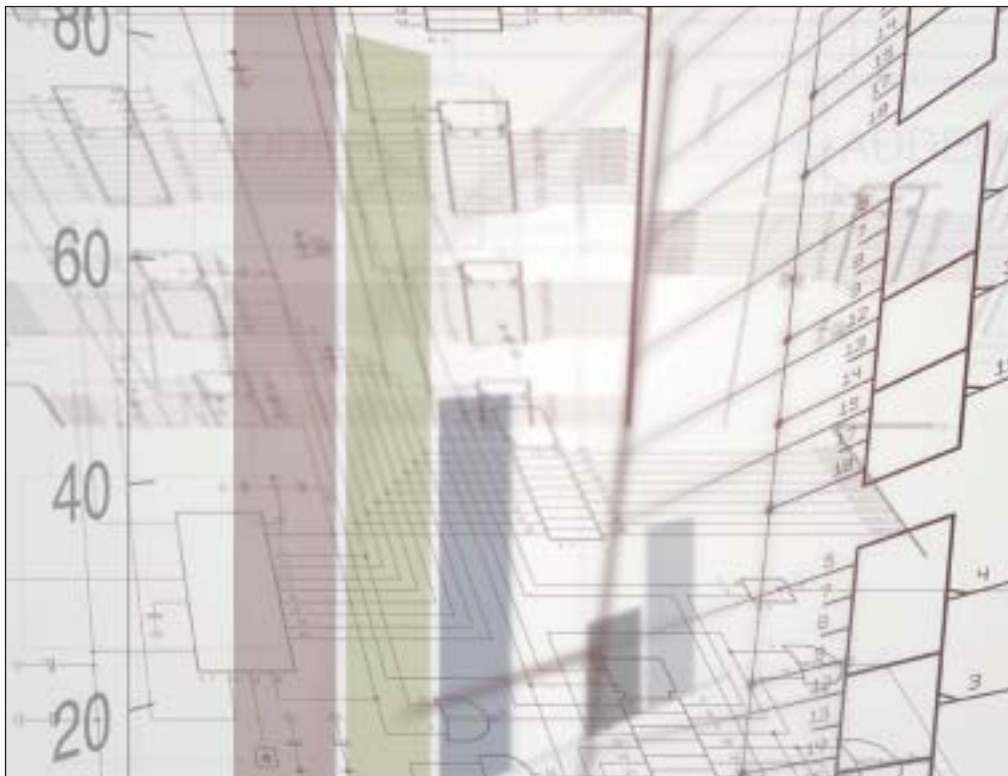


Análisis de la gestión de los fondos españoles de renta variable

Ibex-35: ¿Un índice difícil de superar? (*)



La industria de los fondos de inversión se consolida en el panorama financiero español, sumando en agosto de 2002 más de 172.000 millones de euros de patrimonio gestionado, frente a los apenas 7.000 millones a finales de 1990. Este espectacular crecimiento también se manifiesta en el número de partícipes, que a mediados del año 2002 alcanza la importante cifra de 7,3 millones frente al poco más de medio millón existentes en 1990 (*Fuente: INVERCO*). La considerable relevancia de este sector, así como la creciente cultura financiera de la sociedad española, conllevará una gran especialización de los profesionales de esta área, para de esta forma, poder satisfacer las necesidades de sus clientes.

Luis Ferruz Agudo
Profesor Titular de Finanzas.
Universidad de Zaragoza.

Joaquín López Pascual
Profesor Titular de Finanzas.
Universidad Rey Juan Carlos
de Madrid.

Luis Alfonso Vicente Gimeno
Profesor de Finanzas.
Universidad de Zaragoza.

