcrisis (2012-2017).

Con esta división se tratará de comprobar como el comportamiento de los distintos FI de renta variable nacional seleccionados varía en los periodos de crisis y los periodos de bonanza económica. Una de las principales hipótesis que por ende se procederá a comprobar con la división temporal planteada, es si el gestor es capaz de crear valor en época de bonanza o minimizar las pérdidas en periodos donde la tendencia de los mercados sea bajista. A su vez, al considerarse en el análisis únicamente fondos con recorridos ininterrumpidos en el tiempo, es extremadamente complejo expandir la franja temporal a periodos superiores a los diez años dada la inmadurez de la industria en España y la escasa presencia de FI con diez o más años de recorrido (especialmente aquellos gestionados de manera pasiva).

En cuanto a las variables que se procederán a analizar para comparar los fondos de la muestra, se podrán encontrar diversas ratios rentabilidad/riesgo como es la ratio de Sharpe, ratios de riesgo como lo es la volatilidad, y otras ratios como son la Alpha de Jensen ( $\alpha$ ) y la Beta ( $\beta$ ).

La *reward-to-variability ratio*, comúnmente conocida como ratio de Sharpe, Sharpe (1966), fue concebida por el Premio Nobel William F. Sharpe con el objetivo de medir en términos numéricos la relación entre rentabilidad y volatilidad histórica (desviación típica de la rentabilidad). Es decir, es una medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de inversión asumido. Es por ello que la ratio de Sharpe es considerada una variable tremendamente útil para valorar diversos fondos puesto que cuanto mayor sea esta, mayor será la rentabilidad obtenida por unidad de riesgo asumido (Alexander, 2008).

La volatilidad de un FI es otro de las variables que se tendrán en cuenta en el presente estudio. Generalmente, el riesgo de una cartera se define como la incertidumbre en torno a un valor esperado siendo sus medidas estándar la varianza de las rentabilidades históricas y su raíz cuadrada, la desviación típica o volatilidad. No obstante, es preciso señalar que la volatilidad por sí misma no ofrece grandes respuestas, por lo que será la comparación de las volatilidades de los distintos FI la que de verdad nos ofrecerá una potencial mejor visión sobre el riesgo de los distintos FI seleccionados (Alexander, 2008).

Por otro lado, la Beta ( $\beta$ ) de un fondo de inversión mide la sensibilidad del precio del fondo a los movimientos en el mercado. Es una gran medida para ver el grado de exposición de cada uno de los fondos de inversión considerados al mercado, pudiendo comprobar de esta manera si aquellos fondos que más correlacionados se encuentren con el mercado ( $\beta$  próximas a uno) son los que mejores rendimientos presentan (Luenberger, 1998).

Por último, se estudiará el Alfa de Jensen de los FI seleccionados en la muestra a fin de medir el rendimiento de la gestión de los distintos fondos. La alfa de Jensen, Jensen (1969), no es más que el éxito del inversor o gestor de lograr desviaciones positivas de los retornos estimados por el modelo de valoración de activos (CAPM) (Gerber y Hens, 2009).

## **2. Marco teórico**

### **2.1. Estado de la cuestión: Fondos de inversión españoles**

Antes de profundizar en las diferencias de gestión entre los distintos tipos de FI que serán categorizados y analizados en este trabajo, es necesario realizar una detallada contextualización que exponga la naturaleza y características de los FI en el ámbito nacional.

Un FI es esencialmente un vehículo financiero de inversión indirecta a partir del cual se ponen en común capitales de distintos inversores con el objetivo de, a partir de una estrategia de inversión específica que guiará la manera de invertir los mismos en muy diversos activos, lograr unos objetivos determinados (Elton E. J et al., 2011). Es precisamente esa elección de estrategia la que da pie al presente trabajo puesto que el inversor es responsable de decidir qué decisión tomar y en qué fondo confiar o en que gestora delegar la responsabilidad de inversión, atendiendo al riesgo que esté dispuesto a asumir y la rentabilidad que busque, entre otras variables como las comisiones o la liquidez del propio fondo. En definitiva, desde el punto de vista del inversor particular, los fondos de inversión ofrecen la posibilidad de acceder partir de aportaciones relativamente bajas a mercados financieros donde, de manera individual, le sería altamente costoso y complejo operar (Elton E. J. et al., 2011).

Entre las numerosas características que definen a los fondos de inversión sin duda alguna es necesario enfatizar por encima del resto dos de ellas como son el notable atractivo fiscal de los mismos y la consistente diversificación que los fondos de inversión ofrecen al inversor particular. El atractivo fiscal de los FI se basa en el trato fiscal del que gozan los mismos al no obligar al inversor a tributar por los beneficios obtenidos hasta que estos no sean extraídos del propio fondo permitiendo los traspasos entre los mismos sin gastos adicionales y convirtiendo de esta manera a los FI en un producto de inversión colectiva tremendamente atractivo dado que permite beneficiarse de rentabilidades compuestas a largo plazo. Por otra parte, la diversificación que ofrecen

los FI es una característica tremendamente atractiva para los inversores como ha sido demostrado en múltiples ocasiones. De hecho, Goetzmann y Kumar (2004) demostraron que la cartera típica del inversor medio se encontraba tristemente muy poco diversificada y Elton y Gruber (1977) comprobaron que para que una cartera aleatoria con pesos idénticos de los activos se encuentre diversificada al 90%, se necesitan 48 activos cuando los inversores normalmente poseen 6.

En cuanto a los orígenes de los mismos, estos son algo difusos; sin embargo, multitud de expertos tales como Grayson (1928), Bullock (1959), o Castro (1965) datan el origen de las instituciones de inversión colectiva en la segunda mitad del siglo XIX con la creación de los *investment trust* británicos (Lorenzo, 2003). En el caso español, el cual nos compete en el presente trabajo, no sería hasta 1952 con la aprobación de la Ley del 15 de julio<sup>5</sup> cuando por primera vez se procedió a regular las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). Dicha regulación se encontraba dirigida en concreto las Sociedades de Inversión Mobiliaria<sup>6</sup>, las cuáles hoy en día son comúnmente conocidas desde 2003 como SICAV.

Sin embargo, el presente trabajo no pretende analizar los distintos tipos de IIC presentes en la actualidad entre los cuales es posible encontrar SICAV, Hedge Funds, IIC de *Hedge Funds* o IIC de carácter no financiero entre muchas otras, sino focalizar el estudio en una modalidad específica de IIC como son los FI españoles; es decir, únicamente serán considerados aquellos fondos domiciliados en España, obviando todos aquellos fondos extranjeros que sí son comercializados dentro de nuestras fronteras. Con esto, se pretende centrar el análisis del trabajo en el mercado nacional, intentando hallar la causa o causas de la baja existencia de fondos indexados nacionales y ETF. Para ello, no se considerará a la hora de analizar la muestra de fondos seleccionada, instrumentos de inversión colectiva extranjeras comercializadas en

---

<sup>5</sup> Posteriormente derogada por la Ley del 26 de diciembre de 1958 dado su excesivo carácter regulatorio (INVERCO, 2007).

<sup>6</sup> De acuerdo con la definición proporcionada por la CNMV en su portal web, "*Sociedades Anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración, en general, y enajenación de valores mobiliarios (...)*".

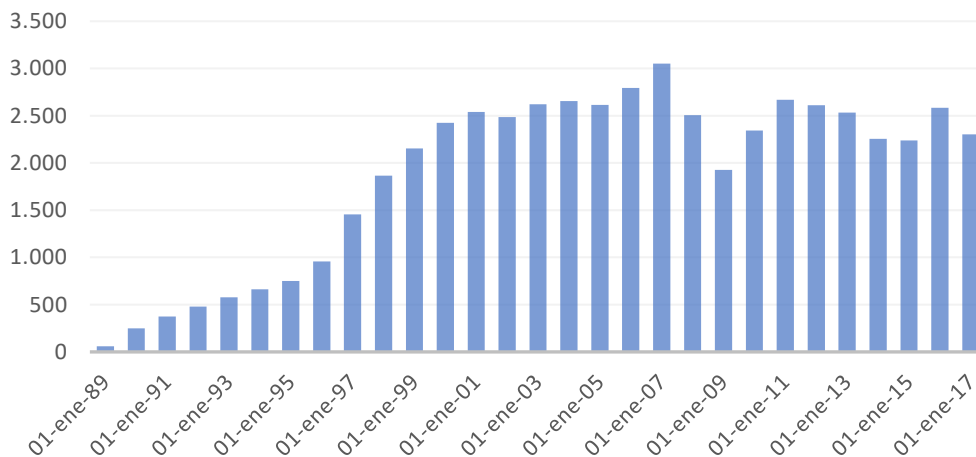
España por gestoras extranjeras tales como Blackrock, JP Morgan, Vanguard o State Street entre muchas otras.

Por otro lado, a pesar de ser los FI una categoría dentro de las IIC, existen subcategorías dentro los mismos atendiendo a las características de la política de inversión detrás de cada FI. Dado que para la realización del presente trabajo se utilizarán los datos proporcionados por la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (INVERCO), se procederá a exponer en el Anexo 1 las distintas categorías estipuladas por dicha organización, con el objetivo de definir las características de cada una de las categorías que posteriormente serán expuestas.

De los 2.352 FI españoles presentes en la basa de datos de INVERCO en diciembre de 2017, únicamente 32 FI corresponden a fondos indexados. Una cifra insignificante si la comparamos con los más de 1.100 FI Indexados que podemos encontrar ubicados en territorio estadounidense de acuerdo a la base de datos de Morningstar.

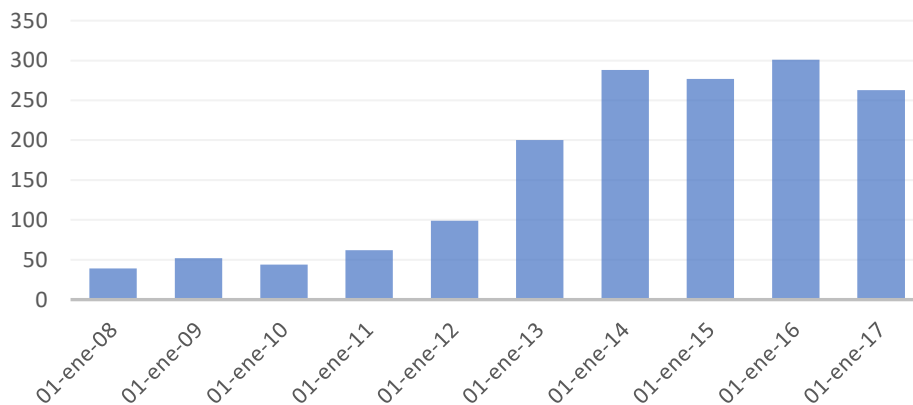
Sin embargo, es necesario reconocer el auge no solo de los FI como Instrumento de Inversión Colectiva (IIC) sino de la gestión pasiva y, por ende, de los fondos indexados en el ámbito internacional. Según datos provenientes de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (INVERCO), en diciembre de 2017, los FI domiciliados en España alcanzaron la cifra de 10.103.585 millones de participes con un patrimonio superior a los 259.000 millones de euros, lo que supone un incremento total del 50% en términos absolutos durante los últimos quince años, alcanzando de esta manera máximos históricos a finales de año. A su vez, y como se puede apreciar en los gráficos 1 y 2, tanto el número total de FI españoles como el número de FI de gestión pasiva en líneas generales no ha dejado de crecer desde que existen registros.

**Gráfico 1: N.º total de fondos de inversión españoles**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del portal INVERCO.

**Gráfico 2: N.º total de fondos de inversión españoles de gestión pasiva<sup>7</sup>**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del portal INVERCO.

