



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis del estilo de gestión de los fondos de
inversión de renta variable Euro

Autor/es

Sara Portero Megino

Director/es

Laura Andreu Sánchez

Facultad de Economía y Empresa

2014

Autor: Sara Portero Megino

Director: Laura Andreu Sánchez

Título: Análisis del estilo de gestión de los fondos de inversión de renta variable Euro

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO)

RESUMEN:

En este trabajo se realiza un análisis del estilo de gestión de los fondos de inversión mobiliaria de renta variable Euro comercializados en España. Lo que se pretende es dar a conocer si las habilidades que presentan los gestores de estos fondos son favorables, en lo que a renta variable se refiere puesto que estos fondos invierten mayoritariamente en este tipo de activos, en función de las expectativas de los mercados en cada uno de los periodos analizados. Para ello se obtendrán las rentabilidades brutas mensuales de cada uno de los fondos y, de acuerdo a la metodología de Sharpe (1992), se determinarán los índices de referencia que mejor expliquen el comportamiento de la rentabilidad obtenida para cada uno de los mercados en los que invierten estos fondos: renta variable, renta fija a medio plazo y activos líquidos. Por último, se estimarán las proporciones de inversión que mejor explican dicha rentabilidad y se expondrán las conclusiones pertinentes en función de los resultados obtenidos.

ABSTRACT:

A management style's analysis of European equity investment funds which are commercialized in Spain is made in this essay. The main objective is to determine whether the manager's skills are appropriated or not depending on the different market context used. These abilities are specially referred to the stock market because this sort of funds invest the most important part of the portfolio in this market. To analyze these skills, it will be necessary to obtain the monthly gross returns achieved by each fund and, according to the return-based style analysis proposed by Sharpe (1992), the most significant benchmarks will be used in order to explain the return reached. These specific benchmarks are: European equity Fixed Income and Cash. Finally, the investment proportions will be estimated so that the total return is well-specified and conclusions will be exposed in relation with the results obtained.

ÍNDICE DEL TRABAJO

Motivación y objetivos	5
1. Los fondos de inversión y sus características	7
1.1.Participaciones de los fondos de inversión	7
1.2.Comisiones	8
1.3.Otros aspectos relevantes	9
2. Evolución del mercado español de los fondos de inversión	11
3. Rentabilidad y riesgo de los fondos de inversión	16
4. Gestión de los fondos de inversión	19
5. Metodología aplicada	20
6. Base de datos y muestra utilizada	22
7. Resultados	23
8. Conclusiones	34
9. Bibliografía	38

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Distribución porcentual de los productos financieros preferidos por las familias españolas entre 2000 y 2013	12
Gráfico 2. Evolución del dinero gestionado (en millones de €) por los fondos de inversión entre 1989 y 2013 en el mercado español	13
Gráfico 3. Evolución del número de partícipes en el periodo 1989-2013 en España	14
Gráfico 4. Evolución del número de fondos de inversión en el mercado español entre 1989 y 2013	15
Gráfico 5. Rentabilidad media anual de los FIM de RV Euro y del Euro Stoxx 50	26
Gráfico 6. Rentabilidad mensual asociada a la gestión activa de los FIM de RV Euro	36

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Límites máximos de las comisiones impuestas a los fondos de inversión de carácter financiero	9
Tabla 2. Características fiscales básicas	10
Tabla 3. Tipología de fondos de inversión mobiliarios (FIM) de carácter financiero de acuerdo a los porcentajes de inversión en renta variable y renta fija	11
Tabla 4. Estadísticos descriptivos	24
Tabla 5. Correlaciones de las distintas alternativas de índices de referencia para los diferentes mercados	25
Tabla 6. Rentabilidad media, máxima y mínima de los FIM de renta variable Euro y rentabilidad media del Euro Stoxx 50	27
Tabla 7. Estimaciones de las betas para el horizonte temporal completo	28
Tabla 8. Comparación de las betas de Renta Variable en los distintos horizontes analizados	31

ÍNDICE DE ANEXOS

ANEXO I. Benchmark de cada uno de los FIM de RV Euro	40
ANEXO II. Estimación de beta para el horizonte temporal bajista comprendido entre el 28/04/2000 y el 31/03/2003	43
ANEXO III. Estimación de beta para el horizonte temporal alcista comprendido entre el 30/04/2003 y el 28/12/2007	44
ANEXO IV. Estimación de beta para el horizonte temporal bajista comprendido entre el 31/01/2008 y el 30/12/2011	45

MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS

Hoy en día existen multitud de productos financieros que abarcan rentabilidades y riesgos de todo tipo, pasando de los instrumentos más conservadores y sencillos a los más arriesgados y sofisticados. Sin embargo, la gran ventaja que ofrecen los fondos de inversión y lo que realmente los hace atractivos con respecto al resto es que, de acuerdo a las expectativas tanto de rentabilidad como de riesgo del inversor, existen multitud de ellos que recogen las características propias de todos los productos existentes en el mercado que, combinándolos en distintas proporciones o incluso seleccionando alguno de ellos en función de las necesidades de inversión, dan lugar a un nuevo instrumento con características propias.

Cuando un inversor decide invertir sus ahorros a medio o largo plazo en un fondo de inversión comercializado en España, se encuentra con un amplio abanico de posibilidades de las cuales no sabe muy bien cuál es la que se ajusta exactamente a sus necesidades de inversión, únicamente sabe que quiere la mayor rentabilidad asumiendo el menor riesgo posible de tal forma que permita el crecimiento de su patrimonio. Ante esta situación, la entidad financiera o el gestor individual al que acude este inversor le aconseja fondos de renta variable. Este tipo de fondos invierte un elevado porcentaje en renta variable la cual permite la obtención del crecimiento patrimonial deseado. Para compensar el exceso de riesgo que asume la renta variable, estos fondos invierten a su vez en otros activos como son la renta fija a medio y corto plazo para reducir los niveles de riesgo del producto y aumentar su liquidez.

Una vez controlados los aspectos más relevantes que afectan a las carteras que constituyen los fondos de inversión, ¿Por qué no pensar en renta variable de la Zona Euro? En realidad, tiene las mismas características que la renta variable española solo que incluye empresas tanto de España como de toda la Zona Euro consiguiendo de esta forma que el nivel de riesgo del fondo disminuya al combinar los distintos mercados de las dos zonas geográficas.

Esta combinación de distintos instrumentos financieros hace que su gestión sea más complicada que la de otros productos y de ahí que este trabajo se centre en el

análisis de esa gestión y sobretodo en la referida a la del mercado de renta variable por su importancia mayoritaria en este tipo de fondos. Para la consecución del análisis del estilo de gestión se van a estudiar los siguientes aspectos:

- La evolución del mercado de los fondos de inversión en España así como los factores que afectan a su funcionamiento.
- Las rentabilidades mensuales brutas de los fondos de inversión mobiliaria de renta variable Euro durante el periodo comprendido entre el 30 de junio de 1999 y el 31 de diciembre de 2011.
- Se determinarán los índices de referencia que mejor se ajusten a la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión analizados.
- Se realizará el análisis de estilo de gestión de los fondos de inversión según la metodología de Sharpe (1992) y de De Roon, Nijman y ter Horst (2004).
- Finalmente, se estimarán los porcentajes de inversión de cada una de las clases de activos en distintos subperiodos de tiempo para analizar si la gestión de los fondos llevada a cabo por los gestores ha sido la adecuada en función de las distintas circunstancias que afectan a los mercados financieros.

Para alcanzar los objetivos, el trabajo se ha dividido en ocho apartados. El primero explica brevemente en qué consisten los fondos de inversión y cuáles son sus características principales. El tercero desarrolla su evolución desde su incorporación en el mercado hasta la actualidad. El cuarto comenta aspectos que atañen a la rentabilidad y al riesgo necesarios para la comprensión de apartados posteriores. El quinto define cuáles son las características de diferentes alternativas de gestión y justifica por qué motivo es la gestión activa la que va a proporcionar mayores niveles de información. Los siguientes apartados van a referirse exclusivamente a la explicación de la metodología aplicada, los datos utilizados y a comentar los datos obtenidos así como las conclusiones finales.

1. LOS FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS CARACTERÍSTICAS

Los fondos de inversión son una clase de instrumentos financieros que pertenecen a la categoría de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) las cuales, según el artículo 1 de la Ley 35/2003, de 4 de Noviembre son *“aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”*.