La creciente profesionalización en el ámbito de la inversión colectiva se plasmará en distintas escuelas y métodos de gestión cada vez más definidos y defendidos por sus correspondientes actores. En este sentido podemos distinguir dos grandes estilos de administración de carteras: la gestión activa, que tratará de batir en términos de rentabilidad y riesgo al "benchmark" o índice de referencia de la cartera, y la gestión indexada que tendrá por objetivo la réplica del comportamiento de dicho índice de referencia. En definitiva, el objetivo último de la gestión indexada consistirá en reducir al máximo el "tracking error" o diferencia de seguimiento entre los resultados de nuestra cartera y el indicador de referencia. Una gestión activa tendrá sentido siempre que el índice de referencia presente alguna posibilidad de ser batido, puesto que si el mismo fuese lo suficientemente eficiente para evitar ser superado por los gestores de los fondos, no sería razonable el invertir recursos para lograrlo.

(*) Los autores desean agradecer los valiosos comentarios recibidos por los evaluadores de dicho estudio. Asimismo, agradecer a la D.G.E.S. e I.C. y al M.E.C. la concesión del proyecto de investigación PB97-1003, a la D.G.A. el proyecto P06-97 y a la Universidad de Zaragoza los proyectos 268-77 y 268-84. Obviamente, los posibles errores cometidos son de exclusiva y absoluta responsabilidad de los autores.

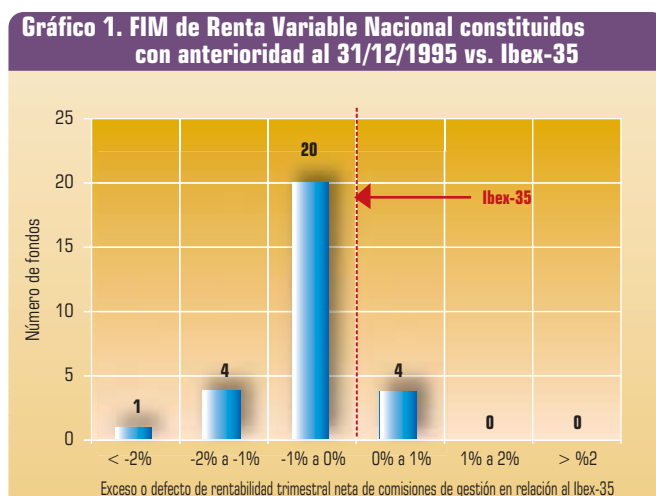
La dificultad de batir al "benchmark" es uno de los principios argumentados por los defensores de la indexación, la cual plantea la necesidad de replicar al índice objetivo lo más exactamente posible, ya que batirlo es realmente complicado.

John C. Bogle, presidente de la gestora de fondos estadounidense Vanguard, se autoproclamó "apóstol" de la gestión indexada en una conferencia pronunciada en la *Association for Investment Management and Research* en mayo de 1996. Para argumentar tan rotunda defensa de este estilo de gestión expuesto, entre otras razones, que durante el período entre 1971 y 1995 el 65% de los fondos de inversión norteamericanos habían sido batidos en términos de rentabilidad por el Standard & Poor's 500. Esta cifra se incrementaba para el año 1995, en el cual sólo el 15% de los fondos de inversión norteamericanos lograban batir a dicho índice. Para Bogle, estas cifras ponen de manifiesto lo complicado de batir que resulta este índice.

En este sentido cabría plantearnos la misma situación para el caso español, para de esta forma comprobar los resultados de la gestión de los fondos españoles en relación a su correspondiente indicador de referencia.

ANÁLISIS DE LA GESTIÓN EN ESPAÑA

El estudio realizado se centra en analizar el lustro comprendido entre 1996 y el año 2000. Para ello tomamos las rentabilidades trimestrales⁽¹⁾ de los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) que a lo largo de todos los veinte trimestres analizados han reflejado en sus carteras porcentajes de inversión en renta va-



< El análisis conjunto rentabilidad-riesgo a través del ratio de Sharpe da unos resultados especialmente favorables a la labor realizada por los gestores de fondos españoles invertidos en renta variable nacional, teniendo siempre muy en cuenta el "sesgo de supervivencia" >

riable nacional superiores al 70%. Como consecuencia de estas restricciones, la base de datos objeto de estudio incluye a 29 FIM, que reflejan a 31 de diciembre de 2000 un volumen patrimonial gestionado de más de 4.000 millones de euros, lo que representa el 56% de todo el patrimonio gestionado por fondos españoles en renta variable nacional a esa fecha.