Sin embargo, esta tendencia alcista tiene dos claras etapas con tendencias negativas de análisis obligado. En primer lugar, se puede claramente apreciar los efectos de la crisis financiera de 2007 donde el número de FI disponibles durante los años 2007, 2008 y 2009 cayó ostensiblemente puesto que estos fueron los años más sensibles de crisis económica a nivel nacional. En segundo lugar, durante los años 2014 y 2015, la

<sup>7</sup> De acuerdo con la clasificación proporcionada por INVERCO, dentro de esta categoría encontramos tanto los fondos que replican un índice (fondos indexados) como los fondos con objetivos de rentabilidad no garantizados.



crisis de deuda soportada por la eurozona junto con las correspondientes reducciones por parte del BCE de los tipos de interés<sup>8</sup> de la zona euro provocó una nueva notable reducción del número de fondos de inversión domiciliados en España.

Obviando los dos periodos explicados anteriormente, el número de FI ha gozado durante las últimas décadas de un crecimiento sostenido en el tiempo. No obstante, el crecimiento en el número de fondos de inversión no se ha traducido en un aumento de las compañías comercializadoras de los mismos. Este hecho ha provocado una concentración de productos en manos de un cada vez más limitado número de gestoras. De hecho, en los últimos cinco años, el número de gestoras con FI españoles se ha reducido en seis, siendo hoy en día 86, el número de gestoras. Similares conclusiones alcanzaron Mendoza y Sedano (2014) al evidenciar que, a pesar del incremento de fondos de Inversión Mobiliaria en los últimos años, el número de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) se ha visto reducido. Con el objetivo de ilustrar las diez mayores gestoras de fondos de inversión nacionales por patrimonio, las cuales aglutinan más del 75% del patrimonio total gestionado por fondos de inversión nacionales, se presenta la Tabla 1.

**Tabla 1: Top 10 gestoras de fondos de inversión españoles (dic 2017)**

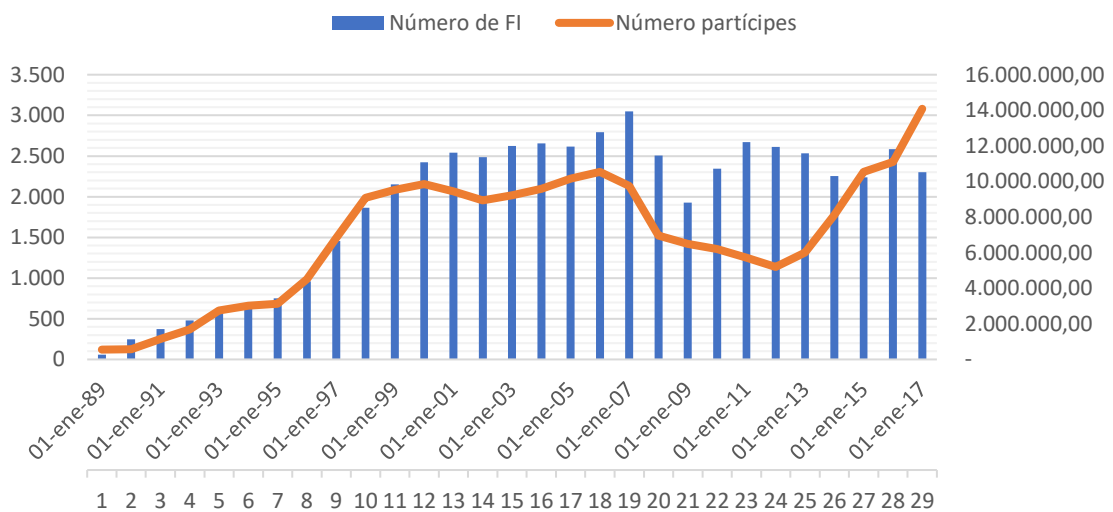
	Gestora	(%) Total patrimonio	Nº de fondos	Patrimonio
1	CAIXABANK AM	16,74	240	43.996.444
2	SANTANDER AM	14,63	165	38.452.036
3	BBVA AM	14,42	162	37.907.756
4	SABADELL AM	6,25	201	16.434.829
5	BANKIA FONDOS	5,80	77	15.240.273
6	IBERCAJA GESTION	4,71	87	12.366.538
7	KUTXABANK GESTION	4,41	66	11.594.992
8	ALLIANZ POPULAR AM	3,42	67	8.986.655
9	BANKINTER Gº ACTIVOS	3,20	108	8.417.925
10	UNIGEST	2,26	65	5.938.069

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del portal INVERCO.

<sup>8</sup> Desde el año 2007, año en el cual los tipos de interés rondaban el 4.5%, los tipos de interés de la eurozona se vieron reducidos de manera vertiginosa hasta alcanzar en marzo de 2016 el 0%.

Por otro lado, otra de las variables a tener en cuenta a la hora de contextualizar el panorama nacional de los FI, es el número de partícipes. En el gráfico 3, podemos observar la variación en el número de partícipes desde el año 1989 en comparación con el número de FI nacionales, concluyendo que existe una baja correlación entre el número total de FI y el número de partícipes.

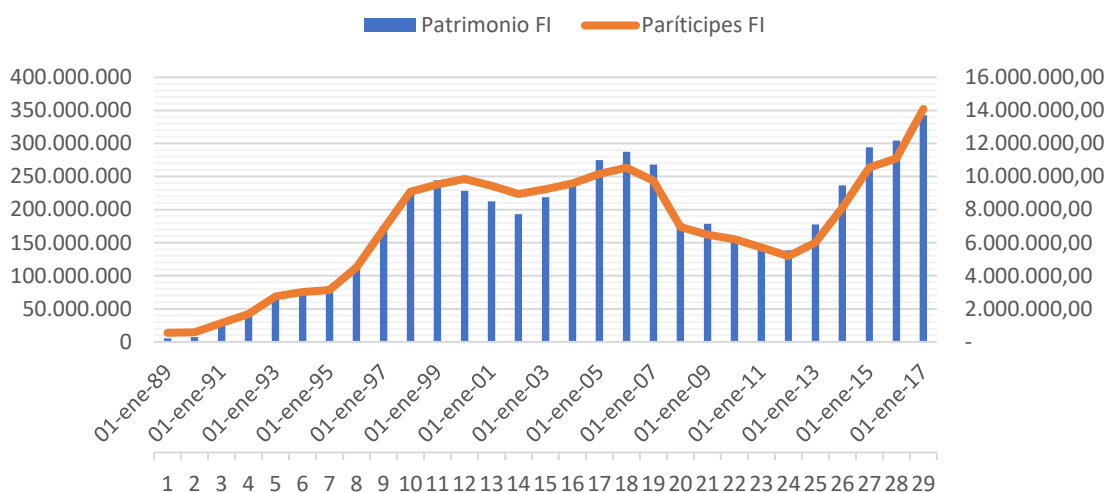
**Gráfico 3: N.º de partícipes FI españoles periodo vs Nº de FI**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del portal INVERCO.

No obstante, a la hora de comparar el patrimonio total de los FI con el número de partícipes de los mismos como ocurre en el gráfico 4, podemos observar como la correlación es significativamente alta, concluyendo que las aportaciones realizadas por los inversores a lo largo de los últimos 20 años han sido notoriamente regulares.

**Gráfico 4: N.º de partícipes vs Patrimonio FI**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del portal INVERCO.

Por último, es preciso señalar que una de las principales conclusiones que pueden ser extraídas de los dos gráficos anteriormente expuestos, es que durante los últimos años la popularización de los FI en el ámbito nacional ha impulsado el número de partícipes hasta máximos históricos muy por encima de los niveles alcanzados en fechas previas al inicio de la crisis financiera de 2007. No obstante, de acuerdo al estudio *“Evolución del ahorro de las familias”* llevado a cabo por Finanbest (2017) en colaboración con Analistas Financieros Internacionales, España tiene ante sí un largo camino por recorrer puesto que únicamente un 6% de los inversores optan por la inversión en FI frente al 10% de países como Reino Unido o Italia.

## 2.2. Gestión Pasiva y Gestión activa

Una vez introducido el contexto de los FI españoles, se procederá a introducir el debate gestión pasiva y gestión activa, definiendo adecuadamente cada tipo de estrategia y recopilando un significativo número de estudios que permita entender el camino recorrido hasta la fecha.

### **2.2.1. Gestión Pasiva**

La gestión pasiva nace de la premisa de eficiencia de los mercados. Multitud de gestores pasivos creen firmemente que batir al mercado de manera continuada es una tarea costosa, exigente y realmente compleja por lo que optar por replicar un índice, en el largo plazo, es una opción mucho más sencilla y lo más importante, rentable. El hecho de no tener que incurrir ni en complejos análisis con el fin de encontrar atractivas oportunidades ni en altos volúmenes de operaciones, permiten a los fondos pasivos reducir al máximo las comisiones y los gastos de gestión. Es decir, en caso de que las expectativas de rentabilidad no sean suficientemente grandes como para soportar costes de búsqueda y análisis, costes de diversificación y mayores costes de transacción, la gestión pasiva tendrá sentido (Elton E. J. et al., 2011).

Pese a que Wells Fargo fue la primera compañía en plantear e introducir la idea de crear el primer fondo indexado de la historia en 1971 (Ansell, 2012), el primer fondo indexado comercializado abiertamente para todos vino de la mano de John Bogle<sup>9</sup> en 1976. Por norma general, son considerados fondos de gestión pasiva aquellos que independientemente del activo, sea este renta fija o renta variable, replican un índice específico. Sin embargo, dentro de la categoría de gestión pasiva utilizada por INVERCO y definida por la CNMC, se incluyen los denominados fondos con objetivos de rentabilidad no garantizados. A pesar de ello y como ya ha sido expuesto anteriormente en el presente trabajo, los fondos indexados y los ETF, serán los únicos fondos de inversión pasivos considerados para el análisis.

No obstante, es necesario reconocer un posible error en la nomenclatura no solo usada en este trabajo sino en multitud de artículos y trabajos académicos de acuerdo a ciertos autores. Como ya ha sido expuesto en el párrafo anterior, es común identificar a los FI indexados como la única variedad dentro de la gestión pasiva, dejando de lado a los fondos garantizados. Sin embargo, el error no solo se encuentra en esta separación,

---

<sup>9</sup> Fundador de The Vanguard Group, una de las más importantes gestoras de fondos en el ámbito internacional.

sino en la propia definición de “pasivo”. De acuerdo con lo defendido por el escritor William J. Bernstein en sus obras *The Intelligent Asset Allocator* o *The Four Pillars of Investing*, los fondos indexados pueden no ser pasivos y los fondos pasivos no tienen por qué ser necesariamente indexados. Es decir, un FI indexado a un índice sin un gran número de valores y de alta liquidez que permita al gestor adquirir la totalidad de los valores deberá gestionar de manera muy activa la composición y ponderación del mismo con el fin de replicar el índice. Por otro lado, si un FI únicamente posee una muestra representativa de un índice tratando de replicar, aunque de manera sintética, la rentabilidad del *benchmark*, este será realmente un fondo gestionado pasivamente y no un fondo indexado pasivo.

Sin embargo, independientemente de las diversas concepciones detrás de la categoría de gestión pasiva, en el presente trabajo, se considerará dentro de la misma únicamente a los fondos de inversión indexados tradicionales y los fondos cotizados, dado que sendos tipos de activos no necesitan definir una estrategia de gestión sino únicamente replicar un índice preestablecido, independientemente de que intrínsecamente la gestión pasiva de los mismos implique una actividad por parte del gestor.

