



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**GESTIÓN PASIVA Y GESTIÓN ACTIVA EN FONDOS DE INVERSIÓN
DE RENTA VARIABLE EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS**

Presentado por Miguel Aragonese Miranda

Tutelado por Pablo Pérez Coronado

Segovia, 11 de Julio de 2019

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CAPÍTULO 1

LA INVERSIÓN COLECTIVA

1.1.	LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC)	3
1.1.1.	LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN (SI).....	3
1.1.2.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN (FI)	3
1.2.	HISTORIA Y EVOLUCIÓN DE LAS IIC	4
1.3.	TIPOS DE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN	8
1.3.1.	LAS INSTITUCIONES DE CARÁCTER FINANCIERO.....	9
1.3.2.	LAS INSTITUCIONES DE CARÁCTER NO FINANCIERO	9
1.4.	PARTÍCIPES DE LA INVERSIÓN COLECTIVA	9
1.4.1.	LA SOCIEDAD GESTORA.	9
1.4.2.	LA ENTIDAD DEPOSITARIA	10
1.4.3.	ENTIDAD COMERCIALIZADORA.....	11
1.4.4.	PARTÍCIPES Y PARTICIPACIONES.....	11

CAPÍTULO 2

LOS FONDOS DE INVERSIÓN

2.1.	CARACTERÍSTICAS Y FUNCIONAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	15
2.1.1.	SUSCRIPCIONES Y REEMBOLSOS EN LOS FI.	15
2.1.2.	INFORMACIÓN A LOS PARTÍCIPES DE LOS FI.	15
2.2.	COMISIONES MÁXIMAS APLICABLES EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	17
2.3.	VALORACIÓN Y RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN..	18
2.3.1.	VALOR LIQUIDATIVO DE LAS PARTICIPACIONES	18
2.3.2.	DETERMINACIÓN DE LA RENTABILIDAD OBTENIDA EN UN FONDO DE INVERSIÓN	18
2.4.	FISCALIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	19
2.5.	TIPOLOGÍA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	20

CAPÍTULO 3

FACTORES A TENER EN CUENTA PARA REALIZAR INVERSIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN

3.1.	LA NECESIDAD DE INVERTIR. LA INFLACIÓN.....	27
3.2.	EL FACTOR RIESGO-RENDIMIENTO	27

3.3.	LA IMPORTANCIA DEL INTERÉS COMPUESTO Y EL TIEMPO.	29
3.4.	LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS FRENTE A LA RENTABILIDAD DE LOS MERCADOS. EL BENCHMARK Y EL ALPHA.	31
3.5.	LAS RENTABILIDADES PASADAS NO GARANTIZAN RENTABILIDADES FUTURAS.	33

CAPÍTULO 4

EL ESTUDIO DE GESTIÓN PASIVA Y ACTIVA EN FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE EN EUROPEA Y ESTADOS UNIDOS.

4.1.	METODOLOGÍA DEL ESTUDIO	37
4.2.	EL ANÁLISIS ESTADÍSTICO. EL RATIO INFORMACIÓN COMO CRITERIO DE ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.	39
4.3.	RESULTADOS DEL ESTUDIO.	40
CONCLUSIONES.....		45
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS		46
AGRADECIMIENTOS.....		47

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.2.1	Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial desde 1990 hasta 2018.	6
Gráfico 1.2.2	Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial. Patrimonio/Pib (%).	7
Gráfico 1.2.3	Distribución % de los activos financieros de las familias en 2018 en Europa (12) además de España y Alemania, así como Estados Unidos.	8
Gráfico 2.5.1	Distribución del Patrimonio por categorías % de las IIC a nivel mundial en 2018.	23
Gráfico 3.1	Riesgo sistemático y no sistemático.	28
Gráfico 3.3.	Rentabilidad del Índice S&P 500, desde 1915 hasta 2015. Con y sin dividendos.	30

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Elementos patrimoniales y personales de las IIC en función de su forma jurídica.	4
Cuadro 1.4.2	Funciones de la Entidad Depositaria y Gestora.	14
Cuadro 2.1.2	Momento y Forma de ofrecer información a los partícipes, accionistas, CNMV y público general de las IIC.	16

Cuadro 2.2 Comisiones máximas aplicables a los Fondos de Inversión y/o a sus partícipes.....	17
Cuadro 2.5.1 Tipos de Fondos de Inversión según su política de Inversión.....	20
Cuadro 4.3.1 Resultados en medias.....	41
Cuadro 4.3.1 Resultados de Fondos de gestión Activa Europeos que logran más rentabilidad el MSCI EU NR.....	42
Cuadro 4.3.1 Resultados de Fondos de gestión Activa Europeos que logran más rentabilidad el MSCI USA NR.....	43
Cuadro 4.3.3 Resultados Fondos Gestión Pasiva Europeos.....	43
Cuadro 4.3.4 Resultados Fondos Gestión Pasiva Estados Unidos.	44

RESUMEN

En este Trabajo Fin de Grado en Administración y Dirección de empresas, se recoge tras un análisis bibliográfico una parte inicial con la descripción e información necesaria para conocer los Fondos de Inversión en sus distintas variedades. Esta primera parte se subdividirá en dos capítulos: Uno primero que trata la inversión colectiva profundizando en el capítulo dos, acerca de los Fondos de Inversión.

En su segunda parte se muestra un análisis estadístico y estudio de los Fondos de Inversión de Gestión Activa y Pasiva en comparativa, del área geográfica de Estados Unidos y Europeos con el fin de conocer los mercados financieros en esta área, además de ser una iniciación en el conocimiento e investigación de la inversión financiera.

En esta parte nos encontramos con el capítulo tres, referida a los Factores a tener en cuenta para realizar inversiones en Fondos de Inversión, y un cuarto capítulo que muestra el estudio llevado a cabo con los tipos de Fondos comentados anteriormente.

El estudio realizado en el capítulo cuatro es el objetivo de análisis del trabajo, con el cual se ha tratado de analizar una controversia existente en la actualidad entre dos tipologías de Fondos de Inversión y dos teorías en la inversión. Como es la gestión Activa y la gestión Pasiva. Finalmente, en el quinto capítulo se recogen las conclusiones extraídas del estudio.

ABSTRACT

After an initial bibliographic analysis this Final Project in Business Administration and Management has an initial part with the description and information necessary to know the Investment Funds in their different varieties. The first section is divided into two chapters where we talked about collective investment and then it's get deeper into Investment Funds.

In the second section, it has been done a statistical analysis and study of the Investment Funds of Active and Passive Management where it has been compared the area of the United States and Europe in order to know the financial markets. It has been choose those as they are the pathfinder in the research of financial investment.

After that, section three gets into the factors to be taken into account to make investments in Investment Funds, and moreover section fourth shows the study carried out with the types of Funds discussed above.

The study carried out in section five is the main objective of the project, where it has been analyzed a current controversy between two types of Investment Funds and two theories in investment, active management against passive management. Finally, in the fifth chapter the conclusions drawn from the study are collected.

PALABRAS CLAVE

Inversión Colectiva, Instituciones de Inversión Colectiva, Fondo de Inversión, Gestión Activa, Gestión Pasiva, Europa, Estados Unidos.

KEY WORDS

Collective Investment, Collective Investment Institutions, Investment Fund, Active Management, Passive Management, Europe, United States.

CAPÍTULO 1

LA INVERSIÓN COLECTIVA

1.1.LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC)

Las Instituciones de Inversión Colectiva son entidades que sirven como medio a los inversores para que participen en los mercados de capitales, permitiendo a estos el acceso a los mercados y productos financieros de una forma sencilla y económica.

Para obtener la información de este epígrafe 1.1 referido a las Instituciones de Inversión Colectiva hemos tenido en cuenta la información que aparece en el libro de Pablo Larraga e Inma Peña (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva”.

Las (IIC) tienen como función captar fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, valores y otros instrumentos financieros o no. Con el objetivo de proporcionar un rendimiento a raíz de los resultados colectivos.

La forma jurídica de las Instituciones de Inversión Colectiva puede ser de dos tipos:

1.1.1. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN (SI)

Una sociedad de inversión es una Institución de Inversión Colectiva que tiene forma jurídica de Sociedad Anónima cuya función social es captar recursos de diversos inversores para gestionarlos e invertirlos en bienes, valores u otros instrumentos financieros o no. Y de esta forma proporcionar un rendimiento en función de los resultados colectivos.

Sociedad de inversión = IIC con forma jurídica de sociedad anónima. S.A.

Su regulación viene determinada por la Ley 35/2003, del 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en la Ley de Sociedades de Capital. Además, las Sociedades de Inversión se rigen también por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. El capital de estas sociedades tendrá que estar suscrito y desembolsado íntegramente desde la constitución y se representará mediante acciones.

Cualquier individuo que realice una aportación a una (SI) será accionista de esta. Las Sociedades de Inversión Colectiva deberán tener mínimo 100 accionistas y un capital mínimo de constitución de 2,4 millones de Euros.

1.1.2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN (FI)

Un fondo de inversión es una Institución de Inversión Colectiva que no tiene personalidad jurídica. Es el patrimonio que resulta de las aportaciones de diversos inversores para gestionarlos e invertirlos en bienes, valores u otros instrumentos financieros o no. Para proporcionar un rendimiento, establecido en función de los resultados colectivos.

Fondo de Inversión = IIC sin personalidad jurídica.

La diferencia básica de las Sociedades y los Fondos de inversión es únicamente el tipo de personalidad jurídica de cada tipo de institución.

La regulación de los fondos de inversión viene determinada por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Al carecer los Fondos de Inversión

de personalidad jurídica, conlleva que la gestión y representación la deben realizar otras entidades habilitadas para esta tarea, que son las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC). Estas ejercen las funciones de dominio sobre los fondos de inversión, pero no son las propietarias. A su vez se necesita una Entidad Depositaria. Los inversores que realizan aportaciones a los Fondos de Inversión son considerados partícipes al recibir participaciones de los (FI). Los Fondos de Inversión deben tener como mínimo 100 partícipes y un capital mínimo de constitución de 3 millones de Euros.

En la siguiente tabla 1.1. se resume según el portal web de INVERCO los elementos patrimoniales y personales de las Instituciones de Inversión Colectiva en función de la forma jurídica que presenta, como se ha explicado antes en el apartado 1.1.1 de las SI y en el apartado 1.1.2 de los FI.

Cuadro 1.1 Elementos patrimoniales y personales de las IIC en función de su forma jurídica.

Elementos patrimoniales y personales de las IIC

	Elemento personal (inversor)	Elemento patrimonial (valor emitido)
FI	Partícipe: Quien realiza la aportación al patrimonio común / suscribe la participación	Participación: Parte alícuota en que se divide el patrimonio del FI
SI	Accionista: Quien realiza la aportación al capital social / adquiere la acción	Acción: Parte alícuota del capital social

Fuente INVERCO

1.2.HISTORIA Y EVOLUCIÓN DE LAS IIC

Para elaborar este epígrafe referido a la historia y la evolución de las IIC se ha extraído información de la publicación de Fernando García Carnero (2003), “Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”, publicada por la Asociación Española de Historia Económica que trata los trabajos de I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) y J.M. Prats Esteve (1971), citado a su vez por INVERCO (2007) en “Medio siglo de Inversión Colectiva en España”.

Si queremos encontrar el origen de las Instituciones de Inversión colectiva nos tenemos que remontar a finales de la Edad Media, según lo expuesto por García Camero en su libro “Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”. Momento en el que en Alemania (Augsbourg), los comerciantes banqueros gestionaban las inversiones de capital de la población.

Ya en el siglo XVII los “*Administratie Kantooren*” holandeses hacían de intermediarios con títulos emitidos por las sociedades mercantiles que ponían en manos de los suscriptores potenciales.

Y es en el mismo siglo XVIII en Escocia y Bélgica donde nos encontramos con los “*Parish Trust*” son las parroquias de algunas zonas de estos dos países las cuales querían recaudar los ahorros de los fieles e invertirlo en inversiones para obtener una rentabilidad. Aunque en el siglo XIX estas entidades se considerarían bancos en vez de Instituciones de Inversión Colectiva.

Muchos autores basándose en el estudio de J.C. Gilbert (1939) y G. Glasgow (1932), señalan los “*investment trust británicos*” de la década de 1860 como las primeras Instituciones de Inversión Colectiva. Robert Fleming es conocido como el gran impulsor en estos años, acumulando más de 115 millones de libras esterlinas en sus diferentes sociedades.

Es en Reino Unido a finales del siglo XIX cuando se nota un auge en las Instituciones de Inversión Colectiva teniendo casi un centenar de estas. Los inversores tuvieron que hacer frente a la quiebra de la banca *Baring* o la convulsión argentina. Lo que originó la desaparición de muchas IIC. Pero gracias a los “*investment trust*” más antiguos, que tenían un mayor margen de maniobra, surgió de nuevo un crecimiento de las IIC durante y pasada la primera Guerra Mundial.

En Estados Unidos hay que remontarse al año 1893 con la creación de “*Boston Personal Property Trust*” una entidad centrada en las inversiones inmobiliarias que fue derivando en los valores. En 1904 surgió la sociedad “*Railway and Light Securities Company*” con apoyo del Gobierno de EEUU. Pero no será hasta la década de 1920 cuando las IIC aumenten considerablemente alcanzando los 7.000 millones de dólares.