A la hora de valorar todas las conclusiones en su justa medida habrá que tener en cuenta que el estudio se verá afectado por el "sesgo de supervivencia"⁽²⁾, según el cual, considerar exclusivamente los fondos supervivientes en un determinado período puede influir de forma signifi-

cativa y positiva en las conclusiones sobre la eficiencia en la gestión de esa muestra de fondos.

El índice de referencia de estas carteras que se ha tenido en cuenta es el Ibex-35, ya que a pesar de que no representa todo el mercado español, es un indicador mucho más fácilmente replicable que el Índice General de la Bolsa de Madrid que integra a un mayor y variado número de títulos. En concreto para el período 1996-2000, la rentabilidad trimestral media⁽³⁾ obtenida por el Ibex-35 ha sido del 5,752 %.

Si obtenemos las rentabilidades trimestrales medias de todos los fondos invertidos en renta variable nacional que han so-

brevidado en los cinco años estudiados, observamos que sólo 4 de los 29 analizados logran batir al índice de referencia, lo que representa un 13% del patrimonio analizado. Sin embargo, es llamativo que 20 de los 25 fondos batidos lo son por menos de un punto porcentual en la rentabilidad trimestral media, lo que pone de manifiesto lo ajustado de los rendimientos.

LA IMPORTANCIA DE LAS COMISIONES

Estos resultados nos pueden conducir hacia otro tipo de reflexión, en el sentido de que las rentabilidades trimestrales de los fondos analizados son netas de comisiones de gestión, por lo que nos podemos plantear hasta que punto las comisiones aplicadas por parte de las sociedades gestoras pueden influir a la hora de determinar el número de fondos que son capaces de batir a su lógico índice de referencia.

En España, las comisiones anuales de gestión cobradas por los Fondos de Inversión Mobiliaria están limitadas a un 2,25% del patrimonio del fondo. Para el caso de los fondos de inversión incluidos en nuestro estudio, el promedio de la comisión anual de gestión de los 29 fondos analizados para el último trimestre del año 2000 era del 2,08%, pudiendo constatar un abarataamiento progresivo de las mismas, puesto que en el año 1997 la comisión anual de gestión cobrada por término medio por los mismos fondos de inversión era del 2,21%.

Si procedemos a añadir a las rentabilidades trimestrales obtenidas, la proporción trimestral correspondiente de las comisiones

(1) Datos obtenidos de los informes trimestrales de la CNMV.

(2) Ver en Brown, Goetzmann, Ibbotson y Ross (1992): "Survivorship Bias in Performance Studies", The Review of Financial Studies, vol. 5, nº 4, Diciembre, p. 553-5580.

(3) A efectos de análisis estadístico, todas las medias incluidas en el presente estudio son medias aritméticas.

> de gestión aplicadas a cada fondo a lo largo del período analizado, obtenemos unos resultados considerablemente distintos a los anteriores, en el sentido de que 15 fondos han logrado obtener una rentabilidad trimestral media superior al 5,752% del Ibex-35. Si analizamos el gráfico 2, podemos apreciar que 25 de los 29 fondos analizados se mueven en entornos de rentabilidad trimestral media del $\pm 1\%$ en relación al Ibex-35, lo que indica unos comportamientos en términos de rentabilidad trimestral media muy similares al indicador referente.