### **2.2.2. Gestión Activa**

La gestión activa nace con el objetivo prioritario de tratar de batir un índice determinado o alcanzar unos objetivos de rentabilidad específicos. Para ello, los gestores activos tratan a partir de su experiencia y el uso de modelos de análisis de seleccionar valores que potencialmente incrementarán su valor en el futuro con el objetivo de lograr batir al mercado (Luenberger, 1998).

Generalmente, la gestión activa es divisible en dos enfoques caracterizados por su área de estudio. En primer lugar, se encuentra el enfoque *top-down* caracterizado por centrar el enfoque del análisis en las tendencias macroeconómicas y de mercado con el fin de tratar de predecir qué área geográfica o industria ofrecerá mejores

rentabilidades en el futuro. En segundo lugar, se encuentra el enfoque *bottom-up* centrado en el análisis de valores y compañías específicas con el objetivo de tratar de encontrar potencial o factores de éxito no reflejados en el precio del activo analizado (Chan y Lakonishok, 2004).

Dentro de las múltiples variantes de estilos de inversión utilizadas por los inversores *bottom-up*, destacan dos claros y diferenciados estilos de inversión como son el *value investing* y el *growth investing*. Dentro de la primera categoría, se encontrarán todos aquellos gestores que decidan adquirir activos, las cuales se encuentren infravaloradas en el mercado. En segundo lugar, el inversor que apueste por *growth investing* tratará de adquirir acciones de compañías con un amplio potencial de crecimiento en el largo plazo, el cual se traduzca en un mayor valor de las mismas (Chan y Lakonishok, 2004).

### **2.2.3. Debate y literatura**

En cuanto a la literatura existente en torno al debate entre gestión pasiva y activa, en primer lugar, merece la pena destacar los numerosos trabajos realizados por el profesor del IESE Business School Pablo Fernández, como por ejemplo Fernández et al. (2007), Fernández y Campo (2010) y Fernández et al. (2016). En todos ellos, Pablo Fernández y el resto de autores destacan el limitado número de FI que realmente obtienen rentabilidades superiores a las de otros activos como puedan ser los bonos del estado a tres, cinco y diez años.

En el primero de los anteriores trabajos citados, los autores concluyen que la rentabilidad media de los fondos de inversión de renta variable nacional en el periodo 1991-2006, fue significativamente inferior a la conseguida por el Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) en valores superiores al 6%. A su vez, Pablo Fernández et al (2007) aseguran que únicamente entre los fondos de renta variable nacional con más de diez años de recorrido ,el fondo Bestinver bolsa de la gestora Bestinver dirigido en su

momento por Francisco García Paramés consiguió una rentabilidad superior a la del índice ITBM.

En los dos restantes trabajos, Pablo Fernández y el resto de autores realizan conclusiones similares a las expuestas anteriormente argumentando siempre al final de los mismos, que a raíz de los resultados obtenidos, los FI no deberían gozar de las ventajas fiscales que gozan actualmente puesto que no son un vehículo realmente rentable para el inversor particular.

Pese a que se continuará ahondando en el debate entre gestión pasiva y activa, creo que es significativamente interesante analizar la opinión defendida por los autores mencionados anteriormente. El punto de vista defendido en las obras de Fernández y Campo (2010), Fernández et al. (2007) y Fernández et al. (2016) es tremendamente interesante y sin duda legítimo desde un punto de vista de la rentabilidad. No es racional por parte del Estado fomentar la participación y la inversión en vehículos que por norma general ofrezcan rentabilidades similares o inferiores a las de otros productos financieros, ni penalizar impositivamente al inversor particular con una mayor carga tributaria que a los FI. Sin embargo, como un gran número de los problemas financieros presentes en la sociedad española, el origen se justifica dado el escaso nivel de cultura financiera existente entre la sociedad española<sup>10</sup>. Es innegable que los FI ofrecen nuevas posibilidades y ámbitos de inversión a un gran número particulares que de otra forma no podrían alcanzar. El problema no reside en la naturaleza intrínseca<sup>11</sup> de los FI sino en su pobre gestión. La industria de los FI en el ámbito nacional se encuentra dominada por los grandes bancos comerciales nacionales<sup>12</sup> los cuáles beben de su inmensa base de clientes conservadores para ofrecer productos, que como ya ha sido demostrado, en numerosas ocasiones no logran obtener rentabilidades superiores a las de sus índices. Por lo tanto, el debate real no debe centrarse en las ventajas fiscales ligadas a los FI sino en el pauperrimo nivel de cultura financiera existente en España que no permite al

---

<sup>10</sup> De acuerdo al informe Pisa 2015 (Volumen IV) publicado en mayo de 2017, los alumnos españoles están 20 puntos por debajo de la media de la OECD en conocimientos financieros.

<sup>11</sup> Por naturaleza entiéndase características como las ventajas fiscales que llevan asociados consigo.

<sup>12</sup> Caixabank AM, Santander AM, BBVA AM, Sabadell AM y Bankia Fondos aglutinan algo menos del 58% del patrimonio total de FI españoles.

inversor seleccionar aquellos FI que realmente ofrezcan rentabilidades acordes con los niveles de riesgo soportados.

Otro trabajo de enorme importancia, aunque en este caso no centre su análisis en el mercado español, es el ensayo realizado por Cuthbertson, Nitzsche, y O'Sullivan (2006) donde se recoge una variada y extensa cantidad de la literatura concerniente al debate de los últimos veinte años previos a la escritura del ensayo. Entre las numerosas conclusiones expuestas en el ensayo destacan dos por encima del resto:

- En primer lugar, la gestión activa es capaz de batir a la indexación. Sin embargo, saber seleccionar y diferenciar un fondo con un futuro exitoso de otro con un futuro poco rentable es una tarea altamente compleja ya que únicamente menos de un 5% de los FI en renta variable superan la rentabilidad conseguida por su *benchmark*.
- Por ello, en segundo lugar, los autores concluyen que el movimiento más lógico para el inversor particular es optar por FI con bajas comisiones y trayectorias exitosas.

A su vez, otra obra de obligatoria mención es la escrita por Friesen y Sapp (2007) donde concluyen que estrategias como el *market timing* afectan negativamente tanto a la gestión pasiva como a la activa dada la complejidad de dicha estrategia.

Por último, y con el objetivo de agrupar las distintas ventajas e inconvenientes de los dos tipos de gestión expuestos en esta sección, en la Tabla 2, podremos observar un resumen esquemático con los principales beneficios y riesgos de una y otra gestión.



**Tabla 2: Beneficios y riesgos de la Gestión activa y pasiva**

	Beneficios	Riesgos
Gestión Activa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oportunidad de batir al índice</li> <li>• Potencial de rentabilidad superior a la media</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costes elevados de gestión, transacción y análisis</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inversión fundamentada en análisis objetivos (<i>la calidad de los mismos rige la rentabilidad del fondo</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El estilo de gestión en ocasiones puede limitar el éxito del fondo</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Posibilidad de minimizar riesgos evitando ciertos activos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertidumbre a la hora de elegir “<i>el próximo unicornio</i>”</li> <li>• No existen garantías</li> </ul>
Gestión Pasiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diversificación intrínseca en la estrategia de indexación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riesgos de mercado</li> <li>• El inversor indexado diversifica pero se expone totalmente a la evolución del mercado</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bajos costes asociados a la gestión</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baja flexibilidad de decisión</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicidad de análisis</li> <li>• No es necesario seleccionar estilo de inversión o realizar complejos procesos de selección de valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Limitadas posibilidades de batir al índice</li> </ul>

Fuente: The Vanguard Group, 2017.

### 2.3. ETF

A la hora de hablar de gestión pasiva, es obligatorio reservar un espacio para profundizar en la naturaleza y características de los FI conocidos comúnmente por sus siglas en inglés como ETF (Exchanged-Traded Funds); o, en otras palabras, fondos cotizados. Los fondos cotizados son, explicados de una manera simple en base a la definición que se puede encontrar en el portal Nasdaq, fondos que replican un índice específico. Su origen reside en la evolución natural de los fondos indexados, puesto que el objetivo de los ETF es fundamentalmente replicar un determinado índice ya sea este de renta variable o de renta fija. Los fondos cotizados son productos híbridos entre los fondos de inversión y las acciones. La principal diferencia respecto a los fondos índices reside en la posibilidad de los ETF de operar de manera continua permitiendo comprar o vender participaciones a lo largo de toda la jornada de cotización mientras que los FI el valor liquidativo se determina al final de la sesión y no a lo largo de la misma (Singh,

2014). Con respecto a las acciones, los ETF no representa un único valor, sino cestas de valores como puedan ser el Ibex 35 o el Euro Stoxx 50.

En 1993, se lanza al mercado el primer ETF (S&P500 SPDR (SPY)) de la mano de la compañía Standard and Poors; sin embargo, no sería hasta el año 2000 cuando los ETF llegaron a territorio europeo. A pesar, de su éxito en ciertas economías como la estadounidense<sup>13</sup>, en territorio español en diciembre de 2017 únicamente existían dos ETF nacionales:

- ACCION DJ EUROST.50 ETF
- ACCION IBEX 35 ETF

La principal causa detrás del limitado auge de los ETF a nivel nacional se debe a las diferencias fiscales respecto a sus predecesores, los fondos indexados. Los fondos indexados tradicionales gozan de un tratamiento fiscal más laxo que los ETF permitiendo diferir las tributaciones por plusvalías en caso de que se realice un traspaso entre fondos. Por el contrario, en el caso de los ETF, las plusvalías deben tributarse por el momento bajo el mismo régimen fiscal que las acciones; es decir, bajo tipos de hasta el 23%. No obstante, de acuerdo a la resolución V4596-16 emitida por la Dirección General de Tributos<sup>14</sup> (DGT), la DGT asegura que aquellos ETF cotizados en una bolsa de valores internacional podrían acogerse al régimen de diferimiento por reinversión característico de los fondos de inversión tradicionales.

De hecho, desde marzo de 2018 Allfunds, la plataforma líder en Europa en operativa de fondos de inversión ha habilitado el traspaso entre fondos tradicionales y fondos cotizados (ETF) bajo el régimen de diferimiento por reinversión.

---

<sup>13</sup> En la segunda mitad de 2017, el valor más cotizado por encima del resto es el ETF SPDR S&P 500 ETF Trust, el cual replica al índice S&P 500 con un coste del 0,06%.

<sup>14</sup> Órgano dependiente del Ministerio de Hacienda.

Este nuevo capítulo en la historia de las IIC en España abre un nuevo paradigma donde cada vez más y más gestoras apuestan por productos pasivos en forma de ETF<sup>15</sup>. No obstante, de manera paralela a la introducción de los ETF se abren nuevos debates como la petición realizada por Bolsas y Mercados Españoles (BME) para no discriminar a los ETF cotizados en la bolsa nacional.

Por último, con el objetivo de esquematizar y resumir las principales diferencias entre fondos tradicionales y ETF, se recogerán en la Tabla 3, las principales características diferenciadoras de los mismos.

**Tabla 3: Comparativa fondos de inversión tradicionales vs ETF**

	Fondo de inversión tradicional	Fondo cotizado (ETF)
Comercializadora	Banca tradicional y plataformas especializadas	Plataformas especializadas y bróker
Comisión de suscripción	Variable (5% máximo sobre el precio de las participaciones)	Variable
Comisión de gestión	Variable (2,25% máximo y 1% de media)	Variable pero inferior (0,4% de media)
Comisión por éxito	Variable (18% máximo)	-
Liquidez	Limitada (una vez al día al cierre de mercado)	Continua durante toda la jornada
Inversión mínima	Variable (1 participación)	Variable (1 título)
Fiscalidad en la venta	Entre el 19% y el 23%	Entre el 19% y el 23%
Fiscalidad en el traspaso	No	Entre el 19% y el 23%*

\*En 2018, los ETFs cotizados en mercados internacionales disfrutarán de diferimientos fiscales en los traspasos

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de los portales Morningstar y Lipper.