Había algunas diferencias entre las sociedades Europeas y Americanas. Las primeras optaban por los valores seguros de títulos de deuda pública de países extranjeros, pero se vieron perjudicadas por la doble imposición de sus países. Sin embargo, en Estados Unidos se prefería invertir en valores con más riesgo de las empresas privadas nacionales.

Hay autores como J.K. Galbraith (1991), C. Lee, A. Shleifer y R. Thaler (1990 y 1991) que acusan en parte a las IIC americanas de la crisis bursátil de 1929 en Nueva York. Esta caída de Wall Street no afectó a los *trust* más antiguos. Es más, en estos años se potenciaron las Sociedades y los Fondos de Inversión. Como por ejemplo en 1929 en Luxemburgo con los *holding*, los cuales tenían beneficios fiscales. Suiza en 1930 con la “*Société Internationale de Placements*”, que ofrecía refugio para los capitales procedentes de todo el mundo. O Sudáfrica en 1934.

Tras la grave crisis de los años treinta Gran Bretaña y Estados Unidos fueron algunos de los países que tomaron medidas para proteger a los partícipes de las IIC. Lo cual recuperó la confianza de los inversores. Así las IIC se expandieron a países como Alemania 1950 con los fondos *Fondra* y *Fondak*, Japón, Francia o Bélgica. Cabe destacar en 1959 el primer fondo de la Comunidad Económica Europea con domicilio en Luxemburgo, Eurunion. Esta evolución de las IIC así como su patrimonio, siguió su tendencia al alza en las últimas décadas del siglo XX.

En España nos remitimos como primer precedente de los Fondos de Inversión a la Ley sobre Sociedades de Inversión que se promulgó en 1952, sustituida años después en 1958.

Sólo estaban reguladas las Sociedades de tipo cerrado o de Capital Fijo. Y es que la población española no estaba acostumbrada a oportunidades inversoras más allá de los depósitos.

En 1964 se creó ya una nueva ley autorizándose las Sociedades de capital Variable y de Fondos de Inversión tanto Mobiliarios como Inmobiliarios. En la década de 1960 no se produjo un gran auge en las Sociedades de Inversión Colectiva con los Fondos de Inversión como producto ya que en un carácter general la población desconfiaba y se cuestionaba si de verdad eran eficaces, en parte por la mentalidad que se tenía en España, acostumbrada a las tarifas fijas de los depósitos.

Pese a estas contras nos vamos a encontrar con los tres primeros fondos españoles Nuvofondo, Crecinco e Inspa creados a partir de 1966 por Gestoras españolas: Gesfondo, Hispanibec y Gestinver respectivamente, con carteras compuestas principalmente por valores de bancos.

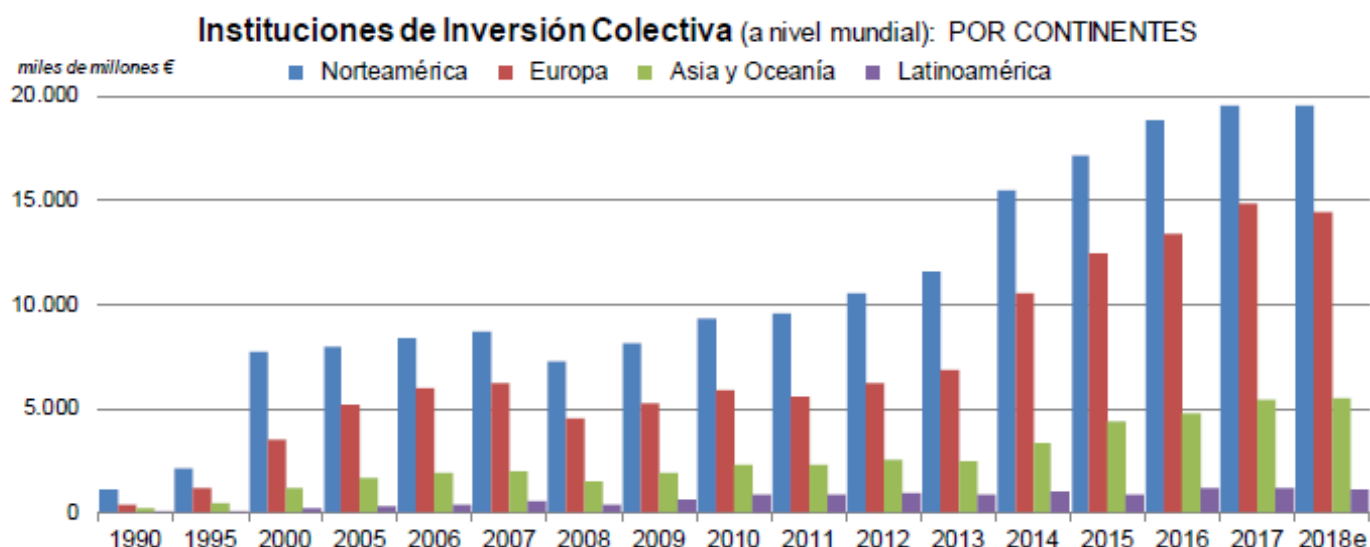
El problema añadido de la poca difusión de los medios sumado al desconocimiento de la existencia de estas nuevas formas de inversión tendrá fin a partir de 1967. Momento en el que la gestora Sogeval de mano del Banco Popular lanzarán el fondo Eurovalor. Un producto con éxito que provocará el crecimiento en cuanto a patrimonio y despegue en este año de los Fondos de Inversión en España.

Las entidades de crédito a partir de 1991 empezarán a promocionar de forma más continuada los Fondos de Inversión provocando el crecimiento de las gestoras en esta última década del siglo XX apoyadas de leyes menos restrictivas a la inversión.

La ley en la que se apoyan hoy en día en España las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Inversión es la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Pero cada país tiene sus propias leyes en esta materia en las que se incluyen variaciones.

En el gráfico 1.2.1 podemos ver en miles de millones la evolución y la situación actual del Patrimonio que gestionan las IIC a nivel mundial. En donde vemos la trascendencia que ha tenido el origen en la historia de las IIC en las diferentes regiones del Mundo.

Gráfico 1.2.1 Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial desde 1990 hasta 2018.



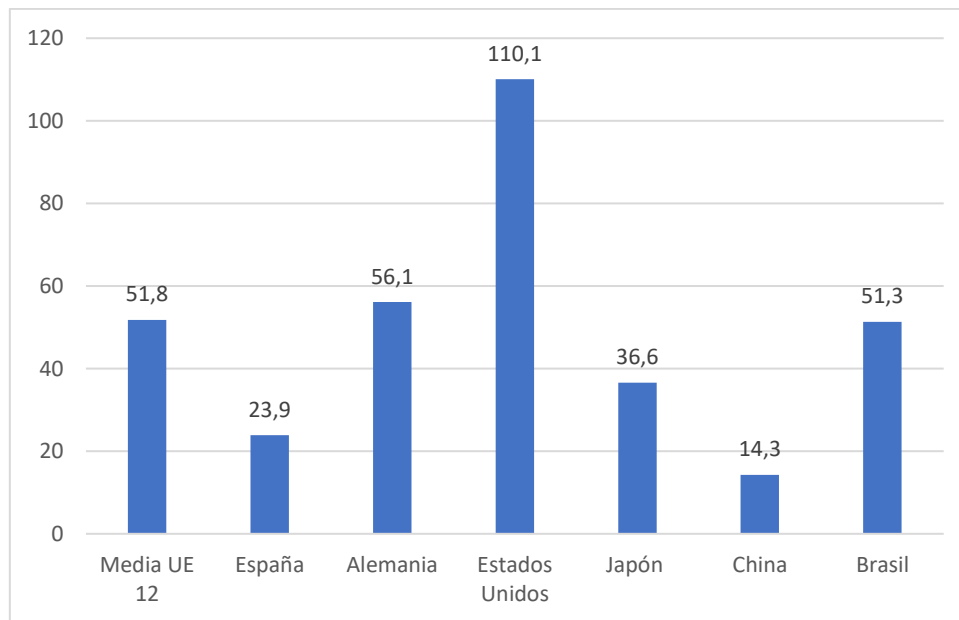
Fuente INVERCO.

Observamos que siempre están en primer lugar con un mayor Patrimonio las IIC Norteamericanas, seguidas de las Europeas y a gran distancia las IIC de Asia y Oceanía y Latinoamérica. Esto tiene mucha relación con la población residente en cada una de las cuatro regiones explicadas. Pero también por las posturas frente al riesgo. Tema que analizaremos en una vez visto las tipologías de los Fondos de Inversión epígrafe 2.5.

Otro aspecto clave para entender el Patrimonio total (en miles de millones) de las Instituciones de Inversión Colectiva, es el porcentaje que se dedica a las Instituciones de Inversión Colectiva en cada región del mundo, en función del PIB. Es decir, el

porcentaje que dedican familias y empresas a la inversión en Fondos de Inversión, Sicav, Planes de Pensiones etc en función del Producto Interior Bruto. Como se muestra en el gráfico 1.2.2 de las Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial. Patrimonio/Pib (%).

Gráfico 1.2.2 Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial. Patrimonio/Pib (%).



Fuente INVERCO. Elaboración propia.

Se puede apreciar en el gráfico el diferente Patrimonio que tienen las IIC en función del PIB %. Destaca claramente Estados Unidos, país en el cual el Patrimonio que tienen las IIC es el 110,1% del PIB. Una cifra bastante clara de la propensión de la inversión en dicho país si tenemos en cuenta la media Europea (12) en la cual el Patrimonio de las IIC en función del PIB es el 51,8%, muy similar a Brasil.

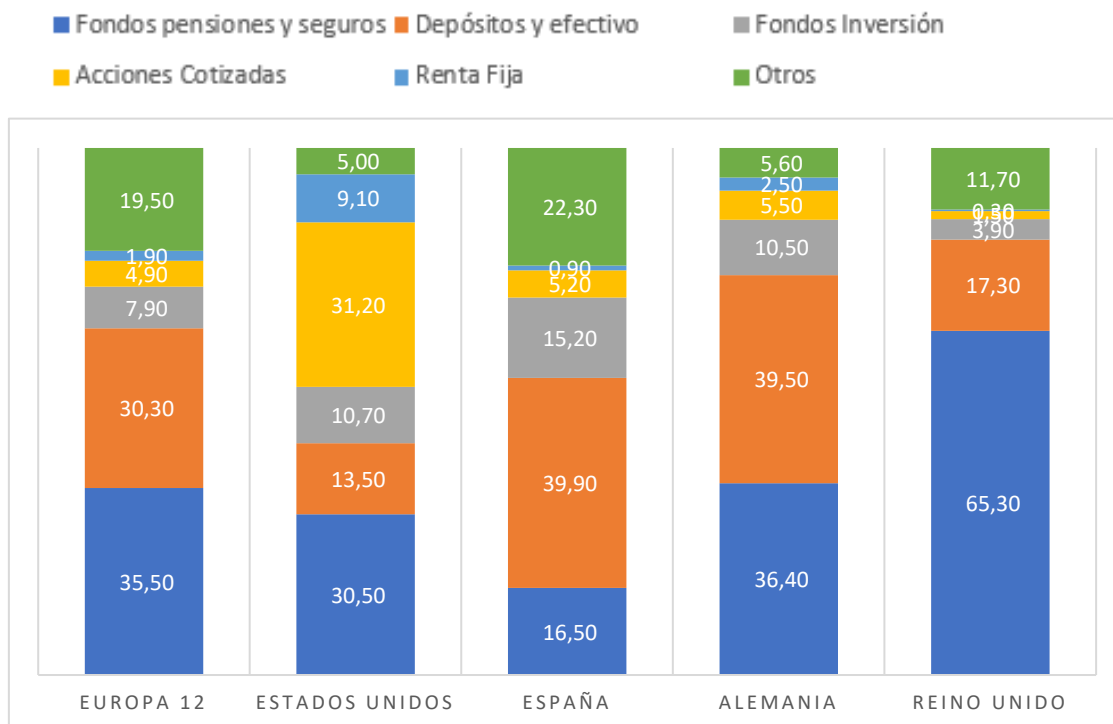
Lejos de estas cifras se encuentran las dos potencias Asiáticas Japón con un 36,6% y China con un 14,3% del Patrimonio en IIC en función de su PIB.

España se encuentra muy por debajo de la media Europea, con tan sólo un 23,9% del Patrimonio en IIC en función del PIB.

Estos datos explican de forma muy clara el Gráfico 1.2.1 de la Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial desde 1990 hasta 2018. Ya que dependiendo del Patrimonio en porcentaje en función del PIB podemos justificar la mayor importancia que se da a las IIC en los diferentes países. Y más si los porcentajes que más destacan son los que tienen un PIB mayor, como es el caso de Estados Unidos y Europa.

A continuación, se muestra el gráfico 1.2.3 que ofrece en porcentaje la diferente distribución de los activos financieros de las familias en 2018. Tanto en Europa y países que la forman como España, Alemania y Reino Unido como en Estados Unidos.