Por lo tanto, los fondos de inversión son un tipo de producto financiero consistente en la formación de un patrimonio colectivo sin personalidad jurídica constituido por las aportaciones de un grupo variable de ahorradores denominados *partícipes*. Estas aportaciones realizadas son gestionadas por una entidad denominada *gestora*, la cual asume el dominio pero no la propiedad del mismo y cuyo objetivo es la inversión en diferentes tipos de activos, teniendo siempre en cuenta la vocación inversora fijada de antemano del mismo. Entre las múltiples tareas que desempeña esta sociedad destaca, además de la anterior, que es la encargada de elaborar el folleto informativo referido a estos productos. Asimismo, su actividad está controlada por otro tipo de entidad llamada *depositaria*, la cual se encarga de velar por los intereses de los partícipes del fondo.

1.1. PARTICIPACIONES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Para que los fondos puedan entrar en funcionamiento, el número mínimo de partícipes tiene que ser 100 y el patrimonio debe obtener un volumen de 3.000.000€ gestionados¹.

Una vez alcanzados los límites establecidos por la ley, hay que determinar el valor de cada una de las partes en las que está dividido el fondo denominadas participaciones. Dichas participaciones tienen un valor negociable en función del valor de mercado del fondo al que pertenecen y pueden coexistir distintos tipos dentro de un mismo fondo diferenciadas por el tipo de divisa, las comisiones aplicadas o las políticas

¹ Artículo 3.1 del Real Decreto 1082/2012.

de distribución de resultados². El valor liquidativo de estas participaciones se obtendrá como resultado de la división entre la parte del patrimonio al que pertenece y el número de participaciones en circulación. De acuerdo al artículo 7.4 de la Ley 35/2003, con carácter general, las suscripciones y los reembolsos se efectuarán en efectivo pudiendo suceder que, en ocasiones puntuales, se ejecuten mediante la entrega de bienes, valores o derechos adecuados conforme a la vocación inversora del fondo.

$$\text{Valor Liquidativo (VL)} = \frac{\text{Patrimonio del fondo}}{\text{Número de participaciones en circulación}}$$

1.2. COMISIONES

Al explicar el concepto de participación y su valor liquidativo, ha aparecido el concepto de comisión. Además de ser un elemento clave para la definición de los conceptos anteriores, es fundamental para determinar el rendimiento final que obtienen los partícipes del fondo por lo que hay que dedicarle especial atención a sus procedencias y límites máximos.

Según el artículo 8 de la Ley 35/2003, las comisiones pueden ser de depósito o de gestión en función de su recaudación por parte de la Sociedad Depositaria o de la Sociedad Gestora respectivamente. Asimismo, esta última puede cobrar comisiones a los partícipes bien por suscripción o por reembolso de las participaciones adquiridas. Igualmente, se podrán efectuar descuentos por suscripción y reembolso en favor de estos fondos. En lo que a su cálculo se refiere, existen varios procedimientos. Las comisiones pueden calcularse como un porcentaje sobre el patrimonio formado, en función del rendimiento obtenido o bien como una combinación de ambos métodos e incluso como un porcentaje sobre el valor liquidativo de la participación, pero todos ellos tendrán que respetar los límites máximos impuestos por la ley. Además, se pueden encontrar comisiones diferentes para distintas participaciones de un mismo fondo aunque las comisiones de gestión y depósito serán las mismas para las participaciones de una misma clase. Finalmente, toda la información referente a las comisiones se

² Artículo 7.1 de la Ley 35/2003 modificado por el número 3 del artículo único de la Ley 31/2011, de 4 de octubre.

puede encontrar tanto en el folleto informativo como en el documento con los datos fundamentales para los inversores. La Tabla 1 muestra los límites máximos legales de las comisiones en España para los fondos de inversión de carácter financiero.

Tabla 1. Límites máximos de las comisiones impuestas a los fondos de inversión de carácter financiero.

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 (2012). Características generales de las instituciones de inversión colectiva..

Pese a que la aplicación de las comisiones distorsionan el rendimiento final obtenido por cada uno de los partícipes, el resultado antes de su aplicación es consecuencia del rendimiento alcanzado por la inversión total del patrimonio formado, es decir, todos los partícipes obtienen la misma rentabilidad bruta con independencia del volumen de la aportación realizada y por tanto, permite tanto a grades capitalistas como a pequeños inversores invertir en un mismo producto financiero obteniendo el mismo nivel de diversificación de sus ahorros.

1.3. OTROS ASPECTOS RELEVANTES

Una de las principales ventajas de los fondos de inversión es la accesibilidad a una gran cantidad de mercados a los que, de forma individual, el partícipe difícilmente podría acceder.

También garantizan una gestión profesional ya que están gestionados por agentes que son perfectamente conocedores de la situación de los mercados y de la coyuntura económica por lo que cuentan, en términos generales, con una capacidad y un nivel de información mayor que el propio partícipe. Además, al tratarse de una

inversión colectiva, aprovecha las economías de escala para reducir los costes originados por operar en los diferentes mercados.

La fiscalidad es otro aspecto a tener en cuenta en la decisión sobre invertir o no en este producto. En el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), la transmisión o venta de sus participaciones, a partir de las cuales el inversor espera obtener una cierta rentabilidad, se consideran ganancias patrimoniales cuya base imponible es la del ahorro. Si dichas ganancias patrimoniales se obtienen en un plazo superior a 1 año, los primeros 6.000€ tributarán al 21%, los siguientes hasta alcanzar los 24.000€ tributarán al 25% y el resto lo harán al 27%. Por el contrario, si las ganancias patrimoniales se consiguen en un plazo inferior o igual a 1 año, éstas se gravarán al tipo marginal del IRPF, el cual oscila en torno al 24,75% y el 52%³. Asimismo, las ganancias están sometidas a una retención del 21%. La Tabla 2 compara las características fiscales básicas de los fondos de inversión con respecto a otros productos disponibles en el mercado financiero español.

Tabla 2. Características fiscales básicas.

	Trato fiscal	Base Imponible	Tributación ⁴	Retención
Fondos de Inversión	Ganancia Patrimonial	Ahorro	(1)	21%
Depósitos	Rendimiento del capital mobiliario	Ahorro	(2)	21%
Letras del Tesoro	Rendimiento del capital mobiliario	Ahorro	(2)	NO
Bonos y Obligaciones del Estado	Rendimiento del capital mobiliario	Ahorro	(2)	21%
Acciones	Ganancia Patrimonial	Ahorro	(1)	NO

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2014).

Por último, su amplia tipología lo convierte en un activo que se adecua muy bien a los diferentes perfiles que puede presentar el inversor en función de las diferentes

³ BME (2014). BOLSA: Revista de Bolsas y Mercados Españoles.

⁴NOTAS: (1) Las ganancias patrimoniales obtenidas en un plazo superior a 1 año tributan al 21% los primeros 6.000€, al 25% los siguientes hasta alcanzar los 24.000€ y el resto al 27%. Las obtenidas en un plazo inferior o igual a 1 año tributan al tipo marginal (entre 24,75% y 52%). (2) Tributan al 21% los primeros 6.000€, al 25% los siguientes hasta alcanzar los 24.000€ y el resto al 27%.

percepciones del riesgo que es capaz de asumir. La Tabla 3 muestra una pequeña parte de los diferentes tipos de fondos de acuerdo a su porcentaje de inversión en renta variable y renta fija. Además de éstos, existen otros que invierten tanto en Renta Variable como en Renta Fija Internacional, fondos cotizados (ETF's), etc.

Tabla 3. Tipología de fondos de inversión mobiliarios (FIM) de carácter financiero de acuerdo a los porcentajes de inversión en renta variable y renta fija.

Categoría	Renta fija	Renta variable
	Peso (%)	Peso (%)
FIAMM	100	–
FIM renta fija corto plazo	100	0
FIM renta fija largo plazo	100	0
FIM renta variable nacional	<25	>75
FIM renta variable euro	<25	>75
FIM renta fija mixta	>70	<30
FIM renta variable mixta	<70	Del 30 al 75
FIM garantizado renta fija	–	–
FIM garantizado renta variable	–	–
Fondos globales	–	–

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNMV (2002).