<sup>15</sup> De acuerdo con el periódico Financial Times, JP Morgan AM seguirá la ruta establecida por sus rivales Invesco y Franklin Templeton lanzando dos ETF a nivel europeo: PM Equity Long Short UCITS ETF y JPM Managed Futures UCITS ETF.

### 3. Análisis genérico FI España

A lo largo del siguiente apartado, y como paso previo a la profundización en un análisis más preciso de los fondos dentro de la categoría de renta variable nacional, ya sean estos tradicionales, indexados o cotizados, se procederá a la realización de un análisis del ecosistema de fondos de inversión españoles a lo largo de los últimos quince años donde se analicen las rentabilidades obtenidas, la evolución por categoría, la distribución por gestoras de los múltiples fondos y en líneas generales, el rendimiento de la industria a lo largo del citado periodo.

En primer lugar, se exponen en la Tabla 4 las rentabilidades de los más de 2.300 FI españoles presentes en la base de INVERCO en base a las categorías establecidas por dicha asociación. En ella, se puede observar las rentabilidades obtenidas dentro de cada categoría durante los últimos uno, tres, cinco, diez y quince años y el patrimonio de cada una de ellas.

**Tabla 4: Rentabilidades anualizadas fondos de inversión españoles (dic 2017)**

	Tipo de fondo	1 Año	3 Años	5 Años	10 Años	15 años	(en miles €)
1	Monetarios	-0,29%	-0,11%	0,32%	0,95%	1,20%	7.092.257
2	Renta fija euro c/p	0,14%	0,08%	0,58%	0,96%	1,30%	37.545.117
3	Renta fija euro l/p	0,65%	0,63%	2,53%	2,68%	2,40%	15.137.755
4	Renta fija mixta euro	0,90%	0,67%	2,40%	1,48%	2,37%	20.078.980
5	Renta variable mixta euro	3,39%	2,12%	5,20%	1,02%	3,68%	3.626.989
6	Renta variable nacional euro	12,54%	5,37%	9,19%	0,48%	6,92%	7.209.548
7	Renta fija internacional	-1,52%	1,39%	2,20%	2,56%	2,07%	7.710.686
8	Renta fija mixta internacional	1,25%	0,45%	1,46%	0,64%	1,30%	22.546.641
9	Renta variable mixta internacional	3,15%	1,41%	3,51%	1,58%	2,92%	18.827.823
10	Renta variable euro resto	8,94%	6,43%	9,30%	2,40%	5,97%	4.625.827
11	Renta variable internacional Europa	7,90%	5,39%	8,05%	1,05%	4,53%	6.913.768
12	Renta variable internacional EE.UU.	10,59%	8,55%	13,82%	6,77%	5,92%	2.418.057
13	Renta variable internacional Japón	14,55%	10,53%	12,97%	3,11%	3,88%	787.489

14	Renta variable internacional Países Emergentes	16,68%	6,86%	3,41%	0,11%	8,67%	<b>1.409.019</b>
15	Renta variable internacional Resto	10,08%	7,96%	10,80%	5,05%	6,15%	<b>12.286.527</b>
16	Globales	4,49%	3,69%	4,33%	2,12%	2,66%	<b>35.366.197</b>
17	Garantizados rendimiento fijo	0,66%	0,32%	1,65%	2,26%	2,20%	<b>5.516.788</b>
18	Garantizados rendimiento variable	1,51%	0,94%	2,24%	1,46%	2,18%	<b>14.262.236</b>
19	Garantía parcial	2,51%	1,41%	3,89%			<b>996.285</b>
20	Gestión pasiva	2,21%	1,42%	4,48%			<b>19.493.686</b>
21	Retorno absoluto	1,44%	0,65%	1,25%			<b>17.016.951</b>
22	Fondos de inversión libre	9,88%	7,39%	9,29%			<b>1.960.244</b>
23	Fondos de FIL	-1,45%	0,01%	1,79%			<b>18.162</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de INVERCO.

A la luz de la información proporcionada en la anterior tabla, se puede observar varios hechos de significativo interés. Si se comparan las rentabilidades ofrecidas por ciertos bonos nacionales como el estadounidense (rentabilidad del 4,035% el 31/12/2007), el español (rentabilidad del 4,404% el 31/12/2007) o el bono británico, conocido como *guilt* (rentabilidad del 4,613% el 31/12/2007) se puede apreciar como a excepción de los FI de renta variable estadounidense (12) y los fondos de renta variable internacional resto (15), ninguna de las restantes categorías consiguieron rentabilidades superiores a las de los activos anteriormente expuestos.

A pesar de la contundencia de la anterior afirmación, es necesario reconocer dos aspectos clave a la hora de explicar el bajo rendimiento de los FI de ciertas categorías. En primer lugar, la heterogeneidad de los distintos FI presentes dentro de una misma categoría es un hecho incontestable. Ejemplos como el de Santalucía Espabolsa A FI con una rentabilidad anualizada del 5,5%, o Bestinver Bolsa y Metavalor con rentabilidades del 4,07% y 4,13% respectivamente demuestran que a pesar de que, en líneas generales, el desempeño de los FI de renta variable nacional (6) haya sido inferior al de los bonos nacionales (0,48% de rentabilidad frente al 4,04% de los bonos nacionales a diez años), existen gestoras capaces de crear valor.

En segundo lugar, es vital entender el contexto del periodo analizado. En el periodo 2007-2017, España padeció de manera contundente los efectos de la crisis financiera originada en 2007 y las consecuencias de la crisis de deuda que golpeó significativamente a ciertos países del sur de Europa durante los años 2011, 2012 y 2013. Esta doble recesión, de manera significativa condicionó el rendimiento de los mercados no solo en el ámbito nacional, sino también en el ámbito europeo e internacional, por lo que es necesario reconocer cierto sesgo en la comparación realizada dado que se comparan rentabilidades de bonos pre-crisis, con rentabilidades de FI obtenidas durante el periodo de crisis.

A finales del año 2017, de los más de 2.300 fondos de inversión presentes en la base de datos de INVERCO, únicamente, 646 gozaban de quince o más años de historia. Como se puede apreciar en la Tabla 5, únicamente el 27,97% de los fondos de inversión continuaban con su actividad ininterrumpidamente desde finales de 2002. Este dato es extremadamente importante a la hora de ejemplificar la inmadurez e inexperiencia de la industria española de fondos de inversión dado que pese a ser considerados activos con horizontes temporales a medio y largo plazo, únicamente un 28% de ellos continúan activos desde 2002.

**Tabla 5: Número de fondos de inversión con 15 o más años de recorrido continuo**

Tipo de fondo	Total diciembre 2017	Fondos con más de 15 años diciembre 2017	Porcentaje sobre el total de fondos a 15 años
1 Monetarios	37	11	29,73%
2 Renta fija euro c/p	167	65	38,92%
3 Renta fija euro l/p	155	51	32,90%
4 Renta fija mixta euro	88	38	43,18%
5 Renta variable mixta euro	56	35	62,50%
6 Renta variable nacional euro	113	43	38,05%
7 Renta fija internacional	80	20	25,00%
8 Renta fija mixta internacional	111	36	32,43%
9 Renta variable mixta internacional	154	43	27,92%
10 Renta variable euro resto	62	27	43,55%

11	Renta variable internacional Europa	70	17	24,29%
12	Renta variable internacional EE.UU.	34	18	52,94%
13	Renta variable internacional Japón	21	10	47,62%
14	Renta variable internacional Países Emergentes	47	17	36,17%
15	Renta variable internacional Resto	152	44	28,95%
16	Globales	250	61	24,40%
17	Garantizados rendimiento fijo	86	24	27,91%
18	Garantizados rendimiento variable	156	35	22,44%
19	Garantía parcial	25	5	20,00%
20	Gestión pasiva	262	21	8,02%
21	Retorno absoluto	137	24	17,52%
22	Fondos de inversión libre	42	0	0,00%
23	Fondos de fondos de inversión libre	2	0	0,00%
24	Fondos de inversión inmobiliaria	3	1	33,33%
	Total	2310	646	27,97%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

Dentro del periodo analizado, el cual se extiende desde diciembre de 2002 hasta diciembre de 2017, el bono español a quince años experimentó una rentabilidad anual en torno al 4,6%, el IBEX 35 con dividendos una rentabilidad media anual del 8,19% mientras que la rentabilidad del índice Ibex 35 sin dividendos alcanzó un 3,45%. Las tres rentabilidades expuestas anteriormente sirven como punto de referencia a la hora de analizar la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión durante el periodo considerado. Dentro de la totalidad de fondos analizados, la rentabilidad media anual no ponderada es del 3,48%, significativamente inferior a la del Ibex 35 con dividendos y a la del bono español a quince años, lo que es aún más interesante. A su vez, cabe destacar que once de los 636 fondos experimentaron una rentabilidad media anual negativa durante el periodo seleccionado.

En caso de ponderar la rentabilidad obtenida por cada uno de los distintos fondos de inversión en base al patrimonio, se obtiene un 3,53% de rentabilidad conjunta. No obstante, si atendemos a las distintas categorías, se pueden apreciar diferencias más significativas entre las rentabilidades no ponderadas y las ponderadas. En la Tabla 5 se presentan por categorías las rentabilidades ponderadas y no ponderadas. En dicha tabla se puede observar como en líneas generales las rentabilidades no ponderadas y ponderadas en base al patrimonio son similares, mostrando una limitada correlación entre patrimonio y mejores rentabilidades. No obstante, existen ciertas categorías como la renta variable internacional resto (15), la renta variable nacional euro (6) y la gestión pasiva (20) donde las rentabilidades ponderadas son sustancialmente mayores en caso de ponderar las rentabilidades demostrando mejor comportamiento los fondos con mayor tamaño.

**Tabla 6: Rentabilidades ponderadas y no ponderadas por categorías de fondos con 15 o más años de historia**

Tipo de fondo		Rentabilidad no ponderada	Rentabilidad ponderada
1	Monetarios	1,14%	1,47%
2	Renta fija euro c/p	1,46%	1,50%
3	Renta fija euro l/p	2,43%	2,61%
4	Renta fija mixta euro	2,34%	2,29%
5	Renta variable mixta euro	4,02%	3,74%
6	Renta variable nacional euro	6,30%	7,38%
7	Renta fija internacional	1,79%	1,57%
8	Renta fija mixta internacional	2,72%	2,31%
9	Renta variable mixta internacional	3,46%	2,43%
10	Renta variable euro resto	4,51%	4,62%
11	Renta variable internacional Europa	4,42%	5,39%
12	Renta variable internacional EE.UU.	6,17%	5,95%
13	Renta variable internacional Japón	3,99%	4,67%
14	Renta variable internacional Países Emergentes	7,90%	8,01%
15	Renta variable internacional Resto	5,69%	9,33%



16	Globales	3,42%	4,14%
17	Garantizados rendimiento fijo	2,14%	2,23%
18	Garantizados rendimiento variable	2,25%	2,26%
19	Garantía parcial	1,94%	1,90%
20	Gestión pasiva	4,37%	5,55%
21	Retorno absoluto	2,31%	1,81%
22	Fondos de inversión inmobiliaria	-2,33%	-2,33%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

De la totalidad de 636 fondos con más de quince años de historia, únicamente 169 obtuvieron rentabilidades superiores a las de los bonos nacionales a quince años, los cuales son, teóricamente, activos con notable menor riesgo que la media de fondos de inversión. No obstante, a pesar de que únicamente un 27% de los fondos hayan conseguido rentabilidades superiores a las de los bonos del estado a quince años, un 13,4% de los fondos logró rentabilidades superiores al 6%.