Estos datos plantean una doble vertiente a la hora de valorar la gestión de los FIM españoles invertidos en renta variable nacional, en el sentido de que pese a que los gestores logran situarse muy próximos al Ibex-35 e incluso batirlo (15 fondos logran hacerlo), el descuento de sus correspondientes comisiones de gestión impide que los partícipes de dichos fondos perciban la bondad de su gestión en términos de rentabilidad, puesto que de los 15 fondos que lograban batir al Ibex-35, sólo 4 de ellos siguen haciéndolo después de comisiones.

Sin duda, la introducción del análisis de la eficiencia en la gestión de los fondos de inversión desde el punto de vista de los partícipes plantea de forma inmediata una importante limitación a la gestión indexada. Ésta consiste en que una indexación perfecta lograría replicar al índice de referencia de forma exacta, sin embargo una vez aplicadas las correspondientes comisiones su rentabilidad siempre quedaría por debajo del indicador de referencia, lo que sin duda la hace partir con desventaja desde el punto de vista del partícipe. Puede que ésta sea



una de las explicaciones al comportamiento tan próximo al Ibex-35 de los FIM españoles.

ANÁLISIS COMPARATIVO DEL RIESGO

El análisis del comportamiento de los FIM españoles en Renta Variable Nacional debería completarse con un seguimiento del riesgo asociado a los mismos en relación al soportado por el Ibex-35. La utilización de la desviación típica de las rentabilidades trimestrales como indicador del nivel de riesgo total soportado por las carteras nos da unos resultados realmente exitosos para los gestores españoles, en el sen-

tido de que tanto teniendo en cuenta las comisiones de gestión como si no se incorporan, 27 de los 29 fondos estudiados obtienen una desviación típica de sus rentabilidades trimestrales inferiores al 15,48%, que es nivel de riesgo asociado al Ibex-35.

El éxito de la gestión de los FIM españoles en relación al riesgo, pone de manifiesto la adecuada diversificación de activos que se lleva a cabo en las gestoras de fondos españolas, lo que sin duda alguna contribuye a aumentar el control sobre el nivel de riesgo soportado por la cartera.

Viendo estos últimos resultados poco podría aportar una gestión

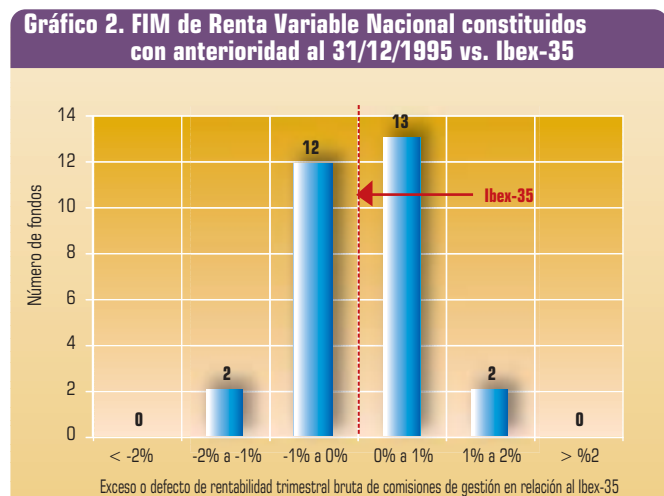
indexada de los fondos en relación al riesgo soportado por las carteras, ya que una gestión indexada perfecta replicaría igualmente el riesgo soportado por el índice de referencia, lo que empeoraría los resultados de 27 de los 29 fondos analizados para el caso español. Sin duda alguna, los límites de inversión existentes durante el período analizado en la reglamentación de las Instituciones de Inversión Colectiva han influido de forma significativa en los resultados⁽⁴⁾.