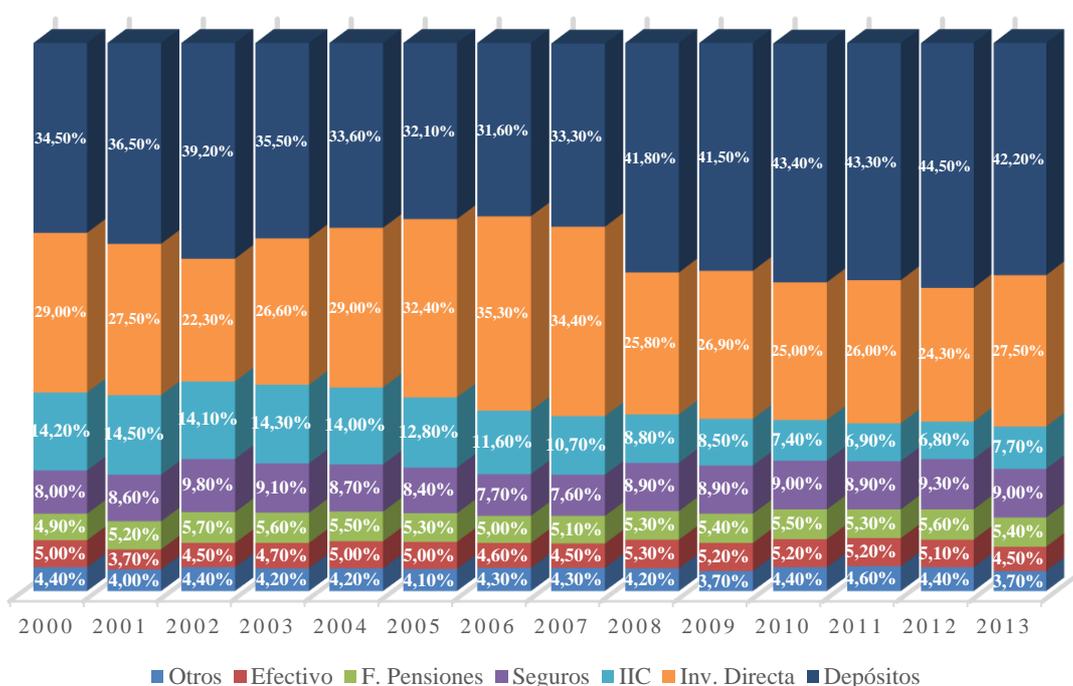
2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL DE FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión surgieron en España a mediados de los años 80. Por aquel entonces, este producto financiero no gozaba ni del desarrollo ni de la popularidad de los que dispone en la actualidad.

Fue a partir de los años noventa cuando este producto comenzó a experimentar un notable crecimiento. En este periodo se produjo una mejora en la situación de los mercados financieros que hasta entonces habían sufrido las consecuencias de las dos crisis consecutivas del petróleo y de la inestabilidad política del momento, las cuales habían desencadenado una etapa de decrecimiento marcada por unas elevadas tasas de inflación y desempleo.

Pese a esto, los productos de inversión preferidos por los españoles son, por antonomasia, los depósitos a plazo (Gráfico 1). Estos productos abarcan alrededor del 35% y el 44% del ahorro de las familias españolas durante el periodo comprendido entre los años 2000 y 2013, habiendo visto disminuida su proporción en los años previos a la crisis económica. A la cola se encuentran el resto de los productos financieros entre los cuales, los fondos de inversión tienen una repercusión que oscila entre valores del 7% y del 14% aproximadamente durante los años 2000 y 2013 contando con una evolución muy estable durante dicho periodo.

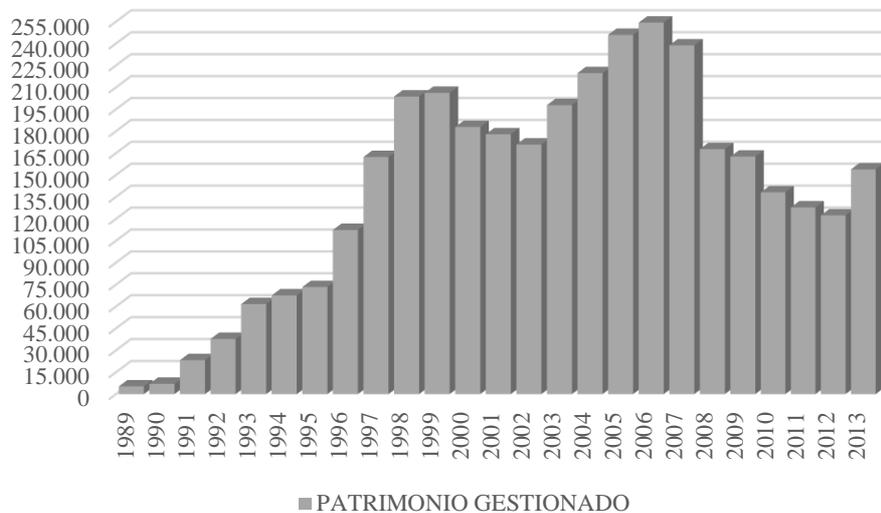
Gráfico 1. Distribución porcentual de los productos financieros preferidos por las familias españolas entre 2000 y 2013.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de INVERCO, informes 2006 y 2014.

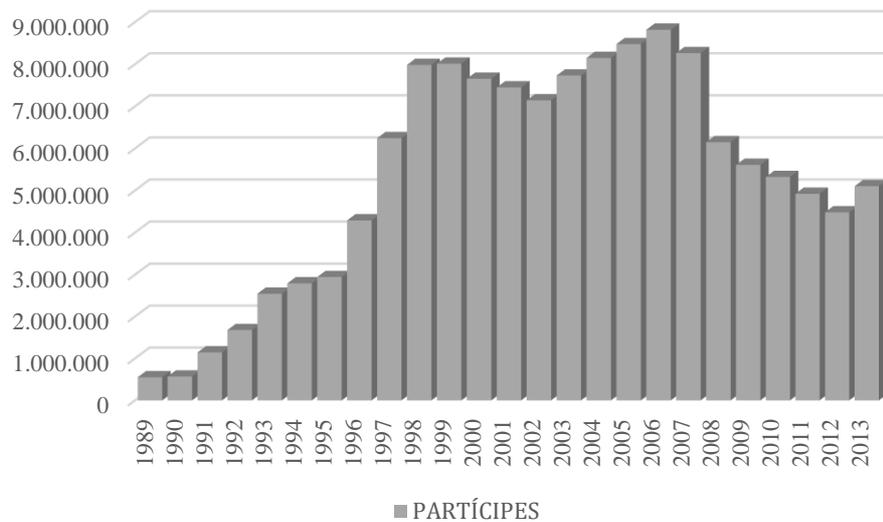
Para el estudio de la evolución de los fondos de inversión, es fundamental analizar tres aspectos que recogen todo lo ocurrido en esta industria a lo largo del tiempo y que son: el volumen de dinero gestionado, el número de fondos disponibles en el mercado y el número de partícipes⁵. El primer elemento y el tercero hacen referencia a la demanda de estos productos mientras que el segundo hace referencia a la oferta de los mismos.

⁵ FERRUZ AGUDO, LUIS et al. (2004).

Gráfico 2. Evolución del dinero gestionado (en millones de €) por los fondos de inversión entre 1989 y 2013 en el mercado español.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INVERCO.

Al inicio de los noventa, como muestra el Gráfico 2, los fondos de inversión eran un instrumento financiero con un elevado potencial emergente que a lo largo de la década experimentan un crecimiento paulatino que finaliza en el año 2000 donde el volumen de capital gestionado pasa de ser 200.000 millones de euros a aproximadamente 175.000 millones de euros. Este capital sigue disminuyendo hasta el año 2002 alcanzando un valor de 140.000 millones de euros ya que en este periodo se produjo una crisis a nivel bursátil debido a la conocida burbuja de las empresas “punto.com”. A partir de entonces el volumen de dinero gestionado por los fondos se intensifica llegando a alcanzar un valor de aproximadamente 250.000 millones de euros en 2006 hasta dejar atrás ese crecimiento puesto que ya, en 2007, comienzan a percibirse los primeros indicios de la crisis económica mundial que por aquel entonces y actualmente arremete contra los mercados financieros. Sin embargo, parece que esta situación comienza a cambiar a partir de 2013 ya que el volumen gestionado aumenta en un 25,75% con respecto al año anterior (pasa de gestionar 122.300 millones de euros en 2012 a 153.800 millones aproximadamente en el año 2013).

Gráfico 3. Evolución del número de partícipes en el periodo 1989-2013 en España.⁶

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INVERCO.

Como es evidente, la evolución que sigue el número de partícipes (Gráfico 3) es la misma que la del patrimonio gestionado (Gráfico 2). Por lo tanto, ambos gráficos reflejan tanto la gran aceptación que este tipo de instrumentos ha tenido en el mercado conforme han transcurrido los años, pasando de poco más de 500.000 partícipes en 1990 a casi nueve millones en 2006, como la paulatina disminución que se inicia como consecuencia de los primeros indicios de la crisis económica a partir de 2007.