Gráfico 1.2.3 Distribución % de los activos financieros de las familias en 2018 en Europa (12) además de España y Alemania, así como Estados Unidos.



Fuente INVERCO y Legorburo Consultores. Elaboración propia.

Se pueden apreciar las diversas vocaciones inversoras que se tiene en Estados Unidos y Europa. Destaca la tendencia conservadora en Europa con más de un 30% de los activos financieros en depósitos. Estando España y Alemania por encima de la media. Y por otra parte la tendencia de las familias de Estados Unidos que invierten más de un 30% en Acciones Cotizadas o más de un 10% en Fondos de Inversión. Aunque como veremos en el cuadro 2.5.1 las diferentes formas de invertir en los Fondos de Inversión son muy diferentes entre los países, especialmente Europa y Estados Unidos.

Cabe destacar la propensión que se tiene en Europa y Estados Unidos por los seguros y los Planes de pensiones, los cuales ocupan en ambos casos más de un 30% de los activos financieros de las familias. Teniendo en cuenta las excepciones en Europa de familias como las españolas que sólo dedican un 16,5% a los seguros y los Planes de pensiones, frente al 65,3% que aportan las familias de Reino Unido a esta categoría de activos financieros.

1.3.TIPOS DE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

Según la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y su Reglamento, los Fondos de Inversión y las Sociedades pueden tener carácter financiero o carácter no financiero.

Para obtener la información de este epígrafe 1.3 referido a los tipos de Sociedades y Fondos de inversión, hemos tenido en cuenta la información que aparece en el libro de Pablo Larraga e Inma Peña (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva”.

1.3.1. LAS INSTITUCIONES DE CARÁCTER FINANCIERO

Las IIC de carácter financiero tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros como los activos monetarios, activos de renta fija, activos de renta variable, instrumentos financieros derivados etc.

- Las Sociedades de Inversión de carácter financiero se conocen como SICAV o Sociedad de Inversión de Capital Variable.
- Los Fondos de Inversión de carácter financiero se conocen como FI incluyendo la expresión Fondo de Inversión.

1.3.2. LAS INSTITUCIONES DE CARÁCTER NO FINANCIERO

Las IIC de carácter no financiero son aquellas que no tienen como objetivo invertir en activos financieros. Como pueden ser las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias SII, o los Fondos de Inversión Inmobiliarios IIC.

1.4. PARTICIPES DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

Para obtener la información de este epígrafe 1.4 referido a los Partícipes de la inversión colectiva, hemos tenido en cuenta la información que aparece en el libro de Pablo Larraga e Inma Peña (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva”.

1.4.1. LA SOCIEDAD GESTORA.

Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) son Sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en administrar, representar, gestionar las inversiones y las suscripciones y reembolsos de los Fondos y Sociedades de Inversión.

La Sociedad Gestora recibe unos ingresos de la IIC como contraprestación a los servicios los cuales están recogidos en el epígrafe de Comisión de Gestión.

Las funciones de las Sociedades Gestoras son las siguientes:

- Administración las IIC. Realizan las suscripciones, reembolsos, compras y ventas de los activos etc. Además de calcular diariamente el valor de las participaciones/acciones conocido como Valor liquidativo. Y a la vez de llevar la contabilidad de las IIC.
- Representación legal de las IIC. Relevante en los Fondos de Inversión al carecer de personalidad jurídica, para la realización de cualquier trámite legal.
- Gestión de las inversiones. La gestora decide los activos en los que se materializan los recursos de las IIC. así como las estrategias de inversión.
- Gestión de suscripciones y reembolsos. La gestora está obligada a llevar el mantenimiento y registro de los documentos con las participaciones de los Fondos de Inversión.

- Redacción del Reglamento de Gestión y Escritura de Constitución y posteriores modificaciones o liquidación de las IIC. Así como el folleto de la IIC conjunto a la Entidad Depositaria.
- Elaboración de información de las IIC para los partícipes o accionistas y organismos oficiales como la CNMV.
- Vigilancia de la Entidad Depositaria. La SGIIC exige responsabilidades de las funciones a la Entidad Depositaria en nombre de los partícipes y accionistas.
- Atención al cliente. Las SGIIC están obligadas a resolver y atender las quejas y reclamaciones de los accionistas y partícipes de las IIC.

Con autorización de la CNMV las SGIIC pueden ampliar sus funciones:

- Gestión individualizada de carteras de inversiones, incluidas las que pertenecen a los Fondos de Inversión.
- Administrar, representar, gestionar y comercializar fondos de capital riesgo.
- Asesoramiento sobre inversiones.
- Comercialización de acciones o participaciones de IIC directamente o a través de agentes.

1.4.2. LA ENTIDAD DEPOSITARIA

Es la encargada del depósito y custodia del efectivo y los activos objeto de las inversiones de las IIC. Así como su vigilancia en la gestión de las SGIIC o los administradores de las Sociedades de Inversión. Pueden ser Entidad depositaria las cajas de ahorro, bancos, cooperativas de crédito, las sociedades y las agencias de valores.

Las funciones de las Entidades Depositarias son las siguientes:

- Redacción del Reglamento de Gestión y Escritura de Constitución, así como sus modificaciones y liquidación.
- Depósito y Custodia de los activos de la IIC.
- Vigilancia y supervisión de la gestión realizada por la SGIIC.
- Gestión y tramitación de las órdenes de suscripción y reembolso de las participaciones autorizadas por la Sociedad Gestora. Actúa como pagadora y cobradora de los partícipes.
- Emisión de los certificados de las participaciones de los Fondos de Inversión en unión con la Sociedad Gestora.

La separación jurídica y funcional de la Gestora y la Entidad Depositaria ofrece mayor seguridad a los partícipes, aumentando garantías de buen funcionamiento de las IIC.

A continuación, se muestra el cuadro 1.4.2 con las funciones esquemáticas de dos partícipes en los Fondos de Inversión, la Entidad Depositaria y la Gestora.

Cuadro 1.4.2 Funciones de la Entidad Depositaria y Gestora.

Sociedad Gestora	Entidad Depositaria
Decide y ejecuta órdenes	Custodia de efectivo IIC
Contabiliza	Custodia de Valores
Controla al Depositario	Controla a la SGIIC

Elaboración propia

1.4.3. ENTIDAD COMERCIALIZADORA

Son las personas físicas o jurídicas que establecen una relación contractual con la Sociedad Gestora para llevar a cabo la actividad comercial de las IIC.

Las Entidades Comercializadoras suelen ser los bancos, cajas, sociedades de valores, agencias de valores etc. Pero si la CNMV lo autoriza también puede ser entidad comercializadora la propia Sociedad Gestora.

1.4.4. PARTÍCIPES Y PARTICIPACIONES

Los partícipes son las personas tanto físicas como jurídicas que adquieren participaciones de un fondo de inversión. En este caso son los propietarios del fondo. Y respecto a las Sociedades de Inversión los partícipes son los accionistas.

Los partícipes tienen los siguientes derechos:

- Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones.
- Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC según establece la Ley.
- Obtener la información completa, veraz y precisa permanente sobre el fondo, el valor de las participaciones, así como la posición del partícipe del fondo.
- Exigir responsabilidades a la Gestora y al Depositario por el incumplimiento de sus obligaciones legales.
- Acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente.

Las participaciones son las partes alícuotas en las que se divide el patrimonio de un fondo. Es la unidad de compra o venta de los Fondos de Inversión y representa la propiedad de los partícipes.

- No tienen valor nominal.
- Son valores negociables, aunque no se suelen negociar excepto en el caso de los ETF.
- Se pueden representar con certificados nominativos o amortizaciones de cuenta.
- Se pueden suscribir o reembolsar fracciones de esas participaciones.

CAPÍTULO 2

LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1.1.CARACTERÍSTICAS Y FUNCIONAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

El funcionamiento de un Fondo de inversión consiste en la realización de aportaciones por parte de los inversores, esto forma el patrimonio del fondo. Las participaciones son propiedad del inversor y comercializadas por una entidad financiera.

Tras la decisión de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión (SGIIC) las suscripciones se invierten en diferentes valores financieros y las Entidades de Depositarias custodian esos valores.

Para obtener la información de este epígrafe 1.5 referido a las Características y Funcionamiento de los fondos de Inversión, hemos tenido en cuenta la información que aparece en el libro de Pablo Larraga e Inma Peña (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva”.

1.1.1. SUSCRIPCIONES Y REEMBOLSOS EN LOS FI.

Una Suscripción es la acción de adquirir o comprar participaciones por parte de un inversor. Y un Reembolso por el contrario la acción de vender las participaciones por un inversor. Para que se puedan comprar o vender participaciones no es necesario que otro inversor realice la operación contraria. Ya que la Gestora y el Depositario se encargan de facilitar liquidez contra los activos del propio fondo.

La fecha del valor aplicable a las suscripciones y reembolsos viene determinada por el Fondo de Inversión. Y generalmente es el valor liquidativo del mismo día en el que se quiere realizar una de las dos acciones. Aunque puede ser en algunos casos el día siguiente de las operaciones.

El valor mínimo o máximo de las suscripciones viene determinado también por el Fondo de Inversión en su propio Folleto. Para de esta forma captar partícipes con patrimonios determinados.

La liquidez de las participaciones viene establecida por la normativa y debe estar presente en el Folleto del Fondo. Los reembolsos deben ejecutarse en un plazo de tres días hábiles desde la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud. Aunque se puede extender en casos de fondos extranjeros o para reembolsos importantes.

1.1.2.INFORMACIÓN A LOS PARTÍCIPES DE LOS FI.

En muchos activos financieros los inversores desconocen los costes, riesgos o pérdidas de la inversión los cuales pueden llegar a ser ilimitados. Sin embargo, las Sociedades Gestoras de Inversión Colectiva dentro de sus obligaciones, deben publicar a la CNMV y para cada inversor del Fondo de Inversión la siguiente información que enumeramos a continuación según la hemos podido recoger en el portal de INVERCO en su apartado de “Información a los partícipes”.

- Un folleto con la información prevista en la normativa de las IIC, además de los estatutos y el reglamento del FI.

- Un DFI o Documento con los datos Fundamentales para el Inversor en lenguaje no técnico que permita al inversor analizar, comprender y comparar la inversión, con los datos fundamentales para el inversor. En concreto:
 - La identificación del FI con su código ISIN (International Securities Identification Number) correspondiente.
 - Descripción del objetivo de la inversión y la política a seguir.
 - Los rendimientos históricos o la rentabilidad.
 - Los costes, comisiones y gastos asociados al FI.
 - El perfil del riesgo de la inversión, con avisos en relación al riesgo acometido.
- Un informe anual con las cuentas, la gestión, auditorías e información de la normativa llevada a cabo en el periodo.
- Dos informes trimestrales y uno semestral con documentación de:
 - Patrimonio
 - Número de participaciones
 - Acciones en circulación
 - Cartera de títulos
 - Movimiento de activos
 - Valor liquidativo por participación
 - Cuadro que compare los tres últimos ejercicios

En el cuadro 2.1.2 que vemos a continuación se resume lo descrito anteriormente sobre la información, momento y la manera de proporcionarla señalando el destinatario ya sea el partícipe o accionista, la CNMV y al público en general.

Cuadro 2.1.2 Momento y Forma de ofrecer información a los partícipes, accionistas,

INFORMACIÓN A PROPORCIONAR EN RELACIÓN CON LAS IIC

Entrega/ acceso Información	Al partícipe o accionista		A CNMV	Al público
	Antes de suscribir	Tras suscribir		
Folleto	Previa solicitud	X	Incorporación a sus Registros públicos	su para público en Publicación al difusión general
Documento con los datos fundamentales para el inversor	En todo caso			
Informe anual	El último, previa solicitud	En todo caso, salvo renuncia expresa		
Informe semestral	El último, en todo caso			
Informes trimestrales	El último, previa solicitud	Previa solicitud		

CNMV y público general de las IIC.

Fuente INVERCO

Los Fondos de Inversión deben también ofrecer información a la CNMV e incluir en los informes sobre los siguientes aspectos que nombramos a continuación:

- Hechos relevantes para el FI cuyo contenido afecte al inversor para adquirir o transmitir las participaciones.
- Participaciones significativas en los FI. Son las posiciones del propio Patrimonio del Fondo que puedan alcanzar, superar o descender el 20, 40, 80, ó 100%.

1.2. COMISIONES MÁXIMAS APLICABLES EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

El portal de INVERCO en su apartado de “Comisiones y Gastos de los Fondos de Inversión” ha sido la fuente de información para elaborar este epígrafe, en el que se describen las comisiones y gastos que soportan las diferentes partes que forman un Fondo de Inversión.

Los Fondos de Inversión pueden imponer comisiones tanto de Gestión como de Depósito a las SGIIC y a los Depositarios. A su vez los Comercializadores pueden recibir comisiones de intermediación de los FI. Y las SGIIC recibir de los partícipes comisiones por suscripción y reembolso.

- Las comisiones de depósito y gestión siempre deberán ser iguales para todas las participaciones de una clase.
- Las comisiones de suscripción y reembolso de las participaciones sólo podrán distinguirse por condiciones objetivas y no discriminatorias.