BINOMIO RENTABILIDAD-RIESGO

Para realizar un análisis conjunto rentabilidad-riesgo de la eficiencia en la gestión de los fondos de inversión que forman parte de nuestra muestra, utilizaremos el conocido índice de Sharpe⁽⁵⁾. Este ratio expresa la prima de rentabilidad que el fondo de inversión ofrece sobre el rendimiento libre de riesgo y por unidad de riesgo total soportado por dicho fondo. El riesgo total de cada fondo de inversión nos lo dará la desviación típica de las rentabilidades obtenidas cada trimestre por la cartera del fondo de inversión. Para obtener la rentabilidad trimestral media libre de riesgo se han tomado como referente los rendimientos de las operaciones repos a tres meses de letras del tesoro, la cuál ha sido del 1,062%.

La aplicación del ratio de Sharpe sobre los resultados del Ibex-35 arroja un resultado de $S_{IBEX-35} = 0,3029$. Por tanto, todos aquellos fondos de inversión que presenten un ratio superior a ese valor habrán presentado una gestión más eficiente que su supuesto benchmark, siempre según el tratamiento que de la rentabilidad y el riesgo hace el ratio propuesto por William F. Sharpe.

Si consideramos las rentabili-



(4) La nueva figura de los Fondos Índice, aprobada por el Real Decreto 91/2001 de 2 de febrero, liberaliza estos límites de inversión

(5) $S_p = (E_p - R_f) / \sigma_p$ Sharpe (1966): "Mutual Fund Performance", Journal of Business, n° 39, p 119-138.



[bibliografía]

des trimestrales de los distintos fondos analizados una vez ya descontadas las correspondientes comisiones de gestión, que es lo que efectivamente percibe el partícipe del fondo de inversión, la aplicación del ratio de Sharpe refleja que 16 de los 29 fondos de inversión analizados presentaban una mejor eficiencia en la gestión que el Ibex-35, lo que supone el 50% del volumen patrimonial analizado. Sin embargo, si trabajamos con rentabilidades anteriores al descuento de las correspondientes comisiones de gestión un total de 27 fondos de inversión de los 29 analizados logran batir el ratio de Sharpe del Ibex-35, lo que sin duda refleja unos excelentes resultados para la muestra analizada.

RESUMEN DE CONCLUSIONES

Todos los datos y conclusiones anteriormente presentadas nos llevan a plantearnos la gran relevancia de las comisiones a la hora de evaluar, en términos de rentabilidad, la bondad de la gestión de los fondos de inversión en relación a su correspondiente índice de referencia. Sobre la posibilidad de que nuestros FIM pudiesen batir al Ibex-35 en términos de rentabilidad, cabe responder que o bien se logra hacer o se está muy cerca de conseguirlo, si bien el descuento de las correspondientes comisiones de gestión reducen la respuesta a un no mayoritario. Sin embargo, el análisis conjunto rentabilidad-riesgo a través del ratio de Sharpe da unos resultados especialmente favorables a la labor realizada por los gestores de fondos españoles invertidos en renta variable nacional, teniendo siempre muy en cuenta el "sesgo de supervivencia" apuntado al principio del estudio por el cual los resultados podrían estar sesgados positivamente ha-