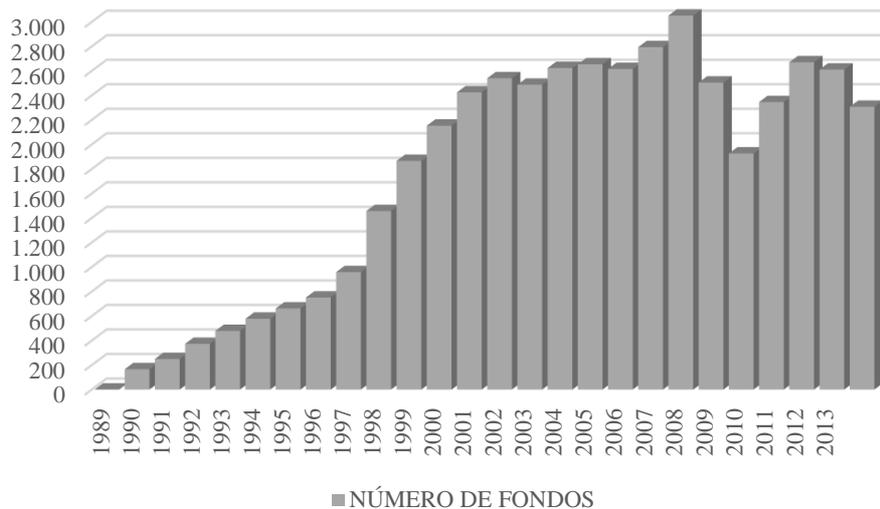
Por el lado de la oferta, el número de fondos de inversión (Gráfico 4) también ha sufrido un incremento exponencial hasta el año 2001 (como ocurría con el patrimonio gestionado y el número de partícipes) alcanzando ese mismo año el número de 2.500 fondos comercializados. A partir de este momento, como el volumen es tal, se mantiene más o menos estable experimentando una ligera subida en el año 2007 que retornará a niveles más bajos próximos a los del periodo comprendido entre 2001 y 2005 debido al efecto de la reestructuración del sistema bancario que se ha producido en España en estos últimos años. Aunque la crisis financiera estalló en el año 2008, la reestructuración bancaria española se ha producido con dos años de retraso con respecto a las acontecidas en el resto de los países de la Eurozona y en EEUU⁷. Por este motivo

⁶ El número de partícipes está sesgado ya que se ha tomado como muestra el número de partícipes de cada fondo comercializado en España pudiendo estar éstos presentes en más de un fondo de inversión.

⁷ Berges y Ontiveros (2011).

se ha desarrollado con mayor intensidad que en el resto (sobre todo en las Cajas de Ahorros), pasando de 45 Cajas de Ahorros en diciembre de 2009 a 12 en diciembre de 2013 de acuerdo al informe de avances de CECA del pasado mayo⁸.

Gráfico 4. Evolución del número de fondos de inversión en el mercado español entre 1989 y 2013.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INVERCO.

El análisis realizado sobre la evolución del mercado español de los fondos de inversión permite observar un evidente crecimiento inicial que, conforme va madurando, se va ajustando a las circunstancias que en cada momento afectan a la coyuntura económica y a la situación de los mercados financieros.

Este crecimiento y la propia madurez del mercado junto con la gran aceptación generada, han propiciado un alto grado de especialización y por tanto un amplio abanico de posibilidades de inversión capaces de adaptarse a cualesquiera que sean las necesidades de los inversores.

Esta especialización se fundamenta en los porcentajes de inversión tomados en los distintos tipos de activos existentes en el mercado que cada cartera adopta en función de su vocación inversora. Estos porcentajes de inversión adjudicados son fundamentales a la hora de determinar cuál va a ser la rentabilidad obtenida por las

⁸ CECA (2014).

carteras y por lo tanto cuál es el riesgo asumido ya que, para analizar el estilo de gestión de los fondos de inversión, se va a utilizar un contexto de lógica financiera en el que el riesgo va a ser remunerado, es decir, la asignación de mayores niveles de riesgo a la cartera va a implicar un aumento de la rentabilidad obtenida por la misma.

3. RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN⁹

El binomio rentabilidad-riesgo es uno de los factores más tenidos en cuenta por los inversores a la hora de seleccionar cualquier tipo de producto de inversión. Por ello, hay que dedicarles especial atención a su obtención y a los factores que los determinan.

Para determinar la rentabilidad obtenida por el fondo durante el periodo de tiempo en el que se ha invertido en él, tienen que ser conocidos los valores liquidativos (VL) inicial y final. La expresión para su cálculo es la siguiente:

$$\text{Rentabilidad (\%)} = \frac{VL_{final} - VL_{inicial}}{VL_{inicial}} \times 100^{10}$$

Una vez conocida la expresión general para la obtención de la rentabilidad, hay que preocuparse también por una serie de factores que le atañen como son la periodicidad y la publicación de su valor y las comisiones aplicadas.

Tradicionalmente, la Sociedad Gestora ha sido la encargada de la realización de dichos cálculos, los cuales eran computados diariamente. Sin embargo, actualmente no existe ninguna ley que regule la periodicidad de su cálculo ni tampoco su publicación. Por ello, por la naturaleza y por determinadas características de algunos de los activos en los que invierten, la periodicidad puede ser mayor: mensual, trimestral, etc.

⁹ CNMV (2006).

¹⁰ El cálculo correspondiente a los valores liquidativos se explica detalladamente en el apartado 1.1. Participaciones de los fondos de inversión.

Además de ser conocedores de la periodicidad en la que va a estar disponible la información, los inversores deben preocuparse por las fuentes en las que dicha información va a estar disponible.

Numerosas son las posibilidades de publicación de las rentabilidades conseguidas por los fondos: Inverco, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), boletines de las Bolsas de Valores, página web de la entidad, *Bloomberg* o *Reuters*. Además, el propio folleto informativo tiene un apartado específico en el que se expone el lugar de publicación del valor liquidativo así como el régimen de información periódica.

Por último, el inversor tiene que preocuparse por el impacto que las comisiones aplicadas al fondo van a suponer en la rentabilidad final (rentabilidad neta).

Todo lo descrito con anterioridad relativo a la rentabilidad es muy importante y común para todos los fondos pero además, los inversores deben tener en cuenta otro pilar básico como criterio de selección: las rentabilidades pasadas obtenidas por el fondo, sobre todo en aquellos que invierten mayoritariamente en Renta Fija ya que, debido a las características propias de este tipo de activos, el rendimiento que obtienen no está tan vinculado al contexto económico como los fondos que invierten mayoritariamente en renta variable. Por lo tanto, las rentabilidades pasadas conseguidas son una buena fuente de información acerca de su comportamiento en el futuro.

Es fundamental conocer cuáles son los agentes que alteran la rentabilidad final de los fondos ya que de esta forma se tiene controlada una de las partes que condiciona su valor. No obstante, su rentabilidad depende fundamentalmente de la rentabilidad de los activos en los que invierten, la cual puede ser tanto positiva como negativa y cuyo valor va a depender del riesgo asumido por los mismos. Este último depende, a su vez, del tipo de fondo seleccionado y también de los activos en los que invierten. Su cálculo se obtiene a partir de la expresión de la varianza (σ^2), la cual mide la dispersión de las rentabilidades (r_i) de cada activo con respecto a su media (\bar{r}).

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n}$$

siendo n el número de activos en los que se invierte en la cartera

Atendiendo al riesgo como elemento diferenciador entre un fondo u otro o incluso entre otro tipo de producto financiero, hay que tener en cuenta el riesgo que el inversor está dispuesto a asumir (perfil de riesgo del inversor), el horizonte de inversión y su gestión.

El horizonte de inversión es un elemento clave, especialmente para los fondos garantizados ya que éstos obligan al inversor a cumplir con una serie de restricciones que afectan a la liquidez si quieren mantener su derecho a tener asegurado un porcentaje del capital invertido. También afecta al resto de fondos, aunque en menor medida, puesto que la probabilidad de que la rentabilidad obtenida sea positiva o negativa, en cualquiera que sea el momento del reembolso, es la misma.

Generalmente, los fondos de inversión posibilitan, en mayor medida que otro tipo de productos, el control del riesgo asumido dada la vocación inversora de los mismos gracias a la diversificación de los activos que supone su gestión.

El concepto de diversificación surge de la idea de cómo gestionar el riesgo. Henry Markowitz, en su *Portfolio Selection* de 1952 ya comenta la posibilidad de obtener un menor nivel de riesgo a través de una adecuada selección de activos en los que invertir cuyas varianzas y covarianzas favorecen la disminución del riesgo global de la cartera debido a que aunque la varianza, por su expresión va a ser siempre positiva, las covarianzas pueden ser tanto positivas como negativas en función de la relación existente entre los distintos títulos (s y q).

$$\sigma_{sq} = \frac{\sum_{i=1}^n (r_s - \bar{r}_s)(r_q - \bar{r}_q)}{n}$$

siendo n el número de activos en los que se invierte en la cartera

Es decir que, gracias a la diversificación, el riesgo de la cartera es menor que la media de los riesgos de cada uno de los títulos individuales en los que invierte. Este fenómeno se debe a que el riesgo total de la cartera está definido por dos componentes, uno que se refiere a las características propias de cada título y el cual puede reducirse mediante la incorporación de otros títulos cuyas correlaciones son negativas (riesgo específico), y otro que depende de circunstancias que afectan a todos los títulos por igual y que no puede disminuir (riesgo sistemático o de mercado).