Las SGIIC deben realizar un sistema de comisiones sobre resultados para evitar que un partícipe soporte comisiones por beneficios, en el caso de que el valor liquidativo de sus participaciones es inferior al valor alcanzado por el fondo. Por ello se explicará en el Folleto si se elige una imputación general o individual teniendo en cuenta los resultados del FI.

Además, las SGIIC tienen la posibilidad de acordar con los partícipes la devolución de las comisiones cobradas. Condición que también debe aparecer en el Folleto.

Los tipos de comisiones, así como los límites máximos de forma general son los que se muestran en el siguiente cuadro 2.2 según la fuente de INVERCO.

Cuadro 2.2 Comisiones máximas aplicables a los Fondos de Inversión y/o a sus partícipes.

Tipo de comisiones		Límites máximos
Comisión de gestión	Sobre patrimonio únicamente	En términos anuales, 2,25% del patrimonio
	Sobre resultados únicamente	En términos anuales, 18% de los resultados
	Sobre patrimonio y resultados	En términos anuales, 1,35% del patrimonio y 9% de los resultados
Comisiones de suscripción y reembolso, Descuentos a favor del Fondo practicados en las suscripciones y reembolsos, Total de estas comisiones y descuentos		5% del valor liquidativo de las participaciones
Comisión del Depositario		2 por mil anual del patrimonio

Fuente: INVERCO

Estas comisiones deben cumplir la normativa y deben aparecer siempre en el Folleto del Fondo de Inversión como se trata en el epígrafe de Información a los Partícipes.

Si hubiera gastos restantes tendrían que aparecer justificados en el Folleto describiendo los servicios imprescindibles para el buen desarrollo de la gestión en el FI. Sin solaparse con las otras comisiones citadas anteriormente.

1.3. VALORACIÓN Y RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

Para obtener la información de este epígrafe 1.6 Valoración y rendimiento de los fondos de inversión, hemos tenido en cuenta la información que aparece en el libro de Pablo Larraga e Inma Peña (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva”.

1.3.1. VALOR LIQUIDATIVO DE LAS PARTICIPACIONES

Es necesaria la valoración diaria de los Fondos de Inversión para poder saber el precio de los reembolsos y suscripciones. Esta valoración viene determinada por la valoración del patrimonio del propio FI.

Se muestra a continuación el Cálculo del Patrimonio de un fondo de Inversión.

$$\begin{aligned} &+ \text{Valor de mercado de los activos de la cartera (valor actualizado)} \\ &+ \text{Intereses, Dividendos y otros ingresos} \\ &- \text{Comisiones de Gestión y Comisión de Depósito} \\ &- \text{Impuesto de Sociedades, Gastos Auditoría, Lucro Cesante y Otros gastos} \\ \hline &= \text{PATRIMONIO DEL FONDO} \end{aligned}$$

Al obtener el Patrimonio total de un fondo que como podemos observar depende de la evolución de los activos que componen la cartera, los tipos de interés y las cotizaciones bursátiles. Podemos calcular el Valor Liquidativo o precio de las participaciones. Dividiendo el Patrimonio entre el número de participaciones.

La valoración de los activos en los que invierte el Fondo determina la valoración de cada participación del inversor (valor liquidativo).

Mostramos a continuación el Cálculo del Valor Liquidativo de la Participación.

$$\text{Valor Liquidativo de la Participación} = \frac{\text{Patrimonio del Fondo}}{\text{Número de Participaciones}}$$

1.3.2. DETERMINACIÓN DE LA RENTABILIDAD OBTENIDA EN UN FONDO DE INVERSIÓN

Los Fondos de Inversión pueden seguir dos criterios en función de la distribución de los beneficios obtenidos.

- Fondos Acumulativos. Los rendimientos o pérdidas del Patrimonio se muestran en el valor liquidativo de las Participaciones. No se reparten los beneficios en forma de dividendos ni de más participaciones.
- Fondos de Reparto. Se reparten los beneficios que se han obtenido en forma de dividendos periódicamente.

La rentabilidad de un fondo se calcula de la siguiente forma.

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Valor Liquidativo Actual} - \text{Valor Liquidativo Inicial}}{\text{Valor Liquidativo Inicial}} \times 100$$

1.4.FISCALIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

La fiscalidad de los Fondos de Inversión se puede enfocar desde dos puntos de vista. El primero es lo que paga un inversor por invertir en el FI. Y el segundo es lo que se paga por los beneficios que genera el propio Fondo de inversión.

Para elaborar este epígrafe 2.4 sobre la Fiscalidad de los Fondos de Inversión hemos consultado los portales web de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) referida a la Imposición de los Fondos de Inversión, y de la AEAT (Agencia Estatal de Administración Tributaria en sus apartados del Impuesto de Sociedades referido a las IIC y lo propio en el apartado del IRPF. Además, hemos tenido en cuenta la publicación de Albert Sagués (2009) “Fiscalidad de los productos y operaciones financieras: Marco tributario de las operaciones financieras y fiscalidad de los principales productos financieros”

Cuando nos referimos a la fiscalidad del propio Fondo de Inversión. Los FI tributan en el Impuesto de Sociedades al 1%. Es decir, indirectamente el inversor paga un 1% por tener sus ahorros en un Fondo de Inversión. Pero no tiene que hacer nada porque diariamente este 1% se deduce del valor del FI.

Por otro lado, los beneficios que se puedan producir en los fondos de inversión en el caso de los fondos de acumulación son considerados Ganancias o Pérdidas Patrimoniales. Y por ello tienen una tributación en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Los beneficios obtenidos se incluyen en la Base Imponible del Ahorro. Sin embargo, hay Fondos de Inversión que reparten los beneficios, y esos repartos se consideran fiscalmente rendimientos.

Los Fondos de Inversión tienen unas ventajas fiscales:

- Los traspasos entre fondos generalmente son a coste 0. Incluso entre entidades bancarias o gestoras diferentes. Estos traspasos se pueden realizar en cualquier momento y sin pagar impuestos por las ganancias acumuladas. Puede haber excepciones de Fondos como los de tipo Garantizado, en los que para traspasar el Fondo a coste 0, haya que ajustarse a los plazos que ofrece la entidad.
- Las plusvalías o minusvalías (Ganancias o Pérdidas Patrimoniales) no se producen hasta que no se venden las participaciones. Momento que decide siempre el inversor, por lo tanto, puede decidir también el momento de la tributación. Si se mantiene la inversión, aunque el valor liquidativo de las participaciones en el Fondo aumente y haya una rentabilidad acumulada no se pagan los impuestos.
- Los beneficios se pueden compensar con pérdidas en determinadas condiciones por ejemplo con pérdidas de otros FI, acciones etc.

La tributación es diferente dependiendo del país donde se realice la inversión. En España esta tributación en el IRPF se realiza de la siguiente forma.

- Por los primeros 6.000 euros de beneficio, se tributa 19%.
- Por los siguientes 44.000 euros de beneficio, se tributa el 21%.
- Por una cantidad mayor a 50.000 euros, se tributa el 23%.

Los porcentajes cambian en el País Vasco y Navarra.

1.5.TIPOLOGÍA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los Fondos de Inversión se pueden clasificar en diferentes categorías. La más usada y la cual vamos a explicar, es en función de la política de inversión que cada fondo defina en el folleto. En este caso vamos a emplear como fuente de información los criterios de vocación inversora según INVERCO que nombramos a continuación:

- Las IIC deben cumplir la política propia que se explique en el folleto. Aunque puede haber casos y excepciones en los que se admita de forma temporal en un máximo de tres meses la reducción del riesgo, considerándose una situación de tránsito.
- El Patrimonio de la IIC será considerado como base para el cálculo de los porcentajes de inversión de los diferentes tipos de inversión.
- Se tendrán en cuenta las inversiones de derivados y de contado.
- Para calcular el plazo de la renta fija se medirá la duración media de la cartera de contado y de los derivados.
- Las IIC que inviertan en otras IIC serán consideradas según el carácter de las IIC subyacente.
- Las participaciones preferentes se consideran activos de renta fija.
- Los bonos convertibles se asimilarán a un activo de renta fija que incorpore un derivado de renta variable con subyacente.

Según los criterios mencionados anteriormente y con el portal web de INVERCO en su apartado de “Clases de fondos de inversión” se ha realizado el cuadro 2.5 que contiene los diferentes tipos de fondos según su exposición a renta variable y al riesgo divisa. Así como las características específicas de cada clase.

Cuadro 2.5.1 Tipos de Fondos de Inversión según su política de Inversión.

TIPO DE FONDO	EXPOSICIÓN A RENTA VARIABLE	EXPOSICIÓN A RIESGO DIVISA	OTRAS CARACTERÍSTICAS
Monetario a corto plazo	0	0	<p>No tienen exposición a materias primas.</p> <p>El objetivo es obtener rentabilidad acorde al tipo de interés en el mercado monetario.</p> <p>Deben aceptar suscripciones y reembolsos de las participaciones diariamente.</p> <p>La duración media de la cartera ≤ 60 días.</p> <p>El vencimiento medio de la cartera ≤ 120 días.</p> <p>Vencimiento legal residual de los activos ≤ 397 días.</p>
Monetario	0	0	<p>No tienen exposición a materias primas.</p> <p>El objetivo es obtener rentabilidad acorde al tipo de interés en el mercado monetario.</p> <p>Deben aceptar suscripciones y reembolsos de las participaciones diariamente.</p> <p>La duración media de la cartera ≤ 6 meses.</p> <p>El vencimiento medio de la cartera ≤ 12 meses.</p> <p>Vencimiento legal residual de los activos ≤ 2 años. Con un plazo para la revisión del tipo de interés sea ≤ 397 días.</p>
Renta fija	0	~10%	<p>Ausencia de exposición a renta variable</p> <p>Posibilidad de tener una exposición a riesgo divisa aproximado del 10%</p>
Renta fija mixta	<30%	~30%	<p>Exposición a renta variable menor al 30% en la renta fija mixta y entre un 30 y</p>

Renta variable mixta	$\geq 30\% \leq 75\%$	~30%	75% de exposición de renta variable en el caso de renta variable mixta La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no podrá superar el 30% en fondos nacionales y sí lo podrá superar en fondos internacionales.
Renta variable	$\geq 75\%$	~30%	La exposición a renta variable deberá ser siempre superior al 75%. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no podrá superar el 30% en fondos nacionales y sí lo podrá superar en fondos internacionales.
IIC de Gestión Pasiva	Fondos que replican o reproducen un índice, donde se incluyesen los ETF o fondos cotizados. Así como los fondos con objetivo de rentabilidad no garantizados.		
Garantizado de rendimiento fijo	Fondos en los que existe la garantía de un tercero asegurando la inversión más un rendimiento fijo.		
Garantizado de rendimiento variable	Fondos en los que existe la garantía de un tercero en ocasiones que realice una gestión activa de parte del patrimonio que asegura la recuperación inicial más una cantidad en relación a la evolución de la renta variable, divisa u otros activos.		
Garantía parcial	La gestión tiene una rentabilidad a vencimiento, en relación a la evolución de la renta variable, divisa u otros activos. Existe la garantía de un tercero en ocasiones que realice una gestión activa de parte del patrimonio que asegure la recuperación de la inversión inicial inferior al 100%.		
Retorno absoluto	El objetivo de la gestión, no garantizado, es conseguir una rentabilidad/riesgo periódico. Sigue técnicas de valor absoluto, relative value, y dinámicas.		
Global	Fondos en los que la política de inversión no se relaciona con ninguna de las categorías anteriores.		

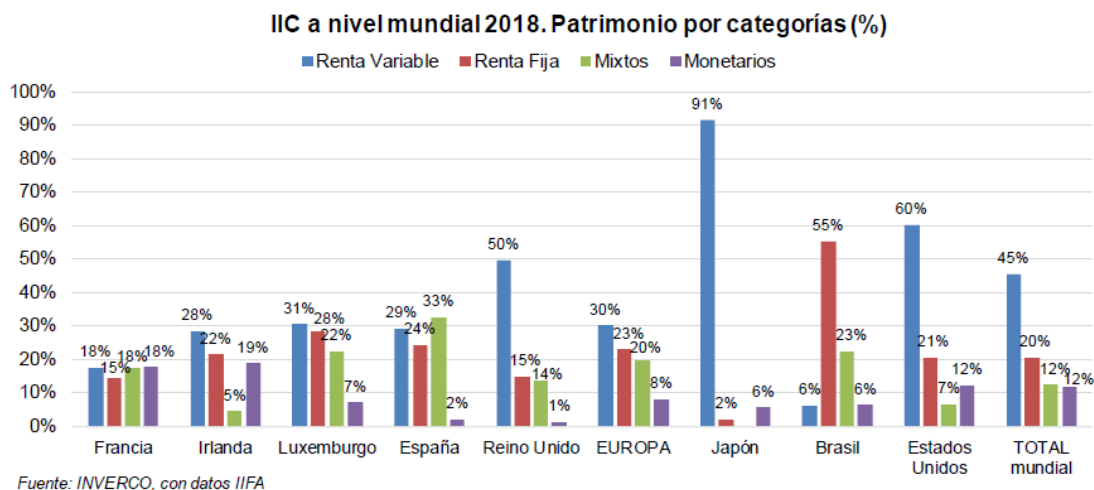
Fuente INVERCO y elaboración propia.