Por otra parte, si se profundiza aún más y se analiza únicamente los fondos de renta variable, se puede observar como los rendimientos obtenidos por los fondos son en una amplia mayoría, mucho más atractivos que los ofrecidos por los bonos del estado. En el caso de considerar todas las categorías de renta variable excluyendo la renta variable nipona y la renta variable europea (como resultado de la crudeza de la crisis económica y el bajo crecimiento de ambas economías durante el periodo analizado) es posible observar cómo un 75% de los FI obtienen rentabilidades medias anuales superiores al 4,6%. No obstante, no se debe caer en el error de únicamente comparar las rentabilidades obtenidas sin considerar otros factores como la volatilidad, las cuales no se presentan en la anterior tabla dada la complejidad de su cálculo por categoría.

En cuanto a las gestoras encargadas de dirigir la estrategia de inversión de cada uno de los fondos, entre los 636 fondos considerados es necesario destacar la labor de la gestora Bestinver por encima del resto de competidores. Los fondos Bestifund y Bestinver Internacional, ambos pertenecientes a la categoría de renta variable

internacional, gestionados desde 2014 por Beltrán de la Lastra y previamente por Francisco García Paramés, obtuvieron rentabilidades del 12,81% y 12,42% respectivamente. Ambos fondos demuestran que la gestión activa, realizada de manera exitosa es capaz de batir a los mercados de manera continuada a lo largo de un extenso periodo de tiempo.

Por último, antes de profundizar en el análisis de la renta variable nacional, se procederá a agrupar los 636 fondos atendiendo a las gestoras de los mismos. En la Tabla 7 se presentan el número de fondos pertenecientes a cada una de las gestoras, el promedio de las rentabilidades<sup>16</sup> obtenidas y el patrimonio gestionado por cada una de las mismas.

En la Tabla 7 se puede observar el rendimiento de las gestoras de los FI previamente analizados. En ella se puede observar la totalidad de las gestoras poseedoras de FI con quince o más años de historia, sus rentabilidades medias anuales ponderadas y no ponderadas en base al patrimonio y el patrimonio gestionado por cada una de ellas. A su vez, se puede ver como el top tres de mejores gestoras atendiendo a la rentabilidad media anualizadas de sus FI se encuentra formado por Bestinver, Metagestión y Santa Lucía.

**Tabla 7: Comparativa de gestoras por número de fondos, rentabilidad y patrimonio**

Gestora	Nº de fondos de Inversión	Rentabilidad media anual	Rentabilidad media anual ponderada	Patrimonio
ABANTE	5	3,16%	3,37%	525.223
ALLIANZ POPULAR	38	2,98%	2,16%	4.821.486
ANDBANK ESPAÑA	2	5,78%	5,89%	15.612
ATL CAPITAL	2	5,06%	4,91%	48.085
B.B.V.A.	41	3,15%	2,87%	7.230.556
B. DEGROOF PETERCAM	3	2,92%	3,06%	108.646
BANCO ALCALA	7	2,95%	3,37%	63.001
BANCO CAMINOS	9	2,76%	3,06%	292.833

<sup>16</sup> No se deben comparar las rentabilidades conseguidas por las gestoras como variable de éxito dada la heterogeneidad de las estrategias de inversión, así como de los activos de cada FI.

BANCO SABADELL	19	3,30%	2,96%	1.373.091
BANKIA	38	3,44%	2,77%	7.748.950
BANKINTER	42	3,30%	3,70%	4.721.927
BESTINVER	6	9,07%	11,87%	3.908.957
BNP PARIBAS ESPAÑA	16	2,80%	3,08%	716.729
CAIXABANK	34	3,99%	3,57%	5.529.826
CAJA ARQUITECTOS	1	3,11%	3,11%	51.358
CAJA INGENIEROS	5	3,06%	3,28%	295.162
CAJA RURAL	20	3,05%	2,33%	2.639.627
CATALANA OCCIDENTE	7	3,50%	5,01%	318.473
CREDIT AGRICOLE	10	3,60%	3,60%	778.581
CREDIT SUISSE	10	3,11%	1,78%	1.332.555
DEUTSCHE BANK	7	3,63%	2,92%	375.157
EDM HOLDING	3	4,49%	4,96%	481.037
EGERIA	1	4,86%	4,86%	26.088
ESFERA CAPITAL AV	1	3,77%	3,77%	12.209
EUROAGENTES	3	2,62%	2,65%	13.672
GESBUSA	3	2,91%	3,08%	71.983
GESCONSULT	6	4,48%	3,37%	409.077
GESIURIS	1	1,59%	1,59%	7.312
GESNORTE	2	4,06%	3,97%	622.077
GRUPO BANCA MARCH	4	2,89%	2,19%	1.232.674
GRUPO NOVO BANCO	24	2,92%	2,88%	523.623
GVC GAESCO	20	4,52%	4,71%	562.127
IBERCAJA	24	4,34%	2,88%	2.431.748
IMANTIA CAPITAL	9	2,59%	2,49%	243.865
INTERBROKERS	4	2,08%	2,28%	23.173
INTERMONEY	2	3,36%	4,96%	47.901
INVERSEGUROS	6	1,54%	-1,84%	288.857
KUTXABANK	26	3,53%	2,71%	3.644.462
LABORAL KUTXA	29	2,63%	2,35%	1.143.536
LIBERBANK	11	2,53%	2,18%	1.031.948
MAPFRE	15	3,08%	3,09%	2.305.784
MDEF GESTEFIN	1	1,26%	1,26%	4.319
MEDIOLANUM	10	4,04%	2,86%	516.173
MERCHBANC	6	3,21%	6,27%	186.226
METAGESTION	1	11,03%	11,03%	81.602
MUTUA MADRILEÑA	12	5,64%	3,19%	2.291.547
PATRIVALOR	2	3,75%	4,14%	109.885

PROFIT	2	3,02%	3,66%	355.611
RENTA 4	16	4,13%	6,65%	189.110
SANTA LUCIA	7	5,70%	6,74%	651.258
SANTANDER	32	3,68%	2,51%	10.222.147
TREA AM	5	4,38%	3,86%	131.480
U.B.S.	5	4,56%	3,95%	91.366
UNICAJA	21	2,52%	2,03%	2.162.934

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

La tabla presentada previamente ofrece una significativa cantidad de información tremendamente característica de la industria de fondos de inversión a nivel nacional. Las tres gestoras con mayor patrimonio, Santander, Bankia y B.B.V.A., ocupan el puesto 42, 39 y 37 respectivamente de entre las 54 gestoras consideradas, en el ranking de mayor rentabilidad anualizada ponderada. Por otro lado, es Bestinver la gestora que ocupa el puesto número uno del ranking. No obstante, es necesario precisar que, dado el alto número de FI gestionados por las tres firmas anteriormente señaladas, la rentabilidad anual media ponderada de las mismas puede verse disminuida por la gestión de FI pertenecientes a categorías con rendimientos generalmente menores a otras como por ejemplo la renta fija o mixta.

En último lugar, cabe destacar que el patrimonio gestionado por las cinco gestoras con mayor patrimonio, Santander, Bankia, B.B.V.A., Caixabank y Allianz Popular, las cuáles ocupan los puestos 42, 39, 37, 21 y 49 en el ranking, engloba al 47,4% del patrimonio total. Este dato ejemplifica otro hecho característico del contexto español como es la concentración de capital en gestoras con rendimientos inferiores a las de sus competidores como resultado de las más amplias bases de clientes de las que disfrutan. Es realmente sorprendente que, entre las veinte gestoras con menor patrimonio, once de ellas se encuentren entre las veinte con mayores rentabilidades medias anuales dado que la lógica obliga a pensar que serán aquellas gestoras con mayores rentabilidades las que tiendan a conseguir más clientes, y, por ende, a gestionar un mayor patrimonio.

Por todo ello, una vez expuesto las principales características del panorama de fondos de Inversión en España, se puede concluir que tanto la inexperiencia como la

inmadurez son la tónica dentro del sector. A la luz de la información presentada, se puede apreciar una serie de características necesarias de resaltar:

- Excesiva concentración de los FI ofertados en un reducido número de gestoras.
- Rendimientos extremadamente polarizados dentro de las propias categorías.
- Irregularidad y corta vida en el tiempo cuando teóricamente estos se encuentran destinados al ahorro y la inversión en horizontes temporales largos.

## 4. Análisis Renta Variable Nacional

### 4.1. Análisis general

Como ha sido expuesto anteriormente, en la presente sección se procederá a la realización de una comparativa dentro de la categoría de fondos de inversión de renta variable nacional entre la gestión activa y la gestión pasiva. Para ello se estudiará el rendimiento de una muestra de 41 FI de renta variable nacional con más de diez de años de historia, seis fondos indexados con históricos superiores o iguales a diez años y el único ETF español comercializado de manera continua a lo largo de los últimos diez años, el ACCION IBEX 35 ETF.

Otros autores como Fernández, Carabias, y Miguel (2007) han realizado estudios similares comparando el rendimiento de los FI de Renta Variable nacional con el de ciertos índices con el fin de comprobar la viabilidad de los mismos como instrumentos de inversión y ahorro. Es preciso reconocer el carácter pionero de estos autores; no obstante, a pesar de que citando literalmente, Fernández, Carabias, y Miguel (2007: 12) reconozcan que *“algunas de las conclusiones de este análisis dependen ligeramente del benchmark que se utilice”*, la elección del ITBM como *benchmark* de referencia en sus trabajos es una elección debatiblemente sesgada y pobremente objetiva dado que el índice no solo considera los efectos de los precios sino también los dividendos y posibles ampliaciones de capital. Por ello, con el objetivo de maximizar la objetividad del análisis a lo largo de la presente sección se compararan los resultados de los distintos FI de la muestra con los del Ibex 35 e Ibex 35 con dividendos.

De entre los 118 fondos recogidos dentro de la categoría “Renta Variable Nacional Euro” del portal INVERCO, únicamente 51 de ellos muestran actividad de manera continuada a lo largo de los últimos diez años. Tras homogeneizar la muestra, se han obtenido los siguientes fondos con históricos de diez o más años:

- Fondos de “Renta Variable Nacional Euro”: 41 fondos de inversión

- Fondos Indexados de Renta Variable Nacional: 8 fondos de inversión
- ETF Índice de R.V Nacional: 1 ETF

A primera vista, la muestra puede parecer poco representativa dado el limitado número de FI pertenecientes a cada una de las categorías; sin embargo, la muestra engloba a más del 80% de los FI dentro de estas categorías con diez o más años de recorrido ininterrumpido. El limitado número de FI, por tanto, no condiciona el análisis, sino que ofrece una clara visión del bajo número de FI operantes únicamente con renta variable nacional a lo largo del tiempo.

A lo largo de esta primera parte del análisis, analizaremos dos variables de alta importancia para la comparativa de los FI seleccionados en nuestra muestra como son la volatilidad y rentabilidad. En la Tabla 8 se puede apreciar una comparativa de las volatilidades y rentabilidades obtenidas por cada uno de los fondos analizados y el Ibex 35 sin dividendos. El principal objetivo detrás esta primera comparación es el de comprobar cuál ha sido el rendimiento de los distintos fondos gestionados de manera activa y pasiva en función de su volatilidad y, por tanto, del riesgo asumido.