La complejidad del modelo de Markowitz para calcular el riesgo total de la cartera (Matriz de Varianzas y Covarianzas) y la metodología empleada para la optimización del binomio rentabilidad-riesgo fueron rebatidas y mejoradas por el modelo de mercado de William F. Sharpe (1963), cuya aportación a la teoría de la gestión de carteras se basó en la idea de expresar de forma global cada uno de los comportamientos de los títulos en los que la cartera invierte como el comportamiento del índice de referencia (*benchmark*) que representa el mercado financiero en el que operan. Este hecho se justifica, además, por la mayor importancia que tiene el riesgo de mercado de la cartera con respecto al riesgo específico ya que si la cartera está bien diversificada, el riesgo de la cartera vendrá definido por el riesgo de mercado¹¹.

4. GESTIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Como se ha comentado en el apartado anterior, el binomio rentabilidad-riesgo viene determinado por los activos en los que invierte la cartera. Por tanto, la tarea del gestor es determinar adecuadamente cuáles van a ser esos activos y sus proporciones de acuerdo a la vocación inversora de los fondos. Una vez determinados los elementos anteriores, el gestor puede optar por gestionar las carteras bien de forma pasiva o bien de forma activa. Estas alternativas de gestión presentan dos diferencias fundamentales.

La gestión pasiva se ciñe únicamente a la elección de los *benchmarks*, es decir, su estilo de gestión es constante en el tiempo mientras que la gestión activa, además,

¹¹ BREALEY, RICHARD A. (2010).

implica la adecuación de la cartera a las distintas circunstancias del mercado aprovechándolas en su beneficio.

De esta primera diferencia es consecuencia directa la segunda. La gestión pasiva obtendrá una rentabilidad similar a la del *benchmark* replicado siendo ésta ligeramente inferior debido al efecto de las comisiones aplicadas y de la capacidad de la cartera formada para replicar al índice de mercado (*Tracking Error*). La gestión activa, por su parte, sí que puede dar lugar a rentabilidades superiores a las conseguidas por el *benchmark* seguido siempre y cuando la gestión se haya realizado correctamente.

Esta capacidad de adaptación de la cartera por parte del gestor se pone de manifiesto bien variando los porcentajes de inversión de cada una de las clases de activos (habilidad de sincronización con el mercado o *market timing*) o bien variando los porcentajes de inversión de los distintos títulos (habilidad de selección por parte del gestor o *stock picking*) en los que se invierte. Pese a que estas habilidades tienen efecto tanto cuando se aplican a los activos de renta fija como a los de renta variable, el efecto se manifiesta principalmente cuando se lleva a cabo en estos últimos.

Por todas estas razones, es clave analizar el estilo de gestión de las carteras, sobre todo en aquellas en las que se realiza gestión activa, para así poder comprobar que la labor de los gestores aporta valor añadido a la inversión realizada.

5. METODOLOGÍA APLICADA

El estudio empírico a realizar va a permitir determinar si las habilidades tanto de sincronización como de selección llevadas a cabo por el gestor aportan valor añadido a los inversores. Para ello, la metodología empleada va a combinar la teoría propuesta por Sharpe en el artículo "*Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement*" (1992) y las correspondientes incorporaciones de De Roon, Nijman y ter Horst en el artículo "*Evaluating style analysis*" (2004). Esta combinación de teorías explica la rentabilidad obtenida por una cartera a partir de la suma de las rentabilidades alcanzadas por cada uno de los activos financieros en los que invierte la cartera,

ponderados en función de su importancia en la misma. El modelo genérico para llevar a cabo un análisis de estilos de gestión es el siguiente:

$$R_p = \beta_0 + \beta_1 R_1 + \beta_2 R_2 + \dots + \beta_n R_n + \varepsilon_t \quad \text{con } \sum_{i=1}^n \beta_i = 1 \text{ y } \beta_i > 0 \text{ con } i = 1, 2, \dots, n$$

La ecuación anterior hace referencia a la obtención de la rentabilidad de la cartera (R_p), donde las β_i representan los porcentajes de inversión en los distintos activos financieros, R_i sus correspondientes rentabilidades y el término β_0 hace referencia a las habilidades del gestor para obtener una rentabilidad superior a la obtenida por la ponderación de los distintos tipos de activos en los que invierte. Si β_0 es positiva, el gestor de la cartera habrá sido capaz de batir al mercado mientras que si por el contrario β_0 es negativa, no lo habrá sido. Por su parte, ε_t reúne toda la información que el resto de los parámetros que determinan la rentabilidad del fondo de inversión p no han sido capaces de capturar. Por tanto, el estilo de gestión de los fondos de inversión viene determinado por las β_i que mejor explican su rentabilidad.

Para poder llevar a cabo el estilo de gestión es necesario contar con las rentabilidades de cada una de las clases de activos durante un periodo de tiempo analizado (en este estudio desde el 30 de junio de 1999 hasta el 30 de diciembre de 2011). El análisis será tanto mejor conforme mayor sea la independencia y representatividad de cada uno de los índices de referencia¹². Posteriormente, se analizará el estilo de inversión de estas carteras en distintos periodos de tiempo para comprobar si efectivamente los porcentajes de inversión en los distintos tipos de activos se han ido ajustando a las diferentes situaciones del mercado (*Time-Varying Beta*) y si la gestión activa realizada por el gestor ha conseguido adecuarse de tal forma que las bajadas en la rentabilidad hayan sido menos agresivas o incluso positivas y las subidas más importantes que las del propio mercado de referencia.

¹² Matallín y Fernández (1999)

6. BASE DE DATOS Y MUESTRA UTILIZADA

Para llevar a cabo el análisis se han tomado como muestra los 188 FI de renta variable Euro comercializados en España en el periodo comprendido entre el 30 de junio de 1999 y el 30 de diciembre de 2011. La base de datos utilizada no tiene sesgo de supervivencia dado que incluye fondos que han podido desaparecer a lo largo del horizonte temporal de estudio. Estos datos fueron proporcionados por el supervisor del mercado español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Para realizar el análisis de estilo de gestión, se calculan en primer lugar las rentabilidades brutas mensuales de cada uno de los fondos. Para ello, se toman sus valores liquidativos mensuales (RN) correspondientes al último día hábil de cada mes¹³. Dichos valores liquidativos y por tanto la rentabilidad obtenida a través de ellos es una rentabilidad neta dado que tiene en cuenta el efecto de las comisiones¹⁴ (c). Por tanto, hay que eliminar ese impacto para hallar las rentabilidades brutas (RB) que son las necesarias para realizar la posterior selección del *benchmark*. De este modo, se compararán las rentabilidades brutas obtenidas de los fondos con las de los *benchmarks* y así se podrá verificar que el modelo tiene poder explicativo y por tanto, está bien especificado. Para la obtención de la rentabilidad bruta se utiliza la siguiente expresión:

$$1 + RB = \frac{1 + RN}{1 - c}$$

Una vez halladas las rentabilidades brutas, el segundo paso es conocer cuál es el *benchmark* de referencia de cada uno de los fondos de inversión objeto de estudio. Dicha información se obtuvo de la base de datos de Morningstar (ver anexo I).

Después de haber obtenido la información de referencia, se realizará un análisis de la correlación de los *benchmarks* más representativos de las diferentes clases de activos que pueden formar parte de las carteras de los fondos de inversión de renta variable Euro que cumplan con las condiciones de independencia, exclusividad e

¹³ Se considera como día hábil aquel que no sea ni fin de semana ni festivo.

¹⁴ Las comisiones que se han tenido en cuenta para la obtención de la rentabilidad bruta de los fondos de inversión son las comisiones de gestión (sobre patrimonio) y de depósito.

exhaustividad impuestas por Sharpe (1992). En el caso particular de estos fondos, los índices de referencia van a ser los referidos a los mercados de RV, RF y activos líquidos (*Cash*).

De este modo, la rentabilidad de los fondos de renta variable Euro va a quedar definida de la siguiente manera de acuerdo a la metodología empleada:

$$R_p = \beta_0 + \beta_{RV} R_{RV} + \beta_{RF} R_{RF} + \beta_{CASH} R_{CASH} + \varepsilon_t$$

con $\beta_{RV} + \beta_{RF} + \beta_{CASH} = 1$ y $\beta_{RV} > 0, \beta_{RF} > 0$ y $\beta_{CASH} > 0$

Por último, se realizará el análisis de estilos de los fondos de inversión de renta variable Euro para todo el horizonte temporal así como para diferentes subperiodos de tiempo que permitirán discriminar entre las distintas fases de los mercados de renta variable por ser éstos los que explican mayoritariamente la rentabilidad alcanzada por este tipo de fondos (la proporción de inversión en RV de estos fondos es como mínimo del 75%).