Como podemos observar, nos vamos a encontrar con diferentes tipos de fondos según su vocación inversora, o según los patrones que sigan los gestores en sus políticas de inversión. En el Epígrafe 3 Análisis y selección de Fondos de Inversión valoraremos los diferentes factores como el riesgo o el rendimiento que nos ayudarán a decidir qué Fondo de Inversión es apropiado para cada Inversor según sus características.

Ya veíamos en el epígrafe 1.2 de Historia y evolución de las IIC que la inversión colectiva es diferente en cada país y evoluciona a lo largo de la historia como tal. Debido a que la vocación inversora de las personas es diferente en los diferentes países como podíamos analizar en el gráfico 1.2.2 y 1.2.3 referidos al porcentaje de inversiones en IIC respecto el PIB, y la distribución porcentual de las familias en las diferentes inversiones financieras. Aunque habría que tener otros factores en cuenta como la tasa de ahorro, la cultura financiera, etc.

En el gráfico 2.5.1 según INVERCO se distribuye el patrimonio de las IIC a nivel mundial en 2018 en las categorías de RF renta fija, RV renta variable, Monetarios y Mixtos.

Gráfico 2.5.1 Distribución del Patrimonio por categorías % de las IIC a nivel mundial en 2018.



Fuente de INVERCO.

Llama la atención la distancia entre la inversión en renta variable de Estados Unidos, Reino Unido y sobre todo Japón, estando muy por encima de la media total en esta categoría, indicando su propensión al riesgo. Por otro lado, cabe destacar el porcentaje de patrimonio que invierte Brasil en Renta Fija, mostrándonos su aversión al riesgo.

En el siguiente epígrafe trataremos de abordar la necesidad de la inversión y valoraremos el análisis y selección de fondos de inversión, teniendo en cuenta el factor del riesgo y la rentabilidad de las inversiones. Para de esta forma poder comprender cuál debería ser la elección de la mejor inversión acorde al perfil del inversor.

CAPÍTULO 3

FACTORES A TENER EN CUENTA PARA REALIZAR INVERSIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN

3.1.LA NECESIDAD DE INVERTIR. LA INFLACIÓN.

En economía el precio es un factor clave que siempre hay que tener en cuenta. Se decide un precio de equilibrio generalmente por la ley de la oferta y la demanda, gracias al cual podemos dar un valor cuantitativo a los bienes del mercado.

El problema surge cuando se produce un aumento generalizado de los precios, aquello que conocemos como inflación. Es decir, que con el dinero que disponemos hoy en día, podemos adquirir unos determinados productos, pero según pasa el tiempo si esos productos aumentan de precio, con el dinero que dispongamos en el momento $t + 1$ ya no los podremos adquirir. Y como consecuencia nuestro poder adquisitivo será menor.

Esto nos lleva a cuestionarnos una serie de decisiones que debemos llevar a cabo con el dinero ahorrado, para que en el futuro ese dinero no haya perdido valor, y podamos adquirir en el futuro los bienes por al menos el dinero que nos valdrían en este momento. Para ello la única forma de generar una rentabilidad necesaria del dinero para no perder poder adquisitivo es realizar una inversión. Pero para sacar una rentabilidad en cualquier tipo de inversión deberemos asumir un riesgo, el cual evaluaremos en el epígrafe 3.3.

En los siguientes epígrafes se abordarán las diferentes posibilidades de invertir que tienen las personas, enfocadas a la inversión financiera de los Fondos de Inversión, que como hemos tratado en las partes anteriores del trabajo son un producto con unas determinadas ventajas como la diversificación, liquidez, seguridad o transparencia. Para poder invertir el dinero ahorrado y obtener una rentabilidad que pueda superar la inflación.

3.2.EL FACTOR RIESGO-RENDIMIENTO

El factor riesgo-rendimiento es primordial a la hora de llevar a cabo cualquier tipo de inversión financiera. Porque de dicho factor dependerá en gran parte la elección y desarrollo de la inversión.

En este epígrafe trataremos el apartado del riesgo y el rendimiento según el libro de Pablo Larraga e Inma Peña (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva”. Los cuales nos indican que se conoce por rentabilidad a la capacidad de generar rendimiento en una inversión. En el caso de los Fondos de Inversión lo podemos interpretar como los rendimientos del mercado.

Toda inversión lleva asociado un riesgo, el cual se define como la probabilidad de que esa rentabilidad de la inversión sea menor a la esperada. Un inversor va a tener en cuenta principalmente estos dos factores para valorar una inversión, ya que, para obtener una determinada rentabilidad, el inversor asumir mayor aversión al riesgo como en el caso de los fondos de renta variable. O por el contrario puede optar a tener una rentabilidad más pequeña asumiendo menos riesgo si prefiere ser más conservador, como es el caso por ejemplo de la renta fija.

Para calcular la rentabilidad tenemos que hacer la diferencia de los valores liquidativos entre un periodo y el periodo siguiente en valor porcentual. Por tanto la rentabilidad en

un periodo será: $[(V_i - V_f) / V_i] * 100$. Teniendo en cuenta a su vez los gastos y comisiones que las partes que participan en la inversión tienen que asumir.

En la parte del riesgo debemos tener en cuenta las aportaciones de Sharpe y posteriormente Markowitz, los cuales desarrollaron teorías en la diversificación de las carteras en las que se enuncian ventajas de la diversificación de los valores que integran las carteras.

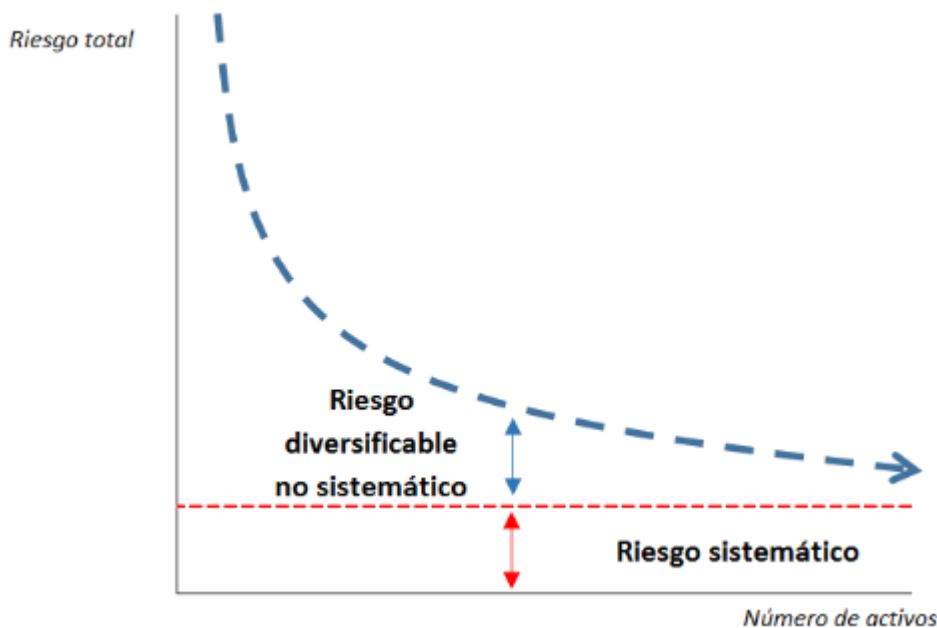
Esta diversificación se puede llevar a nivel de los valores que forman el mercado, de distintos mercados o incluso de divisas. Y en el caso de los Fondos de Inversión nos encontramos con un caso muy claro de diversificación del riesgo.

Markowitz y Sharpe definen el riesgo sistemático como el que no es diversificable y puede eliminarse o reducirse con la diversificación, por depender de aspectos que afectan por igual o de forma similar a todos los valores que forman la cartera. Como pueden ser los tipos de interés, los acontecimientos políticos, la inflación, etc.

Por el otro lado, el riesgo no sistemático se denomina específico o diversificable. Se fundamenta en que, si en una cartera existieran pocos activos, la desviación estándar del rendimiento es elevada, por tanto, si alguno de esos valores generase rendimientos negativos, afectará a toda la cartera en gran medida.

El riesgo no sistemático nos recomienda la diversificación no correlacionada, ya que con la descorrelación de los activos que forman una cartera se reduce el riesgo y aumenta por tanto la rentabilidad de la misma. Aunque hay que tener en consideración que la diversificación excesiva puede reducir también el rendimiento, sin aportar una reducción de riesgo sistemático.

Gráfico 3.1 riesgo sistemático y no sistemático.



Elaboración propia.

En relación al riesgo, podemos tener en cuenta la variable Volatilidad, ya que considera la mayor o menor variación que ha soportado la rentabilidad de un Fondo de inversión debido al riesgo en un tiempo determinado.

De esta forma podríamos entender que un Fondo de Inversión es volátil si su rentabilidad ha sufrido grandes oscilaciones, y por tanto tiene mayor riesgo. Porque es más complicado prever como va a comportarse la rentabilidad en un futuro.

Por el contrario, si un Fondo de inversión tiene pocas oscilaciones en su rentabilidad en un periodo de tiempo se puede decir que es poco volátil, y por tanto su riesgo es bajo. En este caso es más fácil prever la evolución de la rentabilidad en un futuro.

La volatilidad es una medida de dispersión que calcula la desviación estándar o típica y recoge la variación de los precios. Por tanto, se puede calcular con la desviación típica σ de la rentabilidad en un tiempo determinado.

Los valores en los que se puede mover la volatilidad de los fondos son muy amplios, desde menores a 1 a mayores de 10. También se puede dar el caso con dos fondos de inversión que hayan obtenido a lo largo del mismo periodo de tiempo la misma rentabilidad. Pero que la volatilidad sea mayor para uno que para otro. En ese caso es preferible invertir en el FI con una volatilidad menor, lo que implica como hemos visto que tiene menos riesgo que el FI con una volatilidad mayor.

3.3.LA IMPORTANCIA DEL INTERÉS COMPUESTO Y EL TIEMPO.

Al centrarnos en tratar de obtener una rentabilidad con los Fondos de Inversión, debemos tener en cuenta la composición de la cartera que los forman. Los bienes, valores u otros instrumentos financieros en los que invierte.

En los Fondos de Inversión al igual que en todas las inversiones la rentabilidad viene definida por el riesgo, como hemos visto anteriormente. Cuanto mayor riesgo por tanto mayor rentabilidad esperada.

Los Fondos de Inversión con reinversión que no reparten los beneficios, utilizan el interés compuesto al reinvertir las rentabilidades o dividendos de cada valor en el que han invertido. Por lo tanto, es fácil llegar a la conclusión de que cuanto mayor tiempo se mantenga la inversión en un FI, el inversor se verá beneficiado del interés compuesto en mayor medida. Ya que estaremos generando a largo plazo intereses de los intereses además de la inversión inicial que se aporte.

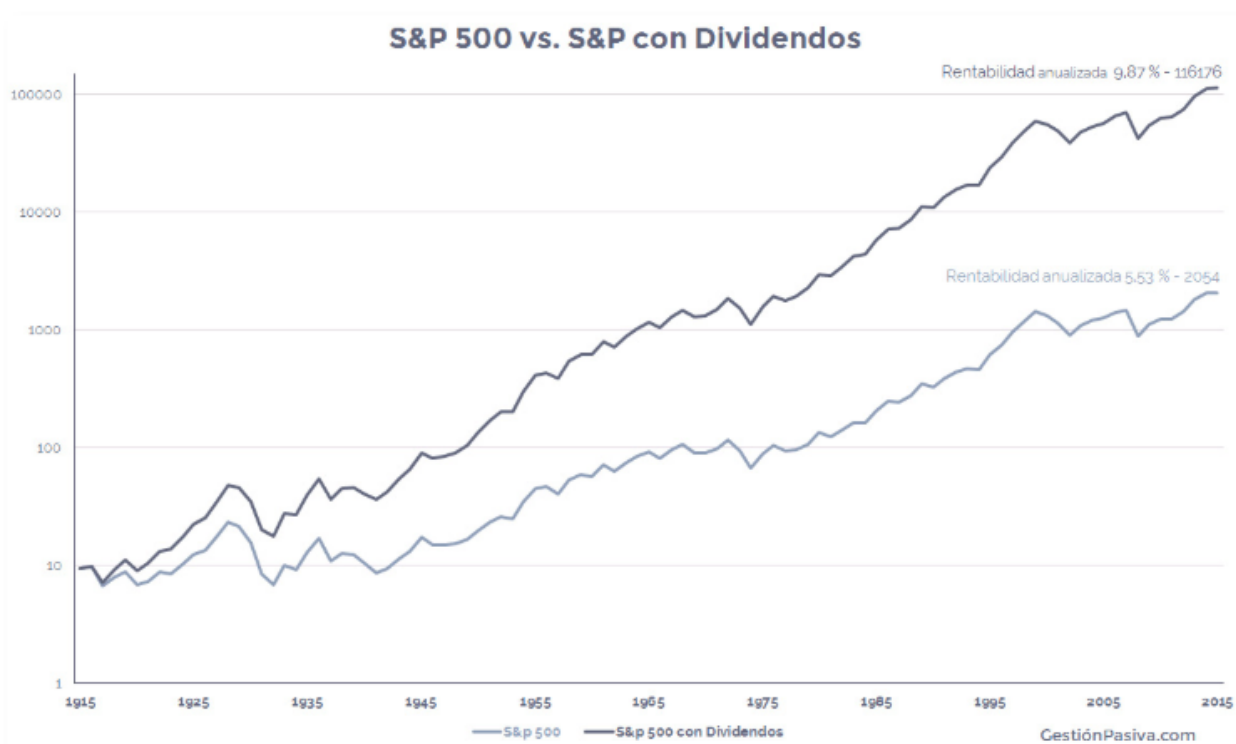
En los mercados financieros hay grandes escritores como Jeremy Siegel en uno de sus libros como es “Acciones para el largo plazo” o inversores de peso como Warren Buffet que muestran como la probabilidad de sacar una rentabilidad de una inversión en un día es como jugar a cara o cruz, por el riesgo de intentar predecir el mercado.