**Tabla 8: Comparativa de volatilidades y rentabilidades de los FI de la muestra**

Fondo de Inversión	Volatilidad anualizada	Rentabilidades anualizadas 2007-2017
ACCION IBEX 35 ETF	16,77%	0,74%
BANKIA INDICE IBEX	16,75%	-0,54%
BANKINTER BOLSA ESPAÑA	15,23%	1,89%
BBVA BOLSA INDICE	16,75%	-0,29%
BK FUTURO IBEX	16,71%	-0,01%
CB BOL.IND.ESPAÑA ESTAND	16,72%	-0,52%
ING DIRECT FN IBEX-35	16,81%	-0,09%
LIBERTY SPAN.STOCK MKT IN	16,80%	-1,41%
SANT.IND.ESPAÑA CLASE OP.	16,76%	-0,10%
BANKIA BCA.PRIV.RV ESPAÑA	15,87%	0,17%
BANKIA BOLSA ESPAÑOLA	19,69%	-1,30%
BANKIA DIVIDENDO ESPAÑA	15,03%	-0,11%
BANKIA SM.&MID CAPS ESPAÑA	14,09%	1,87%
BANKOIA BOLSA	15,12%	-1,60%
BBVA BOLSA	17,09%	-2,84%

BBVA BOLSA PLUS	16,37%	-1,75%
BESTINVER BOLSA	12,07%	4,07%
BMN BOLSA ESPAÑOLA	-	0,84%
BNP PARIBAS BOL.ESPAÑOLA	15,08%	-0,24%
C. I. IBERIAN EQUITY	12,94%	1,27%
C.L. BOLSA	15,17%	-0,94%
CAIXABANK BOL.ESPAÑA 150	25,28%	-4,29%
CAMINOS BOLSA OPORTUNIDA.	12,79%	-1,53%
CARTERA VARIABLE	16,08%	-2,88%
CATALANA OCC. B. ESPAÑO.	14,28%	1,31%
CREDIT SUISSE BOLSA	16,02%	1,01%
DP BOLSA ESPAÑOLA	15,36%	-0,70%
DWS ACCIONES ESPAÑOLAS	13,94%	1,34%
EDM-INVERSION CLASE R	12,13%	3,68%
EUROVALOR B. ESPAÑOLA	15,31%	0,60%
EUROVALOR BOLSA	16,05%	-1,14%
FONBILBAO ACCIONES	14,73%	0,31%
FONDMAPFRE ESTRATEG.35	15,26%	-0,02%
GESCONSULT RV A	13,24%	2,92%
GVCGAESCO BOLSALIDER A	16,34%	-3,64%
IBERCAJA BOLSA CLASE A	15,90%	-0,59%
KUTXABANK BOLSA ESTANDAR	15,96%	0,40%
MEDIOLANUM ESPAÑA RV "S"	16,16%	-0,87%
METAVALOR	10,67%	4,13%
PBP BOLSA ESPAÑA CLASE A	14,83%	-0,38%
RENTA 4 BOLSA	12,07%	2,33%
RURAL RV ESPAÑA	16,33%	-2,46%
SANT.ACC.ESPAÑOLAS CLAS.A	15,11%	0,89%
SANT.SM.CAPS ESPAÑA CLA.A	14,65%	3,19%
SANTALUCIA ESPABOLSA A	11,91%	5,50%
SBD ESPAÑA BOLSA BASE	19,68%	-0,44%
SBD ESPAÑA DIVIDENDO BASE	17,12%	0,55%
SEGURFONDO R.V.	-	-0,93%
UBS ESPAÑA Gº ACTIVA	13,77%	0,30%
UNIFOND RV ESPAÑA	16,13%	-0,35%
IBEX 35	12,88%	0,66%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.



En la tabla 8 se puede apreciar cómo no es posible argumentar que la rentabilidad (en numerosos casos negativa) obtenida por algunos FI es menor debido a que estos tuvieron menos exposición al riesgo (menor volatilidad). De hecho, únicamente 6 de los fondos presentes en la Tabla 8 (Bestinver Bolsa, Caminos Bolsa Oportunidad, EDM Inversión R, Metavalor, Renta 4 Bolsa y Santalucía Espabolsa A) poseen volatilidades menores a la asumida por el Ibex 35. A su vez, los 6 FI citados anteriormente se encuentran dentro de los 8 fondos con mejores rendimientos y sus betas son las menores de entre todos los FI presentes en la muestra. Por lo tanto, a la luz de la información presentada en la Tabla 8 es posible realizar una hipótesis realmente ilustrativa del panorama nacional de la renta variable:

- Los fondos de inversión domiciliados en España de RV nacional con mejores rentabilidades en el largo plazo presentan las menores betas y, por tanto, sensibilidades menores al índice de referencia. Algo realmente significativo en el debate entre gestión activa y pasiva puesto que son aquellos fondos que menor volatilidad respecto al índice los que mejores rendimientos obtienen.

Por último, y como paso previo a la profundización en el análisis temporal, se procederá a analizar dos ratios muy interesantes a la hora de comparar fondos de inversión. Estas ratios son el Alfa de Jansen y la ratio de Sharpe las cuáles han sido explicadas anteriormente. En la siguiente tabla se pueden observar ambas ratios para cada fondo de la muestra.

**Tabla 9: Comparativa de Alfas de Jensen y ratios de Sharpe de los FI de la muestra**

Fondo de Inversión	Alfa 3a (respecto MSCI Spain NR EUR)	Sharpe
ACCION IBEX 35 ETF	0,31	0,06
BANKIA INDICE IBEX	-0,59	0
BANKINTER BOLSA ESPAÑA	1,42	0,13
BBVA BOLSA INDICE	-0,68	0
BK FUTURO IBEX	-0,69	0
CB BOL.IND.ESPAÑA ESTAND	-0,74	-0,01
ING DIRECT FN IBEX-35	-0,43	0,01
LIBERTY SPAN.STOCK MKT IN	-1,86	-0,07
SANT.IND.ESPAÑA CLASE OP.	0,56	0,07

BANKIA BCA.PRIV.RV ESPAÑA	-1,67	-0,07
BANKIA BOLSA ESPAÑOLA	-4,03	-0,17
BANKIA DIVIDENDO ESPAÑA	0,19	0,05
BANKIA SM. & MID CAPS ESPAÑA	4,46	0,35
BANKOA BOLSA	-1,86	-0,09
BBVA BOLSA	-3,33	-0,16
BBVA BOLSA PLUS	-0,66	-0,01
BESTINVER BOLSA	5,67	0,5
BMN BOLSA ESPAÑOLA	-	-
BNP PARIBAS BOL.ESPAÑOLA	0,93	0,1
C. I. IBERIAN EQUITY	3,43	0,3
C.L. BOLSA	-2,01	-0,1
CAIXABANK BOL.ESPAÑA 150	-2,25	-0,05
CAMINOS BOLSA OPORTUNIDA.	2,93	0,26
CARTERA VARIABLE	-2,51	-0,12
CATALANA OCC. B. ESPAÑO.	1,52	0,14
CREDIT SUISSE BOLSA	-2,53	-0,12
DP BOLSA ESPAÑOLA	-3,92	-0,22
DWS ACCIONES ESPAÑOLAS	4,03	0,32
EDM-INVERSION CLASE R	5,4	0,48
EUROVALOR B. ESPAÑOLA	-0,42	0,01
EUROVALOR BOLSA	-2,73	-0,13
FONBILBAO ACCIONES	-0,23	0,02
FONDMAPFRE ESTRATEG.35	-0,6	0
GESCONSULT R. VBLE. CLASE A	8,34	0,66
GVCGAESCO BOLSALIDER A	-1,26	-0,04
IBERCAJA BOLSA CLASE A	-1,57	-0,06
KUTXABANK BOLSA CL. ESTAND.	-0,72	-0,01
MEDIOLANUM ESPAÑA RV "S"	-1,17	-0,04
METAVALOR	8,89	0,86
PBP BOLSA ESPAÑA CLASE A	2,4	0,2
RENTA 4 BOLSA	7,3	0,64
RURAL R. VARIABLE ESPAÑA	-2,23	-0,1
SANT.ACC.ESPAÑOLAS CLAS.A	4,46	0,33
SANT.SM.CAPS ESPAÑA CLA.A	10,27	0,73
SANTALUCIA ESPABOLSA CL. A	5,64	0,51
SBD ESPAÑA BOLSA BASE	-4,46	-0,19
SBD ESPAÑA DIVIDENDO BASE	3,5	0,24
SEGURFONDO R.V.	-	-
UBS ESPAÑA Gº ACTIVA	0,1	0,74
UNIFOND RV. ESPAÑA	-0,08	0,9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

En el caso del ETF y los fondos indexados presentes en la muestra, el Alfa no debería aportar demasiada información dado que los gestores de ambos productos teóricamente limitarán su actividad a replicar un índice concreto. Por lo tanto, los Alfas asociados a ambos productos suelen ser ligeramente negativos puesto que, a pesar de ser mínimos, existen gastos operacionales y corrientes. No obstante, tanto el ETF como 2 de los FI indexados presentan Alfas positivas, probablemente fruto del índice de referencia tomado en el portal Morningstar (MSCI Spain NR EUR) a la hora de calcular el Alfa de Jensen.

Por otro lado, en el caso de los fondos gestionados de manera activa las diferencias son mucho mayores con resultados ampliamente polarizados. 21 de los 39 FI considerados muestran Alfa negativas, algo realmente notorio ya que esto ejemplifica la baja calidad de la gestión de los distintos fondos. En otras palabras, más de la mitad de los FI gestionados de manera activa ofrecen rentabilidades inferiores a las que les corresponderían por el nivel de riesgo asumido.

En cuanto a la ratio de Sharpe, esta indica la rentabilidad de la inversión ajustada a su riesgo. Sorprendentemente, 2 de los 8 fondos indexados (37,5%) y 17 de los 39 fondos indexados (43,6%) presentan Sharpes negativos, los cuales indican que el rendimiento del FI ha sido menor al obtenido por el activo sin riesgo considerado en el cálculo de Sharpe. En ciertos casos, se puede apreciar como a pesar de que el Alfa de Jensen es ligeramente negativo, la ratio de Sharpe es positiva o igual a 0. La principal razón detrás de este hecho es la rentabilidad negativa que a día de hoy ofrecen los activos libres de riesgo (bono alemán a 3 meses) considerados para el cálculo de la ratio de Sharpe.

## **4.2. Análisis temporal**

A continuación, y con el objetivo de tratar de aislar los efectos de la crisis financiera sufrida en el periodo 2007-2009, se procederá a subdividir el análisis en tres etapas temporales que nos permitan discernir si el efecto de la crisis financiera de 2007 condicionó el éxito de ciertas categorías de FI, como la renta variable nacional. Dado que

en presente trabajo se procederá a analizar el periodo comprendido entre 2007 y 2017 (últimos 10 años), se procederá a ahondar en el análisis tratando de desgranar la evolución de los mismos en periodos de bonanza y crisis económica. Para ello, y como ha sido expuesto anteriormente, se procederá a estudiar el comportamiento de la muestra de FI seleccionada en los periodos:

- Diciembre 2007 – diciembre de 2012: Periodo de crisis económica global y volatilidad de los mercados.
- Diciembre de 20012 – diciembre de 2017: Periodo de bonanza económica de los mercados internacionales.

#### 4.2.1. Periodo de crisis (dic 2007-dic 2012)

En primer lugar, si analizamos la Tabla 10, se podrá visualizar una comparativa de las rentabilidades obtenidas por los FI considerados durante los 5 años que comprenden el periodo diciembre de 2007 y diciembre de 2012.