7. RESULTADOS

La Tabla 4 muestra unas estadísticas descriptivas anuales sobre el volumen de patrimonio gestionado, el número de partícipes y el número de fondos que componen la muestra analizada durante el periodo 1999-2011.

Tabla 4. Estadísticos descriptivos.

	Patrimonio gestionado	Partícipes	Número de fondos
dic-99	206.195.724	8.012.123	2.153
dic-00	182.842.394	7.655.441	2.425
dic-01	177.849.237	7.448.815	2.540
dic-02	170.814.002	7.142.193	2.487
dic-03	197.856.886	7.731.354	2.623
dic-04	219.730.511	8.148.140	2.654
dic-05	245.886.803	8.477.425	2.616
dic-06	254.306.384	8.819.809	2.794
dic-07	238.698.641	8.264.240	3.051
dic-08	167.654.923	6.147.542	2.505
dic-09	162.566.623	5.608.725	1.926
dic-10	138.079.779	5.320.522	2.345
dic-11	127.771.909	4.922.063	2.670

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INVERCO.

La Tabla 5 muestra los resultados del estudio de las correlaciones de los *benchmarks* inicialmente seleccionados como posibles representantes de las tres grandes clases de activos (renta variable, renta fija y liquidez). Concretamente, de renta variable se consideraron los *benchmarks* EuroStoxx 50 e Ibex35 (información obtenida de la base de datos Datastream), para la renta fija se utilizaron la Deuda Pública a 5 y 3 años y las Letras del Tesoro a 1 año (información obtenida de la base de datos de AFI) y para los activos líquidos se consideraron las Repos a 1 día sobre las Letras del tesoro (información obtenida de la base de datos de AFI). Los índices seleccionados que van a permitir el análisis del estilo de gestión de los FIM de RV Euro son el Euro Stoxx 50, la Deuda Pública Española a 3 años y las Letras del Tesoro a 1 año respectivamente.

Tabla 5. Correlaciones de las distintas alternativas de índices de referencia para los diferentes mercados.

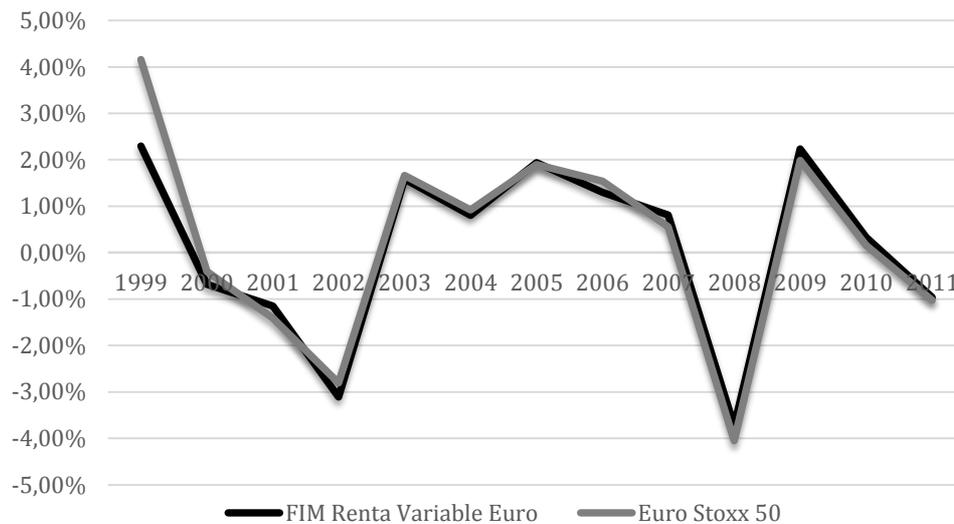
	Euro Stoxx 50	Ibex 35	Deuda Pública a 5 años	Deuda Pública a 3 años	Letras del Tesoro a 1 año	Cash
Euro Stoxx 50	1	,870**	-,195*	-,198*	-,188*	-,167*
Ibex 35		1	-0,03	-0,038	-0,045	-0,134
Deuda Pública a 5 años			1	,976**	,826**	0,071
Deuda Pública a 3 años				1	,860**	0,099
Letras del Tesoro a 1 año					1	,271**
Cash						1

** . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (2 colas).

* . La correlación es significativa en el nivel 0,05 (2 colas).

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

El Euro Stoxx 50 es un índice de referencia formado por las 50 empresas que cotizan en los mercados de valores de la Zona Euro y que mayor capitalización bursátil y liquidez presentan. El 38,83% de los 188 FIM RV Euro analizados lo toman como referencia (ver anexo I). Este porcentaje es menor de lo que debiera esperarse porque en abril del año 2009, la CNMV modificó las denominaciones de las vocaciones inversoras de los fondos afectando ésta a los FIM de RV Euro ya que se incluyeron como tal los FIM de RV Nacional. Pese a este porcentaje, el Gráfico 5 muestra evidencias suficientes sobre la similitud entre las rentabilidades alcanzadas por el Euro Stoxx 50 y los FIM de RV Euro.

Gráfico 5. Rentabilidad media anual de los FIM de RV Euro y del Euro Stoxx 50.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

El gráfico anterior refleja también las distintas etapas que ha experimentado el mercado de renta variable Euro durante el periodo 1999-2011. Hasta 2003 se observa una tendencia bajista intensa que coincide con el estallido y desarrollo de la burbuja de las “punto.com” que comenzó en EEUU en el año 2000 y tuvo su principal efecto en España un año después con la caída del precio de empresas como Jazztel y Terra¹⁵ y en la que el Euro Stoxx 50 pasa de un 4% a un -3% de rentabilidad. Después el mercado sube y se mantiene en un nivel constante de rentabilidad que oscila en torno al 1% y 2% hasta principios de 2008 que, coincidiendo con el estallido de la crisis económica en España¹⁶, es cuando la rentabilidad alcanza su valor mínimo (-4%), se recupera durante el año (2%) y vuelve a bajar hasta el final del periodo.

Por su parte, la Tabla 6 muestra numéricamente las rentabilidades medias anuales de los fondos y del índice, las rentabilidades máximas y mínimas anuales alcanzadas por los fondos siendo en el año 2009 donde toma el valor más alto (14,74%) y en 2002 el más bajo (-16,46%).

¹⁵ *El País* (marzo 2010).

¹⁶ COLOM, AGUSTÍ (2012).

Tabla 6. Rentabilidad media, máxima y mínima de los FIM de renta variable Euro y rentabilidad media del Euro Stoxx 50.¹⁷

	Máximo FIM RV Euro	Media FIM RV Euro	Mínimo FIM RV Euro	Media Euro Stoxx 50
1999	7,98%	2,30%	-4,82%	4,16%
2000	6,58%	-0,68%	-7,39%	-0,41%
2001	7,34%	-1,15%	-13,68%	-1,41%
2002	11,22%	-3,11%	-16,46%	-2,81%
2003	13,77%	1,59%	-6,79%	1,66%
2004	3,17%	0,80%	-3,60%	0,92%
2005	5,81%	1,94%	-3,61%	1,90%
2006	3,42%	1,30%	-4,15%	1,54%
2007	5,31%	0,81%	-3,83%	0,56%
2008	5,93%	-3,73%	-13,79%	-4,05%
2009	14,74%	2,23%	-11,02%	1,99%
2010	8,27%	0,33%	-6,87%	0,16%
2011	10,31%	-0,96%	-13,76%	-1,03%

Fuente. Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

Para determinar cuál es el índice de RF que mejor se ajusta, se compara el comportamiento de las Letras del Tesoro a 1 año y de la Deuda Pública a 3 y 5 años. Sus correlaciones están próximas a 1 y además son significativas. Las Letras del Tesoro se descartan puesto que están significativamente correladas con el índice representativo de la liquidez y definitivamente se opta por la Deuda Pública a 3 años debido a que la Deuda Pública a 5 años no cumple con las expectativas del horizonte de inversión de los fondos analizados. A continuación se muestra una tabla con las estimaciones obtenidas de su estilo de gestión así como del coeficiente de determinación del modelo utilizado.

¹⁷ La rentabilidad media, máxima y mínima anual de los FIM de RV Euro se ha calculado a partir de la rentabilidad bruta mensual de cada uno de ellos. Ocurre lo mismo para el índice de referencia Euro Stoxx 50.

Tabla 7. Estimaciones de las betas para el horizonte temporal completo.