Sin embargo, con las inversiones financieras a largo plazo en fondos de inversión, que compran de forma diversificada valores de empresas. La probabilidad de ganar dinero es proporcional al tiempo que dure la inversión. La probabilidad de perder a largo plazo se reduce.

A largo plazo hay estudios como el de Robert J. Shiller en su libro “Exuberancia Irracional” que demuestran que los índices bursátiles como el S&P 500 americano, a largo plazo, 5, 10, 15, 20, 50, 100 años, producen rentabilidades anualizadas con dividendos de más del 5%. A pesar todo ello de los grandes periodos bajistas en los que se obtienen rentabilidades negativas.

Un ejemplo claro es el que se puede observar en el gráfico 3.3 del Índice Bursátil S&P 500 que se ha obtenido del portal web de gestionpasiva.com. La rentabilidad anualizada del índice con reinversión de los dividendos desde 1915 hasta 2015 es del 9,87%. Por lo tanto si se hubiese invertido 100 euros en el propio índice en 1915, 100 años después se podría haber obtenido 12.254.885 euros.

Gráfico 3.3. Rentabilidad del Índice S&P 500, desde 1915 hasta 2015. Con y sin



dividendos.

Fuente: www.gestionpasiva.com

Hace décadas era muy difícil poder invertir en los índices bursátiles, con todos los valores que lo forman. Hoy en día es una tarea que pueden hacer los gestores de los Fondos de Inversión u ordenadores mediante algoritmos.

En el capítulo 4 del trabajo se hará un estudio entre los Fondos de Inversión de Renta Variable gestionados por gestores y los de gestión pasiva controlados por ordenadores, para llegar a una conclusión de cuál de los dos tipos de fondos ofrece mayores garantías a los inversores a largo plazo.

3.4.LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS FRENTE A LA RENTABILIDAD DE LOS MERCADOS. EL BENCHMARK Y EL ALPHA.

Desde hace décadas existe una controversia que muchos profesionales de la inversión quieren resolver. Consiste en demostrar si es posible que los gestores debido a su talento puedan aportar en sus Fondos de Inversión una rentabilidad adicional, con un riesgo ajustado al índice de referencia. Todo ello en un largo plazo.

En el ámbito financiero, el concepto del Benchmark/índice de Referencia es la cartera de referencia que toman los gestores de los Fondos de Inversión para valorar la gestión eficiente de sus propios activos. Por ejemplo, para un Fondo de Renta Variable Europea un Benchmark frecuente es el EuroStoxx 600 constituido por las 600 empresas más importantes Europeas.

A la hora de escoger un índice para compararlo con un Fondo con el objetivo de ser batido. Suele haber varios problemas. Que los índices de referencia no tengan en cuenta la reinversión de los dividendos de los valores que pagan las empresas, conocidos como *Price Appreciation*, en vez de compararlos con índices *Total Return* que sí tienen en cuenta los dividendos, o los índices *Net Return* que tienen en cuenta los dividendos y descuentan los gastos fiscales.

Si no se tienen en cuenta los dividendos que pagan las empresas, el índice que se tenga como referencia, cada vez que pague a los accionistas los dividendos caería de precio. Por ejemplo, si una acción cotiza a 5 euros y se paga un dividendo de 1 euro, el valor de la acción se ve depreciada hasta los 4 euros.

Por el contrario, lo habitual en los Fondos de Inversión es que se reinviertan todos los dividendos para aprovechar la capitalización compuesta. Si cayéramos en este error, sería muy fácil batir al Benchmark, objetivo principal de muchos gestores. Como ejemplo, si en un Fondo que copia un índice se pueden llegar a pagar rentabilidades en dividendos de un 4% durante un periodo. Si el FI sí reinvierte el dividendo y el índice no, ganará el Fondo al Benchmark un 4% cada año sin añadir valor. Ese Alpha del Fondo sería muy alto, pero no porque el gestor aporte talento, sino porque la comparación es errónea. La rentabilidad a mayores del Fondo respecto al índice en diez años sería un 48%.

El talento de los gestores que se nombraba anteriormente, en los Fondos de Inversión se denomina Alpha, Michael C. Jensen estudió en 1968 sobre la rentabilidad de los Fondos de Inversión, Jensen afirmaba que los mercados son eficientes. Para el estudio desarrolló el Alpha definido como la mayor rentabilidad (neta de costes de gestión) que se obtiene sin que se asuman otros riesgos en la inversión, sobre una cartera de acciones o bonos que se conoce, respecto de un índice de referencia. Evalúa el exceso de rentabilidad que se espera sobre la rentabilidad ajustada al riesgo de un índice de referencia.

Además de la comparación errónea con índices que no incluyen dividendos, se puede dar otro problema que no se ve reflejado ni en la rentabilidad ni en el Alpha. Es la manera en la que invierte el gestor en activos que no se recogen en el índice. El Alpha nos mide el exceso de riesgo que está incluyendo el gestor en su Fondo respecto al

índice. Pero no tiene en cuenta si los valores que forman parte del Fondo se recogen en el índice. Se podría dar el caso de que un gestor que tenga como índice de referencia el Ibex 35 Net Return esté invirtiendo en valores europeos con un riesgo similar que no están incluidos en el índice. Por tanto, se podría estar obteniendo mayor rentabilidad, con un riesgo ajustado al índice y por tanto mayor Alpha. Pero no sería correcto porque la comparación es errónea.

Hay diversos artículos como los que se muestran en la bibliografía de Alicia Miguel Serrano en la revista *Inversión* nº 1.125 del 8 al 14 de Febrero de 2019 “Gestores automatizados, ¿Son de verdad Rentables?”, o de Vanguard en 2014. “The case for Index Fund investing”. En los que se analiza la capacidad o habilidad de los gestores de Fondos que toman como referencia los Benchmark, frente a los Fondos que replican directamente los Benchmark.

Pues bien, nos encontramos con diferentes posturas que demuestran por un lado que son mejores las capacidades de los gestores y otras que postulan por los Fondos que replican los índices. De la misma forma observamos que en la industria de los FI hay gestoras que apuestan por los Fondos de gestión Activa gestionados por gestores, intentando ser más eficientes que el mercado y otras gestoras que se dedican sus recursos a los Fondos de gestión Pasiva controlados por algoritmos, que consiguen invertir en sus Fondos de la misma forma que el Benchmark.

Al leer los diferentes estudios y artículos de la bibliografía, llama la atención lo difícil que es inclinarse por una balanza u otra. Ya que es complicado identificar ex ante a los gestores que puedan demostrar de forma significativa la creación de valor a largo plazo. Además, nos podemos encontrar con casos en los que las comparaciones de los FI de gestión activa con los índices de referencia son erróneas, al no tener en cuenta por ejemplo el riesgo extra que asumen muchos gestores de fondos, así como las inversiones que se realizan en un entorno que no se recoge en el índice, o bien por usar índices donde no se recogen dividendos o la fiscalidad.

En algunos Fondos de Inversión, debido a la rotación de profesionales en el sector. Los plazos en los que un gestor administra un Fondo son inferiores al tiempo necesario para demostrar su talento. O se puede producir un efecto de atracción de nuevos inversores que ocasione que el Fondo de Inversión con más activos sea menos controlable y los resultados no sean los anteriores.

Ante estos puntos de análisis vamos a considerar una serie de principios que nos ayuden a dirigir la vía de investigación.

- Las rentabilidades pasadas no nos garantizan una rentabilidad en el futuro. No hay que dejarse llevar por las rentabilidades pasadas, porque los aciertos o errores que se hayan podido cometer, en el largo plazo por los movimientos del mercado o la política de inversión pueden revertirse.
- Basar la gestión de la inversión en la gestión del riesgo, y así evitar pérdidas de valor en el largo plazo.
- Estrategias de costes bajos. A largo plazo el coste bajo es una variable principal para obtener mejor retorno que la competencia en la inversión.
- Describir la política de inversión acorde a los objetivos y ser fiel a ella en el largo plazo.
- Como demuestra Dalbar en su informe *Quantitative Analysis of Investor Behavior (QAIB)* 2016, los inversores y gestores que intentan adivinar el momento apropiado

para invertir o desinvertir pueden dejar de ganar un 5% de la inversión de los Fondos de Inversión. Por tanto, evitar esa táctica que provoca un Alpha negativo.

3.5.LAS RENTABILIDADES PASADAS NO GARANTIZAN RENTABILIDADES FUTURAS.

Los inversores para seleccionar el Fondo en que quieren invertir además de tener en cuenta el Alpha que un gestor pueda añadir, el Ratio de Información, los retornos y sus periodos, si las comparaciones con los índices de referencia son acertadas, si los gestores actuales son los mismos que añadieron valor en el pasado. Deben tener en cuenta si los resultados obtenidos en periodos pasados serán los resultados en periodos futuros.

En el caso de que se pudiera demostrar lo anterior, la decisión de los inversores sería fácil al poder seguir exhaustivamente la trayectoria de los Fondos con mayor valor añadido y mejores ratios en el pasado, y escogerlos para realizar sus inversiones. Pero en los mercados bursátiles y en la inversión no hay evidencias que lo puedan demostrar.

Se pueden dar casos como el fondo Mason Capital Management Value Trust de Bill Miller, que durante 15 años pudo batir al S&P 500 entre 1991 y 2005 con un Ratio Información que superaba el valor 1. Pero en el año 2006 una consecución de decisiones erróneas le llevó a ser el peor Fondo de esa categoría cada año.

CAPÍTULO 4

EL ESTUDIO DE GESTIÓN PASIVA Y ACTIVA EN FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS.

4.1.METODOLOGÍA DEL ESTUDIO

Para realizar el estudio hemos seguido una serie de criterios en cuanto a la selección de los tipos de fondo a analizar, y el área geográfica donde invierten los Fondos de Inversión.

En primer lugar, se ha optado por elegir los Fondos de Gestión Activa y Gestión Pasiva. Al ser dos tipologías de Fondos que en los últimos años han generado controversia entre gestoras de Fondos por un lado y la duda de los inversores particulares a la hora de decidir entre unos y otros. Como se refleja en diferentes estudios y artículos la rivalidad está servida. El creciente flujo de Fondos Pasivos a Activos se valora en la bibliografía que hemos usada en el estudio. John Bogle en “The Road Less Traveled” que recoge Unai Asenjo, co-CEO de Indexa Capital en su blog, 2017, o los artículos de la revista Inversión en 2019 como “La inversión Pasiva se afianza” de Jorge del Canto, “Gestores automatizados, ¿Son de verdad Rentables?” de Alicia Miguel Serrano. Además de noticias en periódicos como Expansión “La gestión Pasiva Europea supera a la activa en 10 años” con la fuente de The Financial Times 2018, “Gestión Activa o Pasiva, cómo lograr mejor resultado” de A. Antón 2015. Un libro que ha ayudado mucho a enfocar el estudio y el trabajo es el de Miguel Ángel Bautista Estévez. “Vive Pasivamente” 2017.

Los Fondos de Gestión Activa son aquellos Fondos controlados por gestores cuyo objetivo principal es batir al mercado o índice de referencia en el que operen. Sin embargo, los Fondos de Gestión Pasiva consisten en replicar ese mercado que los gestores de Fondos activos quieren batir. Las diferencias entre los fondos son claras. Los de gestión activa tienen unas comisiones más altas que los fondos de gestión pasiva. Ya que los primeros necesitan un gran esfuerzo y desarrollo humano para llevar a cabo el diseño y puesta en marcha de sus políticas de inversión para batir al índice de referencia. Los Fondos de gestión pasiva al replicar al índice de referencia abaratan mucho los costes, no tienen que diseñar ni gestionar ninguna política de inversión diferente.