**Tabla 10: Rentabilidades anualizadas de los FI de la muestra en el periodo 2007-2012**

Fondo de Inversión	Gestora	Rentabilidad periodo 2007-2012
ACCION IBEX 35 ETF	B.B.V.A.	-11,5%
BANKIA INDICE IBEX	BANKIA	-7,22%
BANKINTER BOLSA ESPAÑA	BANKINTER	-7,29%
BBVA BOLSA INDICE	B.B.V.A.	-7,64%
BK FUTURO IBEX	BANKINTER	-5,1%
CB BOL.IND.ESPAÑA ESTAND	CAIXABANK	-7,39%
ING DIRECT FN IBEX-35	CREDIT AGRICOLE	-7,23%
LIBERTY SPAN.STOCK MKT IN	BANKIA	-7,81%
SANT.IND.ESPAÑA CLASE OP.	SANTANDER	-8,41%
BANKIA BCA.PRIV.RV ESPAÑA	BANKIA	-8,05%
BANKIA BOLSA ESPAÑOLA	BANKIA	-7,17%
BANKIA DIVIDENDO ESPAÑA	BANKIA	-15,7%
BANKIA SM.&MID CAPS ESPAÑA	BANKIA	-8,93%
BANKOA BOLSA	CREDIT AGRICOLE	-10,3%
BBVA BOLSA	B.B.V.A.	-6,28%
BBVA BOLSA PLUS	B.B.V.A.	-10,8%

BESTINVER BOLSA	BESTINVER	-9,83%
BMN BOLSA ESPAÑOLA	TREA AM	-7,93%
BNP PARIBAS BOL.ESPAÑOLA	BNP PARIBAS ESPAÑA	-7,74%
C. I. IBERIAN EQUITY	CAJA INGENIEROS	-8,64%
C.L. BOLSA	LABORAL KUTXA	-7,42%
CAIXABANK BOL.ESPAÑA 150	CAIXABANK	-8,81%
CAMINOS BOLSA OPORTUNIDA.	BANCO CAMINOS	-6,66%
CARTERA VARIABLE	BANCO CAMINOS	-7,21%
CATALANA OCC.B.ESPAÑO.	GESIURIS	-5,96%
CREDIT SUISSE BOLSA	CREDIT SUISSE	-14,6%
DP BOLSA ESPAÑOLA	B.DEGROOF PETERCAM	-9,33%
DWS ACCIONES ESPAÑOLAS	DEUTSCHE BANK	-8,71%
EDM-INVERSION CLASE R	EDM HOLDING	-5,46%
EUROVALOR B. ESPAÑOLA	ALLIANZ POPULAR	-7,15%
EUROVALOR BOLSA	ALLIANZ POPULAR	-5,73%
FONBILBAO ACCIONES	CATALANA OCCIDENTE	-12,5%
FONDMAPFRE ESTRATEG.35	MAPFRE	-6,78%
GESCONSULT R.VBLE.CLASE A	GESCONSULT	-6,77%
GVC GAESCO BOLSALIDER CL.A	GVC GAESCO	-6,14%
IBERCAJA BOLSA CLASE A	IBERCAJA	-6,11%
KUTXABANK BOLSA CL.ESTAND.	KUTXABANK	-2,96%
MEDIOLANUM ESPAÑA RV "S"	MEDIOLANUM	-7,57%
METAVALOR	METAGESTION	-4,54%
PBP BOLSA ESPAÑA CLASE A	ALLIANZ POPULAR	-6,99%
RENTA 4 BOLSA	RENTA 4	-8,72%
RURAL R.VARIABLE ESPAÑA	CAJA RURAL	-7,67%
SANT.ACC.ESPAÑOLAS CLAS.A	SANTANDER	-1,92%
SANT.SM.CAPS ESPAÑA CLA.A	SANTANDER	-1,43%
SANTALUCIA ESPABOLSA CL.A	SANTA LUCIA	-7,93%
SBD ESPAÑA BOLSA BASE	BANCO SABADELL	-13,1%
SBD ESPAÑA DIVIDENDO BASE	BANCO SABADELL	-7,15%
SEGURFONDO R.V.	INVERSEGUROS	-7,02%
UBS ESPAÑA Gº ACTIVA	U.B.S.	-5,67%
UNIFOND RENT.VARIA.ESPAÑA	UNICAJA	-5,47%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

Sorprenden los resultados obtenidos, puesto que a la hora de calcular las rentabilidades medias anuales se puede observar como durante el periodo de crisis económica, los FI indexados no batieron de manera significativa y consistente a los fondos de gestión activa. La rentabilidad media anual de los fondos indexados fue del -7,26% vs un -7,68% logrado por los fondos de gestión activa de renta variable nacional. Sin embargo, ponderando las rentabilidades en base al patrimonio, se puede observar

variaciones notablemente significativas. La rentabilidad media anual de los fondos indexados mejora hasta alcanzar el -7,14%; sin embargo, los FI gestionados de manera activa mejoran sus rendimientos hasta el -5,75%, lo cual ejemplifica que los FI con mayor patrimonio en época de crisis mostraron rendimientos sustancialmente mejores a FI con patrimonios menores.

No obstante, el FI indexado con menores pérdidas, el Bankinter Bolsa España, con un -5,1% de rentabilidad media anual durante dichos años, logró rendimientos únicamente superados por 4 FI de gestión activa. Este hecho es realmente llamativo puesto que demuestra el enorme rango dentro de los rendimientos de los fondos indexados, los cuáles teóricamente deberían obtener rendimientos similares a los del índice que repliquen.

Con el objetivo de contextualizar el rendimiento de los FI y los ETF durante el periodo 2007-2012, se presentan en la Tabla 11 los rendimientos ponderados de los FI indexados, de gestión activa, ETF, Ibex 35 sin dividendos, Ibex 35 con dividendos y bonos del estado español a 5 años.

**Tabla 11: Comparativa rentabilidades en el periodo 2007-2012**

Periodo 2007-2012	Rentabilidades
Media ponderada Gestión Activa	-5,75%
Media ponderada Gestión Pasiva	-7,14%
Media ponderada ETF	-11,50%
Media Ibex 35 sin dividendos	-3,73%
Media Ibex 35 con dividendos	-3,07%
Bono nacional español a 5 años	3,78%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

Como se puede apreciar, el rendimiento de tantos los FI como la bolsa de renta variable nacional (IBEX 35) fue significativamente negativo durante el periodo analizado. No obstante, cabe destacar varios factores de la información presentada. En primer lugar, la profunda diferencia entre la rentabilidad obtenida por los fondos de gestión pasiva y el Ibex 35. Esta significativa diferencia es explicable principalmente al hecho de

que los fondos indexados a pesar de tratar de replicar el índice IBEX-35 siguen índices como el MSCI Spain Nr Eur o el BME IBEX 35 PR EUR.

#### 4.2.2. Periodo postcrisis (dic 2012-dic 2017)

Una vez expuesto cual ha sido el rendimiento de los distintos fondos seleccionados a lo largo del periodo de crisis, se procederá en la presente sección a analizar la otra cara de la moneda; es decir, el periodo de bonanza económica. Para ello, se presenta en la tabla 12 los rendimientos obtenidos por los FI de la muestra durante el periodo 2012-2017 el cual se caracteriza por ser un periodo de notable bonanza económica.

**Tabla 12: Rentabilidades anualizadas de los FI de la muestra en el periodo 2012-2017**

Fondo de Inversión	Gestora	Rentabilidad periodo 2012-2017
ACCION IBEX 35 ETF	B.B.V.A.	8,44%
BANKIA INDICE IBEX	BANKIA	7,30%
BANKINTER BOLSA ESPAÑA	BANKINTER	9,41%
BBVA BOLSA INDICE	B.B.V.A.	7,35%
BK FUTURO IBEX	BANKINTER	7,84%
CB BOL.IND.ESPAÑA ESTAND	CAIXABANK	7,15%
ING DIRECT FN IBEX-35	CREDIT AGRICOLE	7,59%
LIBERTY SPAN.STOCK MKT IN	BANKIA	6,13%
SANT.IND.ESPAÑA CLASE OP.	SANTANDER	7,56%
BANKIA BCA.PRIV.RV ESPAÑA	BANKIA	7,64%
BANKIA BOLSA ESPAÑOLA	BANKIA	4,92%
BANKIA DIVIDENDO ESPAÑA	BANKIA	9,31%
BANKIA SM.&MID CAPS ESPAÑA	BANKIA	13,59%
BANKOA BOLSA	CREDIT AGRICOLE	6,07%
BBVA BOLSA	B.B.V.A.	3,51%
BBVA BOLSA PLUS	B.B.V.A.	6,01%
BESTINVER BOLSA	BESTINVER	10,43%
BMN BOLSA ESPAÑOLA	TREA AM	9,33%
BNP PARIBAS BOL.ESPAÑOLA	BNP PARIBAS ESPAÑA	8,09%
C. I. IBERIAN EQUITY	CAJA INGENIEROS	9,07%
C.L. BOLSA	LABORAL KUTXA	5,14%
CAIXABANK BOL.ESPAÑA 150	CAIXABANK	8,65%
CAMINOS BOLSA OPORTUNIDA.	BANCO CAMINOS	8,71%

CARTERA VARIABLE	BANCO CAMINOS	4,61%
CATALANA OCC. B. ESPAÑO.	GESIURIS	8,57%
CREDIT SUISSE BOLSA	CREDIT SUISSE	5,13%
DP BOLSA ESPAÑOLA	B. DEGROOF PETERCAM	5,05%
DWS ACCIONES ESPAÑOLAS	DEUTSCHE BANK	11,23%
EDM-INVERSION CLASE R	EDM HOLDING	12,60%
EUROVALOR B. ESPAÑOLA	ALLIANZ POPULAR	7,29%
EUROVALOR BOLSA	ALLIANZ POPULAR	5,94%
FONBILBAO ACCIONES	CATALANA OCCIDENTE	6,44%
FONDMAPFRE ESTRATEG.35	MAPFRE	6,65%
GESCONSULT R. VBLE. CLASE A	GESCONSULT	12,83%
GVCGAESCO BOLSALIDER CL. A	GVC GAESCO	6,80%
IBERCAJA BOLSA CLASE A	IBERCAJA	6,02%
KUTXABANK BOLSA CL. ESTAND.	KUTXABANK	7,15%
MEDIOLANUM ESPAÑA RV "S"	MEDIOLANUM	6,15%
METAVALOR	METAGESTION	16,77%
PBP BOLSA ESPAÑA CLASE A	ALLIANZ POPULAR	7,93%
RENTA 4 BOLSA	RENTA 4	12,81%
RURAL R. VARIABLE ESPAÑA	CAJA RURAL	6,01%
SANT.ACC.ESPAÑOLAS CLAS.A	SANTANDER	10,57%
SANT.SM.CAPS ESPAÑA CLA.A	SANTANDER	17,44%
SANTALUCIA ESPABOLSA CL.A	SANTA LUCIA	12,92%
SBD ESPAÑA BOLSA BASE	BANCO SABADELL	5,15%
SBD ESPAÑA DIVIDENDO BASE	BANCO SABADELL	9,38%
SEGURFONDO R.V.	INVERSEGUROS	5,56%
UBS ESPAÑA Gº ACTIVA	U.B.S.	8,41%
UNIFOND RENT.VARIA.ESPAÑA	UNICAJA	6,42%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

No obstante, a pesar de que la gestión activa en promedio haya tenido comportamientos superiores a los de la gestión pasiva, como bien se puede apreciar en la Tabla 13, es preciso ahondar un poco más en el análisis. Y es que la clave para entender el comportamiento de los fondos de inversión de renta variable nacional es la heterogeneidad de los mismos puesto que veinte de los 41 fondos de inversión de gestión activa obtuvieron rendimientos inferiores a la media de los FI indexados durante el periodo 2012-2017.



**Tabla 13: Comparativa rentabilidades en el periodo 2012-2017**

<b>Periodo 2012-2017</b>	<b>Rentabilidades</b>
Media ponderada Gestión Activa	10,78%
Media ponderada Gestión Pasiva	8,38%
Media ponderada ETF	8,44%
Media Ibex 35 sin dividendos	4,56%
Media Ibex 35 CON dividendos	9,07%
Bono nacional español a 5 años	3,90%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de INVERCO.