- BASARRATE, B.; G. RUBIO [1999]: "Non simultaneous prices and the evaluation of managed portfolios in Spain", *Applied Financial Economics*, 9, 273-281.
- BOGLE, J.C. [1996]: AIMR Annual Conference, may 1996. Atlanta, Georgia.
- BROWN, S.J.; W. N.GOETZMAN.; R. IBBOTSON; S. A. ROSS [1992]: "Survivorship bias in performance studies", *The Review of Financial Studies*, vol. 5, nº 4, december: 553-5580.
- CARHART, M. M. [1997]: "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance*, 52, 1, 57-82.
- ELTON, E.; GRUBER, M. . DAS, J.; and M. HLAVKA [1993]: "Efficiency with costly information: A reinterpretation of evidence for managed portfolios", *Review of Financial Studies*, 6, 1-22.
- FAMA, E.; K.R. FRENCH [1997]: "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- FERRANDO, M.; y C. LASSALA [1998]: "Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM de renta fija española en el período 1993-1995", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 27, 197-231.
- FERRUZ, L.; MARCO, I. y VICENTE, L.A. [2001]: "Los FIM y los Fondos de Pensiones en España. Análisis histórico de la última década.", *Actualidad Financiera*, Monográfico 1/2001: 87-101.
- FREIXAS, X.; J. M. MARIN; M. A. MARTÍNEZ, y G. RUBIO [1997]: *La evaluación de los fondos de inversión en España*. Biblioteca Civitas de Economía y Empresa. Madrid.
- GRUBER, M. [1996]: "Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds", *The Journal of Finance*, 51,3, 783-810.
- JEGADEESH, N; S. TITMAN [1993]: "Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency", *Journal of Finance*, 48, 65-91.
- KHORANA, A. [2001]: "Performance changes following top management turnover: evidence from open-end mutual funds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 3, 371-393.
- JENSEN, M. C. [1968]: "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance*, 23,2, 389-416.
- LAMOTHE, P. [1999]: *Gestión de carteras de acciones internacionales*. Ed. Pirámide. Madrid.
- MARKOWITZ, H. [1952]: "Portfolio selection", *Journal of Finance*, march, 77-91.
- MARTÍN, L.L. [1993]: "The evolution of passive versus active equity management", *Journal of Investing*, spring, 17-20.
- MARTÍNEZ, M. A. [2001]: "El puzzle de los fondos de inversión en España: Un enfoque de demanda", *Moneda y Crédito*, 213, 129-154.
- MATALLÍN, J. y M. FERNÁNDEZ [1999]: "Análisis de la performance a través del estilo del fondo de inversión", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 28, 413-442.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S.; y S. ÁLVAREZ OTERO [2000]: "La rentabilidad y persistencia de los resultados de los fondos de inversión españoles de renta variable", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXIX, 103, 15-36.
- RUBIO, G. [1992]: "La evaluación de los fondos de inversión: el análisis de la composición mensual de la cartera", *Revista Española de Economía*. Número monográfico sobre Mercados Financieros Españoles, 7-32.
- [1993]: "Performance measurement of managed portfolios", *Investigaciones Económicas*, enero, 17-1, 3-41.
- [1995]: " Further evidence on performance evaluation: portfolio holdings, recommendations and turnover costs", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 5, 127-153.
- REINGANUM, M.R. [1991]: "El colapso de la hipótesis del mercado eficiente", *Análisis financiero*, nº 55: 30-37.
- SHARPE, W.F. [1964]: "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- SHARPE, W.F. [1966]: "Mutual fund performance", *Journal of Business*, nº 39: 119-138.
- SHARPE, W.F. [1970]: *Portfolio theory and capital markets*. Ed. McGraw-Hill. Nueva York. Existe traducción al castellano: *Teoría de carteras y mercados financieros* (1975) en Ed. Deusto.
- SHARPE, W.F. [1975]: "Adjusting for risk in portfolio performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, winter, 29-34
- SHARPE, W.F. [1991]: "The arithmetic of active management", *Financial Analysts Journal*, january-february, 7-8
- SHARPE, W.F. [1992]: "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, winter, 7-19
- SHARPE, W.F. [1994]: "The Sharpe Ratio", *Journal of Portfolio Management*, Fall.
- SHARPE, W.F. [1998]: "Morningstar's risk-adjusted ratings", *Financial Analysts Journal*, 54, 4, july-august, 21-33.

cia la labor de los gestores, ya que no se tienen en cuenta los fondos de inversión que han ido desapareciendo a lo largo del período analizado. Sin embargo, poco podría aportar

la gestión indexada a estos resultados, puesto que la minoración de las comisiones de gestión a las rentabilidades obtenidas, generaría rendimientos inferiores a los ofrecidos por el índice de re-

ferencia correspondiente. En este sentido cabría destacar la importancia estratégica de las comisiones de gestión para los fondos que practiquen un tipo de gestión indexada. □