Dentro de los Fondos de Inversión de Gestión Activa y Pasiva, nos encontramos con subcategorías, como veíamos en el epígrafe de las clases de FI, dependiendo de la política de inversión. En este estudio se optará por la Renta Variable, debido al peso en el mercado de los Fondos de Inversión como veíamos en el epígrafe de historia y evolución de los Fondos de Inversión y al ser el tipo de mercado más líquido. Aspecto que facilita a los Fondos de Gestión Pasiva a la hora de replicar el mercado en las compras y en las ventas. En otros mercados como el de Renta Fija es mucho más complejo replicarlo al ser un mercado menos líquido. En características generales los Fondos de Renta Variable tienen mayor volatilidad y riesgo que los de renta fija y los fondos mixtos. Pero a largo plazo es con los Fondos que más rentabilidad se obtiene. Tanto para los de Gestión Activa como para los de Gestión Pasiva.

En la parte de Renta Variable, gran parte de las Gestoras de Fondos de Gestión Pasiva replican en sus propios FI los índices de valores de las Bolsas más importantes del Mundo como el S&P500, EuroStock600, Ibex35, o el DAX alemán. Son índices con los valores más importantes de esos mercados. Y de forma general suelen estar diversificados y cumplen muchas condiciones para que a largo plazo sus rentabilidades sean positivas. De la misma forma las Gestoras de Fondos Activos usan estos índices como Benchmark frente a sus Fondos.

Los índices que se han escogido en el análisis son los que elabora MSCI (Morgan Stanley Capital International) una empresa Americana que diseña índices que miden el desempeño de acciones, fondos de inversión o bonos de los índices que comentábamos anteriormente (S&P500, EuroStock600 etc.) Son índices con gran importancia al ser utilizados también por muchos Fondos como Benchmark o por más de 1000 Fondos Cotizados (ETFs) de todo el mundo.

Como ya se ha comentado se van a comparar Fondos de Renta Variable Pasiva y Activa Europea por una parte y Fondos de Renta Variable Pasiva y Activa Americana por otra. En ambos casos se usando índices de referencia elaborados por MSCI de la categoría *Grand Blend*, la cual incorpora las empresas que forman *Value*, de valor, como *Growth*, de crecimiento. Los índices utilizados serán tipo *Net Return* incluyendo los dividendos que pagan las empresas y descuentan los gastos fiscales, misma política que siguen los Fondos de inversión.

- Para los FI Europeos se utilizará el índice MSCI Europe Net Total Return EUR. Un índice de MSCI que representa 439 valores de grandes y medianas empresas de 15 mercados Europeos desarrollados. Cubriendo el 85% de la capitalización Bursátil ajustada a la flotación libre de los mercados.
- Para los FI Europeos se utilizará el índice MSCI USA Net Total Return USD. Un índice de MSCI que representa 620 valores de grandes y medianas empresas del mercado de Estados Unidos. Cubriendo el 85% de la capitalización Bursátil ajustada a la flotación libre del mercado.

Una vez decidido la clase de Fondos con los que se va a trabajar en el estudio y los índices de referencia vamos a definir la metodología del análisis estadístico.

La fuente de los índices de referencia y los Fondos de inversión que utilizaremos se han obtenido de Mornignstar, una empresa global una de las empresas más importantes de servicios financieros dedicada a la investigación y gestión de inversiones. fundada en 1984 y con sede en Chicago. La base de datos tiene el nombre de Morningstar Direct. Es una plataforma software de Morningstar que ofrece datos y análisis a los profesionales dedicados a la inversión. Con la herramienta se pueden calcular productos, carteras, informes y comparativas. Todo ello basado en la nube de datos que tiene Morningstar de empresas dedicadas a Fondos de Inversión.

Trabajando con la herramienta de Morningstar Direct las decisiones que se han tomado siguiendo todos los puntos descritos en el trabajo han sido, la elección de fondos pasivos y activos de Renta Variable Europeos en Euros, y de Renta Variable Americana. Como se comentaba anteriormente de la subcategoría Grande Blend. Se le han incluido restricciones a la base de datos, como la selección entre los fondos idénticos aquellos con el importe mínimo de inversión más bajo, aquellos en los que podría invertir el pequeño inversor, y, además se han eliminado aquellos fondos de menos de 15 años de existencia. Ya que el periodo de análisis en el estudio será hasta 15 años. Quedándonos con datos de 363 fondos para el estudio en Europa, 16 Indexados y 347 No indexados y 543 fondos para el estudio en Estados Unidos 103 Indexados y 440 No indexados.

Los datos de cada fondo son los siguiente: Nombre del fondo, ISIN, fecha de creación del fondo, años del gestor, Patrimonio del fondo, si es Indexado (Si) o si es de gestión activa (No), domicilio origen del fondo, gestora del fondo, gastos y comisiones que cobra el fondo.

Para la obtención de las variables estadísticas de cada fondo a 5 años (01/04/2014-31/04/2019), 10 años (01/04/2009-31/04/2019) y 15 años (01/04/2004-31/04/2019). Se han escogido muestras mensuales de cada Fondo en cuanto a las variables escogidas para realizar el análisis. Información Ratio, Return Year, Return year anualizado, R², Estándar Desviación, Tracking Error, Alpha y comisiones.

4.2.EL ANÁLISIS ESTADÍSTICO. EL RATIO INFORMACIÓN COMO CRITERIO DE ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

Para comparar Fondos de Inversión, no nos podemos fijar únicamente en el resultado de la rentabilidad en ciertos años y compararlo con otros FI o con el índice de referencia. Es necesario tener en cuenta los riesgos adicionales que ha podido asumir el fondo para obtener o no esa rentabilidad respecto al Fondo o índice con el que lo estemos comparando.

La diferencia de la rentabilidad entre un Fondo de Inversión y el índice de referencia se considera *Active Return* o valor añadido. Y la diferencia entre el riesgo que asume un FI y el índice de referencia medido por la volatilidad que explicábamos en epígrafe del riesgo-rendimiento, en forma de desviación típica lo vamos a considerar *Tracking Error*.

Active Return = Rentab. de la cartera o fondo (%) – Rentab. del Índice referencia

Si el Tracking Error tiene valores bajos, es probable que su comportamiento se asimile con el del índice de referencia porque estará asumiendo riesgos adicionales que no tiene el índice. Por el contrario, si el Tracking Error tiene valores altos consideraremos que no se está manteniendo el riesgo del índice de referencia.

Si se divide el Active Return entre el Tracking Error, se obtiene el Ratio Información. El cual mide la consistencia para obtener mejores resultados que el índice. Un valor similar al Alpha de Jensen pero considerando los riesgos adicionales que está asumiendo el Fondo de Inversión.

Un índice de referencia tendrá un Ratio de Información igual a 0 porque al sustituir en numerador y denominador no encontramos diferencias.. Sin embargo, un Fondo de Inversión que tenga un menor retorno que el índice de referencia tendrá un Ratio Información negativo, porque su numerador es negativo. O por el contrario, si tiene un retorno positivo su ratio información será positivo, y si su retorno es igual al del índice el ratio información será 0.

En los casos de que dos gestores asuman el mismo Tracking Error, el gestor que tenga mayor Active Return tendrá mayor Ratio Información. Y si tuvieran el mismo Active Return, el gestor con menos Tracking Error tendría mayor Ratio Información.

El Ratio Información da un mejor valor a los Fondo de Inversión con mayores retornos sobre el índice de referencia con menor dispersión en sus resultados.

$$\text{Ratio Información} = \frac{\text{Active Return}}{\text{Tracking Error}}$$

Estadísticamente podemos considerar que la suerte que puede tener un gestor en la administración de su Fondos de Inversión sigue una Normal cuya media esperada es cero. Para demostrar significativamente si un gestor añade valor al Fondo respecto a su índice de referencia seguiremos el contraste estadístico de Hipótesis Nula, que en este caso significará que un gestor no puede añadir valor añadido. La cual trataremos de rechazar.

En resumen, el Ratio de Información premia los mayores retornos sobre el índice con menor dispersión en los resultados.

Un ratio Información positivo muestra que el numerador de la fórmula es positivo, y al compararlo con el exceso de riesgo del mercado, nos informa si el exceso de rentabilidad proviene del riesgo o del Valor que crea el gestor. Cuanto mayor sea el valor del ratio información, mayor valor añadirá el gestor al Fondo de inversión.

Un ratio Información negativo muestra el numerador en negativo por una rentabilidad menor del Fondo respecto del Índice de Referencia. Por lo tanto, ese gestor estaría quitando valor al propio mercado con la gestión de sus activos. Incluso en ocasiones con un riesgo más elevado que el del propio mercado.

4.3.RESULTADOS DEL ESTUDIO

A continuación, se muestran varias tablas de los resultados al aplicar a las bases de datos los parámetros explicados en la parte del análisis. Recordamos que la base de datos se ha extraído de la Aplicación de Morning Star estableciendo los filtros necesarios explicados en la parte del análisis hasta extraer una muestra representativa de cada tipo de Fondos. De renta Variable Americana y Europea diferenciando los Fondos de gestión Pasiva y los Fondos de Gestión activa.

Las variables que se han extraído de las bases de datos recordamos que son a 5 años (01/04/2014-31/04/2019), 10 años (01/04/2009-31/04/2019) y 15 años (01/04/2004-31/04/2019). Se han escogido muestras mensuales de cada Fondo en cuanto a las variables escogidas para realizar el análisis. Información Ratio, Return Year, Return year anualizado, R2, Estándar Desviación, Tracking Error, Alpha y comisiones.

En la siguiente tabla se recogen las medias de cada parámetro de los anteriores diferenciando los índices de referencia y los Fondos que se comparan con cada índice; americano y europeo de gestión Pasiva y Activa.

EL ESTUDIO DE GESTIÓN PASIVA Y ACTIVA EN FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

Cuadro 4.3.1 Resultados en medias

	Europa			USA		
	Índice	Index (16)	No index (347)	Índice	Index (103)	No index (440)
Comisión %		0,48	1,73		0,41	0,90
Ratio Info 5 años		-1,29	-1,35		0,73	-0,20
Ratio Info 10 años		-0,80	-0,89		0,63	-0,06
Ratio Info 15 años		-0,41	-0,47		0,34	0,15
Rentabilidad anual 5 años %	5,66	5,58	4,30	11,63	11,13	10,31
Rentabilidad anual 10 años %	9,74	9,34	8,22	15,32	14,92	14,39
Rentabilidad anual 15 años %	6,03	5,38	4,67	8,97	8,57	8,85
R² 5 años		99,14	91,58		99,60	94,17
R² 10 años		97,55	90,49		99,62	94,82
R² 15 años		97,14	91,22		99,50	93,66
Std Dev 5 años	11,40	12,14	12,50	11,77	11,35	11,65
Std Dev 10 años	12,36	12,65	12,84	12,66	12,55	13,02
Std Dev 15 años	13,73	14,39	14,25	13,80	13,80	14,20
Tracking Error 5		0,74	3,55		0,57	2,72
Tracking Error 10		1,58	3,89		0,62	2,91
Tracking Error 15		2,20	4,18		0,78	3,49
Alpha 5 años		-0,07	-1,19		0,25	-0,44
Alpha 10 años		-0,47	-1,24		0,27	-0,31
Alpha 15 años		-0,70	-1,17		0,12	0,48

Elaboración propia. Fuente Morningstar

En primer lugar, analizaremos la diferencia entre la media de comisiones de los diferentes tipos de Fondos. Coincide en el caso Europeo y de Estados Unidos, que las comisiones en los Fondos de Gestión Activa son claramente superiores, con una diferencia de 1,25% de comisión más en los Fondos de Gestión Activa Europeos que en los de gestión Pasiva. En el caso de los fondos de Estados Unidos es del 0,49%, una diferencia más ajustada pero aun así evidente. Veremos si este factor afecta de forma clara a los éxitos de cada tipo de Fondo. Gráfico Rentabilidad x comisión.

El porcentaje de similitud en la inversión representada por el R² en Fondos de Gestión Activa en Europa es de entre 90,49% de media a 10 años y un 91,58%. Cuentan con casi un 10% de inversión diferente a la recogida por el índice de Referencia para intentar batirle.

Mientras que los Fondos de gestión Activa de Estados Unidos, la similitud en la inversión es del 93,66% de media a 15 años y un 94,82% a 10 años. Lo que nos indica que la gestión activa juega con una política de inversión diferente al índice del 5 o 6%. Esto nos explicará en parte, por qué los resultados de éxito son diferentes en Europa que en Estados Unidos.

La desviación estándar media nos muestra la volatilidad que tienen los Fondos. Además, podemos observar claramente en cada periodo que cuanto más riesgo medio

medido por el Tracking Error, en contraste al índice de referencia más desviación tienen los Fondos. Y cuanto más desviación y más riesgo, menos valor medido por el Alpha aporta el gestor. Esto nos está ayudando de una forma muy clara a entender el resultado de cada Fondo, en este caso medido en medias.

Con el Ratio Información, principal medida para este análisis, podemos observar que los Fondos de Gestión Activa tienen de media un Ratio Información más negativo que los Fondos de Gestión Pasiva, lo que implica que los primeros, para intentar obtener la misma rentabilidad que los segundos necesitan asumir mayor riesgo. O dicho de otra forma, asumiendo un mayor riesgo no logran obtener la misma rentabilidad que el índice.