	Beta0	BetaRV	BetaRF	BetaCash	R ²		Beta0	BetaRV	BetaRF	BetaCash	R ²
F1	0,20%	91,80%	0,00%	8,20%	94,40%	F42	0,20%	83,30%	15,10%	1,60%	92,30%
F2	0,10%	95,50%	0,00%	4,50%	99,80%	F43	-0,10%	69,30%	0,00%	30,70%	97,80%
F3	0,40%	77,80%	0,50%	21,70%	91,90%	F44	-0,20%	79,70%	0,00%	20,30%	90,70%
F4	0,20%	86,20%	7,70%	6,10%	94,20%	F45	-0,10%	89,30%	0,00%	10,70%	82,80%
F5	0,00%	72,00%	28,00%	0,00%	87,90%	F46	0,20%	88,50%	0,00%	11,50%	92,90%
F6	0,10%	100%	0,00%	0,00%	96,10%	F47	0,20%	93,90%	0,00%	6,10%	97,40%
F7	0,10%	40,10%	59,90%	0,00%	64,40%	F48	-0,30%	95,60%	4,40%	0,00%	92,10%
F8	0,40%	49,30%	0,00%	50,70%	62,40%	F49	-0,01%	100%	0,00%	0,00%	97,10%
F9	-0,80%	54,00%	0,00%	46,00%	73,10%	F50	0,20%	99,70%	0,00%	0,30%	99,60%
F10	-0,60%	86,00%	0,00%	14,00%	93,70%	F51	0,00%	100%	0,00%	0,00%	91,10%
F11	1,31%	83,42%	16,58%	0,00%	57,70%	F52	0,20%	97,50%	0,00%	2,50%	98,70%
F12	-0,60%	100%	0,00%	0,00%	87,90%	F53	-0,30%	82,90%	0,00%	17,10%	92,30%
F13	0,20%	100%	0,00%	0,00%	97,20%	F54	0,20%	95,90%	0,00%	4,10%	97,10%
F14	-0,20%	92,70%	0,00%	7,30%	96,60%	F55	0,40%	95,20%	0,00%	4,80%	97,60%
F15	0,60%	80,30%	0,00%	19,70%	86,10%	F56	0,60%	67,40%	3,40%	29,20%	82,40%
F16	0,10%	97,70%	0,00%	2,30%	99,40%	F57	0,50%	88,40%	10,30%	1,30%	68,00%
F17	0,20%	76,70%	0,00%	23,30%	89,80%	F58	-0,20%	86,40%	13,60%	0,00%	92,20%
F18	-0,10%	96,80%	0,00%	3,20%	87,40%	F59	0,10%	90,50%	9,50%	0,00%	92,20%
F19	0,90%	82,30%	0,00%	17,70%	67,90%	F60	0,10%	87,70%	0,00%	12,30%	97,30%
F20	-0,20%	100%	0,00%	0,00%	71,20%	F61	-0,40%	86,60%	0,00%	13,40%	94,20%
F21	0,20%	92,60%	0,00%	7,40%	97,10%	F62	-0,20%	79,90%	0,00%	20,10%	92,90%
F22	0,70%	71,30%	17,90%	10,70%	68,10%	F63	0,00%	93,20%	0,00%	6,80%	92,20%
F23	0,40%	61,70%	38,30%	0,00%	79,70%	F64	0,20%	69,00%	13,40%	17,50%	98,40%
F24	-0,30%	78,50%	0,00%	21,50%	80,70%	F65	0,50%	89,60%	0,00%	10,40%	86,90%
F25	0,40%	78,50%	0,00%	21,50%	84,50%	F66	0,10%	90,60%	0,00%	9,40%	96,80%
F26	0,40%	80,00%	20,00%	0,00%	74,10%	F67	-0,10%	81,70%	1,90%	16,40%	97,10%
F27	-0,10%	73,50%	0,00%	26,50%	91,90%	F68	0,90%	75,20%	0,00%	24,80%	75,60%
F28	-0,20%	65,10%	0,00%	34,90%	98,70%	F69	0,10%	88,10%	0,00%	11,90%	97,70%
F29	0,10%	75,00%	3,00%	22,00%	95,10%	F70	1,20%	66,00%	27,80%	6,20%	93,40%
F30	0,10%	91,00%	0,00%	9,00%	94,40%	F71	0,30%	100%	0,00%	0,00%	98,10%
F31	0,30%	81,00%	0,00%	19,00%	59,00%	F72	0,10%	68,50%	10,90%	20,70%	82,90%
F32	0,10%	100%	0,00%	0,00%	98,30%	F73	0,10%	89,40%	7,10%	3,50%	96,20%
F33	-0,20%	63,40%	0,00%	36,60%	88,30%	F74	0,20%	90,10%	0,00%	9,90%	95,20%
F34	0,60%	88,90%	0,00%	11,10%	85,80%	F75	0,50%	81,90%	18,10%	0,00%	83,50%
F35	0,20%	83,40%	13,90%	2,80%	92,30%	F76	1,00%	100%	0,00%	0,00%	56,60%
F36	0,00%	77,60%	0,00%	22,40%	80,90%	F77	0,00%	100%	0,00%	0,00%	93,70%
F37	-0,40%	82,30%	9,30%	8,40%	88,40%	F78	-0,10%	77,00%	0,00%	23,00%	91,70%
F38	0,00%	83,10%	0,00%	16,90%	91,50%	F79	0,10%	99,20%	0,80%	0,00%	97,00%
F39	-0,10%	89,60%	0,00%	10,40%	93,50%	F80	0,10%	100%	0,00%	0,00%	97,30%
F40	0,70%	90,10%	9,90%	0,00%	85,80%	F81	0,30%	100%	0,00%	0,00%	89,50%
F41	0,20%	100%	0,00%	0,00%	97,50%	F82	0,40%	100%	0,00%	0,00%	73,70%

	Beta0	BetaRV	BetaRF	BetaCash	R ²		Beta0	BetaRV	BetaRF	BetaCash	R ²
F83	0,00%	91,00%	9,00%	0,00%	80,90%	F124	0,60%	86,40%	0,00%	13,60%	68,10%
F84	-0,40%	100%	0,00%	0,00%	83,90%	F125	-0,30%	81,10%	0,00%	18,90%	62,20%
F85	0,10%	54,90%	21,00%	24,10%	96,90%	F126	0,40%	95,40%	0,00%	4,60%	90,80%
F86	0,70%	72,20%	27,80%	0,00%	75,20%	F127	0,00%	83,50%	0,00%	16,50%	95,40%
F87	0,80%	62,80%	0,00%	37,20%	61,10%	F128	1,10%	40,30%	59,70%	0,00%	75,40%
F88	-0,20%	88,80%	0,00%	11,20%	96,80%	F129	0,00%	90,90%	1,80%	7,40%	98,30%
F89	0,00%	91,50%	0,00%	8,50%	93,10%	F130	0,50%	77,50%	0,00%	22,50%	89,90%
F90	0,30%	89,00%	0,00%	11,00%	97,40%	F131	0,80%	66,10%	0,00%	33,90%	76,50%
F91	-0,70%	89,90%	0,00%	10,10%	92,20%	F132	0,20%	84,30%	15,70%	0,00%	72,60%
F92	-0,10%	76,40%	0,00%	23,60%	94,00%	F133	0,50%	80,90%	0,00%	19,10%	64,10%
F93	0,00%	78,60%	0,00%	21,40%	88,00%	F134	0,20%	89,70%	0,00%	10,30%	97,30%
F94	-0,10%	89,00%	11,00%	0,00%	97,30%	F135	0,10%	100%	0,00%	0,00%	88,40%
F95	0,20%	89,70%	0,00%	10,30%	93,10%	F136	0,20%	93,50%	6,50%	0,00%	99,70%
F96	0,20%	79,80%	0,00%	20,20%	75,40%	F137	0,10%	83,80%	16,20%	0,00%	93,20%
F97	0,20%	97,20%	2,80%	0,00%	97,40%	F138	-0,50%	100%	0,00%	0,00%	86,60%
F98	0,10%	95,40%	0,00%	4,60%	98,40%	F139	-1,30%	100%	0,00%	0,00%	63,50%
F99	0,20%	100%	0,00%	0,00%	99,70%	F140	-0,60%	100%	0,00%	0,00%	62,40%
F100	0,60%	89,00%	0,00%	11,00%	93,90%	F141	0,60%	95,00%	0,00%	5,00%	97,60%
F101	-0,10%	77,50%	0,00%	22,50%	90,50%	F142	0,10%	85,70%	0,00%	14,30%	97,70%
F102	-0,50%	86,00%	0,00%	14,00%	89,80%	F143	0,20%	99,20%	0,40%	0,40%	99,50%
F103	0,30%	82,10%	0,00%	17,90%	97,00%	F144	0,10%	83,90%	2,10%	14,00%	94,40%
F104	0,00%	34,70%	28,10%	37,30%	67,50%	F145	0,20%	86,60%	0,00%	13,40%	98,40%
F105	-0,01%	100%	0,00%	0,00%	93,10%	F146	0,30%	83,90%	0,00%	16,10%	78,90%
F106	0,00%	89,90%	0,00%	10,10%	98,10%	F147	0,10%	100%	0,00%	0,00%	94,30%
F107	-0,20%	79,30%	0,00%	20,70%	94,60%	F148	0,20%	100%	0,00%	0,00%	99,60%
F108	-0,10%	70,90%	29,10%	0,00%	67,50%	F149	0,40%	57,70%	42,30%	0,00%	44,20%
F109	0,20%	100%	0,00%	0,00%	83,40%	F150	0,20%	84,70%	0,00%	15,30%	63,80%
F110	0,20%	93,00%	0,00%	7,00%	97,20%	F151	0,80%	100%	0,00%	0,00%	63,20%
F111	0,00%	90,00%	0,20%	9,70%	91,10%	F152	0,60%	77,80%	0,00%	22,20%	80,30%
F112	-0,10%	100%	0,00%	0,00%	57,80%	F153	0,20%	100%	0,00%	0,00%	98,90%
F113	-0,80%	9,30%	90,70%	0,00%	11,40%	F154	0,40%	78,50%	21,50%	0,00%	57,90%
F114	-0,60%	100%	0,00%	0,00%	67,60%	F155	0,40%	88,70%	0,00%	11,30%	87,20%
F115	0,30%	89,90%	0,00%	10,10%	97,00%	F156	0,20%	93,70%	0,00%	6,30%	99,40%
F116	0,10%	95,70%	0,00%	4,30%	99,20%	F157	0,30%	100%	0,00%	0,00%	99,10%
F117	-0,10%	76,20%	15,60%	8,20%	90,30%	F158	0,30%	64,30%	0,00%	35,70%	90,90%
F118	0,20%	100%	0,00%	0,00%	99,50%	F159	0,90%	61,50%	38,50%	0,00%	69,40%
F119	-0,30%	55,10%	0,00%	44,90%	59,40%	F160	0,20%	100%	0,00%	0,00%	97,20%
F120	0,20%	100%	0,00%	0,00%	94,50%	F161	0,40%	92,70%	3,50%	3,80%	97,20%
F121	0,80%	100%	0,00%	0,00%	75,40%	F162	-0,10%	41,20%	0,00%	58,80%	53,50%
F122	0,30%	97,80%	2,20%	0,00%	94,40%	F163	0,30%	100%	0,00%	0,00%	98,20%
F123	0,30%	66,40%	0,00%	33,60%	58,50%	F164	0,40%	80,20%	1,30%	18,50%	87,50%