## 5. Conclusión

Cada vez más y más gente apuesta por la gestión pasiva como una alternativa viable frente a la gestión activa. De hecho, como fue expuesto en el prolegómeno del presente TFG, gurús de la inversión del peso y experiencia de Warren Buffet consideraban los fondos de gestión pasiva como una opción atractiva prácticamente en cualquier escenario inversor. No obstante, una vez expuestos los resultados del presente análisis, es posible realizar una serie de matizaciones a la anterior afirmación. En primer lugar, una de las ideas más extendidas a raíz del boom de la gestión pasiva es creer que la gestión activa no es rentable ni atractiva. Al contrario, como ha sido demostrado a lo largo del presente trabajo, existen fondos de inversión tradicionales capaces de batir al mercado de forma consistente y prolongada en el tiempo. De hecho, 22 de los fondos de inversión gestionados de manera activa (más de un 50% de los mismos) obtuvieron rentabilidades superiores a las obtenidas por los fondos de gestión pasiva indexados. No obstante, dado que el 63% de los FI gestionados de manera activa obtuvieron rentabilidades inferiores a las del ETF Acción Ibex 35 ETF, sería ciertamente interesante realizar un nuevo estudio focalizado en los ETF a fin de comprender mejor su comportamiento en el tiempo.

Por tanto, no es necesario categorizar ambos tipos de gestión tratando de anteponer una a la otra, puesto que inevitablemente se incurría en un grave error dada la heterogeneidad de FI presentes dentro de cada una. Por todo ello, a la vista de los resultados expuestos anteriormente, se puede extraer dos conclusiones finales que no solo ayuden a comprender la evolución y rendimiento de los fondos de inversión de renta variable nacionales sino a diferenciar si realmente la gestión pasiva es una opción rentable y atractiva a la hora de seleccionar fondos de inversión españoles.

En primer lugar, la principal conclusión que podemos extraer del análisis comparativo llevado a cabo es que la gestión activa puede ser más rentable que la gestión pasiva (si se sabe elegir correctamente). En sí misma, esta conclusión pudiese parecer una obviedad; sin embargo, una frase tan simple esconde un gran potencial. El hecho de que la gestión activa haya sido en promedio más rentable que la gestión pasiva demuestra como los mercados financieros nacionales no son absolutamente eficientes siendo posible batirlos a partir de estrategias fundamentadas en la experiencia y el trabajo. A su vez, los resultados obtenidos demuestran como optar por potenciales premisas tales como “la gestión pasiva es mejor que la pasiva o

viceversa” como defienden autores como Burton (2003) son afirmaciones simplistas y generalistas.

En segundo lugar, es realmente importante resaltar el peculiar contexto del panorama nacional de fondos de inversión siendo realmente características la irregularidad, heterogeneidad y concentración de la misma en España. Con algo más de 25 años de historia, los FI en España, y en concreto aquellos de la categoría de renta variable nacional, presentan unas características propias necesarias de resaltar:

- Solo un 28% de los más de 2.300 FI cuentan con recorridos superiores o iguales a los 15 años a pesar de ser estos instrumentos de inversión y ahorro a largo plazo.
- El 54% de los FI a fecha diciembre de 2017 se encontraban gestionados por gestoras de la banca tradicional.
- Los rendimientos de los FI analizados durante los últimos 10 años son altamente heterogéneos dentro de cada una de las categorías englobando rentabilidades altamente polarizadas.

Por todo esto, y en línea con los resultados obtenidos, es posible concluir que el debate entre gestión activa y gestión pasiva dentro de la renta variable nacional parece no tener una respuesta única. Esta conclusión difiere con la defendida por otros autores como Burton (2003), el cual asegura que la gestión pasiva es siempre más atractiva que la gestión activa tanto en mercados de baja como de alta capitalización. No obstante, al no estudiar de primera mano el caso concreto del Ibex 35, es necesario mostrarse escéptico ante las conclusiones alcanzadas por Burton (2003) puesto que la baja diversificación con solo 35 empresas y la amplia concentración sectorial del Ibex 35 puede lastrar la eficiencia del mismo. De hecho, como ha sido demostrado anteriormente, son los FI con menores betas los que mejores rendimientos presentan, decantando de alguna manera más la balanza a favor de la gestión activa.

No obstante, a pesar de que no existan claras evidencias sobre que opción es realmente más rentable, sí que existe un hecho realmente sorprendente. Únicamente el 27% de los fondos de inversión españoles con históricos superiores o iguales a los 15 años obtuvieron rendimientos superiores a los de los bonos españoles. Algo realmente asombroso y alarmante si se considera que ya sea a partir de la gestión activa o pasiva, el objetivo final de cualquier gestión de activos debe de ser el de maximizar el valor final añadido al cliente.

## Bibliografía

- Alexander, C. (2008). *Market Risk Analysis: Quantitative Methods in Finance*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Ancell, K. (2012). The Generation of the First Index Fund. *Chicago Booth Magazine*, 20-27.
- Bogle, J. (2010). *The Little Book of Common Sense Investing*, 20.
- Buffett, W. (2017). *Annual Report 2017 Berkshire Hathaway*. Berkshire Hathaway Inc.
- Bullock, H. (1959). *The Story of Investment Companies*. New York: Columbia University Press.
- Burton, M. G. (2003). Passive Investment Strategies and Efficient Markets. *European Financial Management*, 1-10.
- Carosa, C. (2005). Passive Investing: The Emperor Exposed? *Journal of Financial Planning*, 54-62.
- Castro, M. C. (1965). *Fondos comunes de inversión*. Buenos Aires: Depalma.
- Chan, L. K., & Lakonishok, J. (2004). Value and Growth Investing: Review and Update. *Financial Analysts Journal*, 71.
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., & O'Sullivan, N. (2006). *Mutual Fund Performance*.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2011). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Elton, E., & Gruber, M. (1977). Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution. *Journal of Business*, 50 No. 4, 415-457.
- Fernández, P., & Campo, J. d. (2010). *Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España, 1991-2009*. Madrid: IESE Business School - Universidad de Navarra.
- Fernández, P., Carabias, J. M., & Miguel, L. d. (2007). *Rentabilidad de los Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional en España 1991-2006*. Madrid: IESE. Universidad de Navarra.
- Fernández, P., Ortiz, A., Acín, P. F., & Acín, I. F. (2016). *Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 2000-2015*. Madrid: IESE. Universidad de Navarra.
- Friesen, G. C., & Sapp, T. R. (2007). Mutual fund flows and investor returns: An empirical examination of fund investor timing. *Journal of Banking & Finance* 31:9, 2796-2816.
- García, F., & Guijarro, F. (2011). Crisis bursátil: ¿Es preferible una estrategia de gestión activa o pasiva? *INNOVAR. Revista de Ciencias Administrativas y Sociales Vol. 21 No. 39*, 121-131.
- Gerber, A., & Hens, T. (2009). *Jensen's Alpha in the CAPM with Heterogeneous Beliefs*. Zurich: National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management
- Goetzmann, W., & Kumar, A. (2004). *Equity Portfolio Diversification*. Yale School of Management.

- Grayson, J. (1928). *Investment Trust, Their Origin, Development and Operation*. New York: Wiley & Sons.
- INVERCO. (2007). *Medio siglo de Inversión Colectiva en España*. Madrid: Fundación INVERCO.
- Jensen, M. C. (1969). Risk, The Pricing of Capital Assets, and The Evaluation of Investment Portfolios. *The Journal of Business*, Vol. 42, No. 2., 167-247.
- Lorenzo, F. C. (2003). *Instituciones De Inversión Colectiva En España Desde Una Perspectiva Histórica*. Madrid: Asociación Española de Historia Económica.
- Luenberger, D. G. (1998). *Investment Science*. New York: Oxford University Press.
- Malkiel, B. G. (2003). Passive Investment Strategies and Efficient Markets. *European Financial Management* Vol. 9 No. 1, 1-10.
- Mendoza, A. C., & Sedano, M. Á. (2014). *Estudio sobre las Sociedades Gestoras de la Industria de los Fondos de Inversión*. Santander: Publican.
- Shankar, S. G. (2006). Active Versus Passive Index Management: A Performance Comparison of the S&P and the Russel Indexes. *The Journal of Investing*.
- Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part 2: *Supplement on Security Prices*, 119-138.
- Singh, A. (2014). Exchange Traded Funds. *International Research Journal of Commerce Arts and Science*, 93-98.
- The Vanguard Group. (2017). *Active and passive investing: What you need to know*. Vanguard Asset Management.
- Wermers, R., & Yao, T. (2010). Active vs. Passive Investing and the Efficiency of Individual Stock Prices. *SSRN Electronic Journal*.

## ANEXO

Tipos de Fondos de Inversión	Características definitorias
Monetario a corto plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sin exposición a renta variable, riesgo divisa o materias primas.</li> <li>• Alta calidad crediticia de sus activos</li> <li>• Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente</li> <li>• Duración media de la cartera inferior a 60 días</li> <li>• Vencimiento medio de la cartera inferior a 120 días</li> <li>• Vencimiento legal residual inferior a 397 días</li> </ul>
Monetario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sin exposición a renta variable, riesgo divisa o materias primas.</li> <li>• Alta calidad crediticia de sus activos</li> <li>• Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente</li> <li>• Duración media de la cartera inferior a 60 meses</li> <li>• Vencimiento medio de la cartera inferior a 12 meses</li> <li>• Vencimiento legal residual inferior a 2 años</li> </ul>
Renta fija euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a riesgo divisa menor o igual al 10%</li> <li>• Exposición nula a renta variable</li> </ul>
Renta fija internacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Posible exposición a riesgo divisa superior al 10%</li> <li>• Exposición nula a renta variable</li> </ul>
Renta fija mixta euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a renta variable menor al 30%</li> <li>• Exposición a riesgo divisa menor o igual al 30%</li> </ul>
Renta fija mixta internacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a renta variable menor al 30%</li> <li>• Posible exposición a riesgo divisa superior al 30%</li> </ul>
Renta variable mixta euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a riesgo divisa superior o igual al 30% y menor al 75%</li> <li>• Exposición a riesgo divisa menor o igual al 30%</li> </ul>
Renta variable mixta internacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a riesgo divisa superior o igual al 30% y menor al 75%</li> <li>• Posible exposición a riesgo divisa superior al 30%</li> </ul>
Renta variable euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a renta variable superior al 75%</li> <li>• Exposición a riesgo divisa menor o igual al 30%</li> <li>• El 60% de exposición total de RV debe estar emitida en la zona euro</li> </ul>
Renta variable internacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposición a renta variable superior al 75%</li> </ul>
IIC de gestión pasiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IIC que replican un índice determinado</li> <li>• Fondos cotizados (ETF)</li> <li>• Fondos de inversión con objetivos concretos de rentabilidad no garantizados</li> </ul>
Garantizado de rendimiento fijo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fondos de inversión para los que existe garantía de un tercero por la inversión y un rendimiento acordado</li> </ul>

Garantizado de rendimiento variable	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondos de inversión para los que existe garantía de un tercero por la inversión y un rendimiento ligado a la evolución de un determinado activo</li> </ul>
De garantía parcial	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondos de inversión para los que existe garantía de un tercero por un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial</li> </ul>
Retorno absoluto	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondos con un objetivo de gestión, no garantizado, enfocado en conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica</li> </ul>
Global	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondos cuya política de inversión no encaje en las categorías previamente estipuladas</li> </ul>

Fuente: INVERCO.