A continuación, se va a analizar la rentabilidad de los Fondos de Inversión que han logrado batir a su índice de referencia en rentabilidad. Eliminando, además, los equipos de gestores que no han permanecido al cargo del fondo los años de estudio analizado.

En el caso de los Fondos Europeos en la anterior tabla hemos visto que la diferencia de rentabilidades entre los Fondos Indexados y Fondos de Gestión Activa es sustancial. Alrededor de un 1% más de rentabilidad anualizada cada año a favor de los Fondos Indexados. Pero nunca más que el índice en ninguno de los dos casos. Vamos a intentar explicarlo.

De los 343 Fondos de Gestión Activa de Renta Variable Europea de la base de datos, tan sólo el 13,25% de equipos de gestores a 5 años y un 5,18% a 15 años logran obtener una rentabilidad mayor que el MSCI EU NR. Esto viene explicado porque la desviación media de los Fondos que lo batían es superior claramente a la desviación del índice. (Mayor Riesgo). Por lo tanto, el Ratio medio de los fondos que obtienen una rentabilidad mayor es negativo.

Cuadro 4.3.1 Resultados de Fondos de gestión Activa Europeos que logran más rentabilidad el MSCI EU NR.

N	Rentabilidad MSCI EU NR	Rentabilidad media	Fondos que baten Rent. Índice		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio fondos
			Nº	%			
347							
5 AÑOS	5,66	4.36	46	13,256	11,4	12,53	-1,35
10 AÑOS	9,74	8.36	32	9,2219	12,36	12,88	-0,89
15 AÑOS	6,03	4.82	18	5,1873	13,73	14,35	-0,45

Elaboración propia. Fuente Morningstar

En el caso de los Fondos de Gestión Activa de Renta Variable Americana, que batían a su índice. Nos encontramos algo más de controversia. Porque en la tabla anterior observábamos que en los primeros 10 años los equipos de gestión activa quedaban por detrás de los Fondos Indexados, pero en los últimos 15 años, la media de los Fondos de Gestión Pasiva obtenía una rentabilidad mayor a los de Gestión Activa. Aunque nunca mayor al índice. Vamos a tratar de entenderlo:

El 30% de los equipos de gestores de Fondos Activos obtienen una rentabilidad mayor que el índice con una desviación y un riesgo similar los últimos 5 años. Pero los últimos 15 es el 17% de equipos de gestores que bate en rentabilidad a su índice. Aunque sea en

EL ESTUDIO DE GESTIÓN PASIVA Y ACTIVA EN FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

un 0,4% más de rentabilidad anual. Con un riesgo muy similar al del índice o ligeramente superior consiguen tener un valor del ratio información cercano a 0.

Cuadro 4.3.1 Resultados de Fondos de gestión Activa Europeos que logran más rentabilidad el MSCI USA NR.

N	Rentabilidad MSCI USA NR	Rentabilidad media	Fondos que baten Rent. Índice		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio fondos
			Nº	%			
440							
5 AÑOS	11,63	10.17	133	30,227	11,77	11,68	-0,24
10 AÑOS	15,32	14.24	93	21,136	12,66	12,97	-0,13
15 AÑOS	8,97	8.81	76	17,273	13,8	14,17	-0,0075

Elaboración propia. Fuente Morningstar

Al realizar el mismo análisis, para los Fondos de Gestión Pasiva, por años de los mismos equipos de gestores. Exceptuando la condición de los Fondos de esta categoría que baten el Benchmark al entender que un Fondo Indexado replica el índice y cobra una comisión por ello nunca va a batir el índice, nos encontramos con los siguientes resultados en los que predomina el porcentaje más de Fondos que permanecen con los mismos gestores que si los Fondos fueran de Gestión Activa.

Cuadro 4.3.3 Resultados Fondos Gestión Pasiva Europeos

N	Rentabilidad MSCI EU NR	Rentabilidad media	Fondos con los mismos gestores, 5, 10, 15 años		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio
			Nº	%			
16							
5 AÑOS	5,66	5.58	15	93,75	11,4	12.14	-1.29
10 AÑOS	9,74	9.29	12	75	12,36	12.74	-0.79
15 AÑOS	6,03	5.16	8	50	13,73	13.69	-0.42

Elaboración propia. Fuente Morningstar

En este cuadro 4.3.3 se puede observar la rentabilidad media de los Fondos Europeos Indexados con equipos que han permanecido más de 5, 10 y 15 años. Con una rentabilidad y desviación estándar media muy similar a los parámetros del índice, cumpliendo con el perfil de los fondos indexados. Destacar, que las rentabilidades son mayores que las de los Fondos de Gestión Activa de la misma área geográfica, y que la desviación estándar es menor a la de los Fondos de Gestión Activa. El ratio información es negativo en los 3 periodos por tener rentabilidades inferiores al índice. Pero en todo caso son ratios superiores a los Fondos de Gestión Activa Europea que podemos observar y se ha comentado en el gráfico 4.3.1.

Cuadro 4.3.4 Resultados Fondos Gestión Pasiva Estados Unidos.

N	Rentabilidad MSCI USA NR	Rentabilidad media	Fondos con los mismos gestores, 5, 10, 15 años		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio
			Nº	%			
103							
5 AÑOS	11,63	11,11	81	78,64	11,77	11.34	0.6920
10 AÑOS	15,32	14,91	52	50,48	12,66	12.53	0.6564
15 AÑOS	8,97	8,55	26	25,24	13,8	13.92	0.3748

Elaboración propia. Fuente Morningstar

En este cuadro 4.3.4 se puede observar la rentabilidad media de los Fondos de Estados Unidos Indexados con equipos que han permanecido más de 5, 10 y 15 años. Con una rentabilidad y desviación estándar media muy similar a los parámetros del índice, cumpliendo con el perfil de los fondos indexados. Las rentabilidades son mayores que las de los Fondos de Gestión Activa de la misma área geográfica que observábamos en el gráfico 4.3.1, y que la desviación estándar es menor a la de los Fondos de Gestión Activa. El ratio información es positivo en los 3 periodos por tener una desviación estándar menor al índice y una rentabilidad similar. En todo caso son ratios superiores a los Fondos de Gestión Activa en Estados Unidos.

CONCLUSIONES

La controversia existente en la actualidad entre las dos teorías de inversión en Fondos de Inversión de gestión Activa y Gestión Pasiva, llevaron a la curiosidad entre ambas además de ser el objeto de análisis con su posterior estudio en este trabajo.

El desarrollo del trabajo ha resultado ser una oportunidad para el conocimiento de este sector de la inversión.

En primer lugar, hacer referencia a la parte teórica de los dos primeros capítulos. Necesaria para el conocimiento y posterior estudio del tema que nos ocupaba. Con manuales de iniciación a la inversión, webs, noticias, artículos y foros que se reflejan en la bibliografía se ha conseguido obtener la información y conocimiento para llevar a establecer un marco en el que desarrollar el trabajo.

Hay que destacar la dificultad en la orientación y el análisis del estudio del tema, por la complejidad de obtener la información, así como el enfoque y tratamiento del análisis. Ya que en el sector de la inversión las teorías que se llevan a cabo con los Fondos de Inversión son variadas y todas con muchos puntos de vista para poder demostrar sus resultados.

Los resultados del estudio nos llevan a entender que hay gestoras que se dedican a la inversión con Fondos de Inversión de Gestión Activa y otras con Fondos de Inversión Pasiva, cada uno con unos resultados similares como se ha analizado.

Cabe destacar que los resultados con todas las variables analizadas de los Fondos de Renta Variable de las dos áreas geográficas que nos ocupaban tienden a inclinarse a favor de la Gestión Pasiva. Por la dificultad que tienen los Gestores de Fondos de Gestión Activa en obtener unos resultados similares al índice sin asumir un mayor riesgo en la inversión.

Los únicos Fondos que superan en rentabilidad a los índices se encuentran en la Gestión Activa, pero la problemática de elegir correctamente el porcentaje de Fondos que van a comportarse de tal manera a largo plazo en el momento actual es un inconveniente.

Además, si el punto anterior se lograra solventar. El riesgo que habría que asumir en los Fondos de Gestión Activa sería mayor para obtener una diferencia de rentabilidad mayor que no supera el 0,3% anual frente a los Fondos Indexados en el caso de los Fondos de Renta Variable Americana.

Las comisiones son un punto importante de los resultados en los Fondos de Inversión. Ya que, a largo plazo, el interés compuesto que puede ofrecer la comisión que cobra una gestora de Fondos Activos hace que los resultados sean menores.

A largo plazo, 5, 10 y 15 años se ha demostrado que los mercados de Valores donde invierten los Fondos analizados tienen rentabilidades positivas muy evidentes y que los gestores de los Fondos de gestión Activa no logran batir en su mayoría los índices de referencia. Y en el caso de lograr unos resultados mejores, no son considerables teniendo en cuenta que se asume un mayor riesgo para una rentabilidad ligeramente superior.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- MIGUEL ÁNGEL BAUTISTA ESTÉVEZ. (2017). “Vive Pasivamente”.
- JOHN BOGLE (2017). “The Road Less Traveled” que recoge Unai Asenjo, co-CEO de Indexa Capital en su blog.
- ALICIA MIGUEL SERRANO. (2019). Inversión en 2019 como “La inversión Pasiva se afianza” de Jorge del Canto, “Gestores automatizados, ¿Son de verdad Rentables?”
- EXPANSIÓN “La gestión Pasiva Europea supera a la activa en 10 años” con la fuente de The Financial Times 2018, “Gestión Activa o Pasiva, cómo lograr mejor resultado” de A. Antón 2015.
- AEAT. (2019). Agencia Estatal de Administración Tributaria en sus apartados del Impuesto de Sociedades e IRPF referido a las IIC.
- EMILIO SOLDEVILLA GARCÍA. (1999). “Los fondos de inversión, gestión y valoración”. Ediciones Pirámide S.A.
- PABLO LARRAGA E INMA PEÑA. (2008). “Conocer los productos financieros de inversión colectiva. Tipos de fondos, sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección”. Colección de manuales de asesoramiento financiero. Ediciones Profit.
- FERNANDO GARCÍA CARNERO. (2003) “Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”, publicada por la Asociación Española de Historia Económica.
- INVERCO. (2007). “Medio siglo de Inversión Colectiva en España”. Trabajos de I. García Díaz (1970), L.M. Servien y A. López Vaque (1970) y J.M. Prats Esteve (1971).
- AEAT. (2019). Agencia Estatal de Administración Tributaria en sus apartados del Impuesto de Sociedades referido a las IIC y lo propio en el apartado del IRPF.
- ALBERT SAGUÉS. (2009) “Fiscalidad de los productos y operaciones financieras: Marco tributario de las operaciones financieras y fiscalidad de los principales productos financieros”
- LEY 35/2003 DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA
- INVERCO. (2019). Portal web de (Asociación de instituciones de inversión colectiva)
<http://www.inverco.es/20/22/25>
- CNMV. (2019). Portal de la (Comisión Nacional del mercado de valores)
<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- MALKIEL, BURTON G., AND ALEKSANDER RADISICH, (2001). The Growth of Index Funds and the Pricing of Equity Securities. *Journal of Portfolio Management* 27(2): 9–21.
- PHILIPS, CHRISTOPHER B., (2009). *The Active-Passive Debate: Bear Market Performance*. Valley Forge, The Vanguard Group.

PHILIPS, CHRISTOPHER B., (2010). The Case for Indexing: European and Offshore-Domiciled Funds. Valley Forge, The Vanguard Group.

PHILIPS, CHRISTOPHER B., AND FRANCIS M. KINNIRY JR., (2009). The Active-Passive Debate: Market Cyclicity and Leadership Volatility. Valley Forge, The Vanguard Group.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS

EXPANSIÓN. (2019). Cierre de 1 de cada 3 gestoras.

<http://www.expansion.com/mercados/2019/03/14/5c896e3a268e3e46478b4612.html>

INVERTIA. (2019). La Gestión pasiva vapulea a la activa en plena debacle de los fondos de inversión.

<https://www.invertia.com/es/noticias/mercados/20190227/la-gestion-pasiva-vapulea-a-la-activa-en-plena-debacle-de-los-fondos-de-inversion-246317>

LEGO BURGO CONSULTORES. (2019). Situación del ahorro en USA.

<https://www.legorburoconsultores.es/situacion-ahorro-en-usa.html>

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN. (2019). Flujos de gestión activa a pasiva.

<https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/informes/hacia-donde-se-va-el-dinero-de-los-inversores-n-420083>

AGRADECIMIENTOS

Escribo este apartado para agradecer a las personas que me han ayudado a conseguir la realización de este trabajo tras varios meses de proceso.

Tutores y evaluadores. P. Pérez y C. de Miguel.

Personas que han ayudado en la formación para la elaboración del trabajo. Profesorado del grado en Administración y Dirección de Empresas y Compañeros de Renta 4 Banco.

Personas que han ayudado a la realización del trabajo. R. Suárez, Fuentes y bases de datos para el análisis del estudio. A. González, A. Herrero, E. Herrero.

Agradecer por último a los compañeros de Universidad, familiares y amigos por su apoyo en todo momento.

¡Muchas gracias a todos!

Miguel Aragonese

Segovia, 11 Julio 2019.