	Beta0	BetaRV	BetaRF	BetaCash	R^2		Beta0	BetaRV	BetaRF	BetaCash	R^2
F165	0,20%	100%	0,00%	0,00%	82,20%	F177	0,00%	85,30%	11,50%	3,20%	90,10%
F166	1,00%	76,50%	0,00%	23,50%	57,90%	F178	0,20%	97,60%	0,00%	2,40%	97,00%
F167	0,30%	82,60%	3,20%	14,10%	79,10%	F179	-1,00%	100%	0,00%	0,00%	80,30%
F168	0,50%	82,10%	17,90%	0,00%	96,70%	F180	1,00%	100%	0,00%	0,00%	86,00%
F169	0,20%	100%	0,00%	0,00%	99,40%	F181	0,20%	70,20%	29,80%	0,00%	84,30%
F170	0,10%	77,70%	0,00%	22,30%	63,30%	F182	0,30%	100%	0,00%	0,00%	96,60%
F171	0,10%	80,20%	0,00%	19,80%	98,90%	F183	0,50%	95,50%	4,50%	0,00%	84,50%
F172	-0,10%	100%	0,00%	0,00%	80,60%	F184	-0,40%	75,90%	24,10%	0,00%	77,00%
F173	-0,10%	87,60%	12,40%	0,00%	86,50%	F185	0,20%	94,60%	5,40%	0,00%	82,10%
F174	1,30%	79,70%	0,00%	20,30%	81,80%	F186	0,60%	81,60%	11,00%	7,30%	87,20%
F175	0,00%	100%	0,00%	0,00%	97,50%	F187	0,60%	100%	0,00%	0,00%	78,10%
F176	0,30%	100%	0,00%	0,00%	88,50%	F188	-0,10%	51,40%	0,60%	48,00%	77,00%

La Tabla 7 demuestra que el análisis del estilo de gestión propuesto es adecuado ya que el coeficiente de determinación (R^2), el cual define la calidad del modelo, alcanza un valor medio superior al 86%. Además, el valor promedio de la beta referida a la RV es 85,33%, aproximadamente un 10% más de exposición al mínimo legal exigido. El número de fondos cuyos gestores han conseguido batir al mercado, es decir, que han obtenido una β_0 positiva, es de 124 sobre 188 (65,96%).

A continuación se presenta una tabla que contiene los porcentajes de inversión en RV en el horizonte temporal completo y en los distintos subperiodos de tiempo analizados. Se realiza un análisis de estilo más exhaustivo en la RV puesto que, como se ha comentado a lo largo del trabajo, la mayor parte de la rentabilidad obtenida por los fondos estudiados es explicada por los activos de RV. También se ha explicado que las habilidades de los gestores para realizar adecuadamente la gestión activa de los fondos se refleja mayoritariamente en las estrategias llevadas a cabo referidas a la RV.

Tabla 8. Comparación de las betas de RV en los distintos horizontes analizados.

	Horizonte Completo	Horizonte Bajista (1)	Horizonte Alcista	Horizonte Bajista (2)		Horizonte Completo	Horizonte Bajista (1)	Horizonte Alcista	Horizonte Bajista (2)
F1	91,80%	90,10%	98,00%	98,10%	F39	89,60%	-	-	-
F2	95,50%	95,30%	-	-	F40	90,10%	-	68,90%	99,70%
F3	77,80%	-	82,20%	-	F41	100%	-	98,80%	100%
F4	86,20%	-	100%	85,80%	F42	83,30%	83,60%	-	-
F5	72,00%	66,00%	81,00%	-	F43	69,30%	-	-	-
F6	100%	-	-	-	F44	79,70%	-	-	-
F7	40,10%	-	-	-	F45	89,30%	69,90%	86,80%	-
F8	49,30%	-	49,20%	50,20%	F46	88,50%	97,20%	77,80%	86,20%
F9	54,00%	54,00%	-	-	F47	93,90%	94,20%	97,40%	97,50%
F10	86,00%	-	-	-	F48	95,60%	-	-	-
F11	83,42%	-	-	-	F49	100%	100%	99,10%	100%
F12	100%	-	-	-	F50	99,70%	99,40%	99,00%	-
F13	100%	-	-	-	F51	100%	100%	87,90%	100%
F14	92,70%	-	-	-	F52	97,50%	98,60%	93,70%	98,60%
F15	80,30%	-	74,90%	90,00%	F53	82,90%	-	-	-
F16	97,70%	-	99,80%	-	F54	95,90%	-	93,90%	-
F17	76,70%	75,50%	78,00%	83,70%	F55	95,20%	-	93,60%	95,50%
F18	96,80%	99,40%	88,00%	-	F56	67,40%	-	61,50%	78,40%
F19	82,30%	-	90,60%	83,20%	F57	88,40%	71,20%	81,60%	95,50%
F20	100%	-	-	-	F58	86,40%	90,90%	-	-
F21	92,60%	-	92,10%	94,30%	F59	90,50%	-	-	-
F22	71,30%	-	68,60%	82,40%	F60	87,70%	-	96,20%	-
F23	61,70%	-	54,00%	59,70%	F61	86,60%	-	-	-
F24	78,50%	73,00%	-	-	F62	79,90%	79,60%	-	-
F25	78,50%	-	85,10%	79,30%	F63	93,20%	95,10%	87,90%	-
F26	80,00%	-	-	80,70%	F64	69,00%	-	-	-
F27	73,50%	-	-	-	F65	89,60%	-	92,60%	-
F28	65,10%	-	-	-	F66	90,60%	-	73,90%	93,40%
F29	75,00%	-	-	74,70%	F67	81,70%	79,70%	-	-
F30	91,00%	89,90%	91,00%	85,70%	F68	75,20%	68,40%	80,20%	-
F31	81,00%	74,90%	99,90%	91,90%	F69	88,10%	86,40%	93,30%	89,80%
F32	100%	-	98,30%	-	F70	66,00%	-	-	-
F33	63,40%	-	-	-	F71	100%	-	-	-
F34	88,90%	-	-	-	F72	68,50%	62,50%	63,80%	-
F35	83,40%	83,40%	-	-	F73	89,40%	80,60%	78,10%	99,40%
F36	77,60%	94,20%	97,30%	-	F74	90,10%	-	86,20%	92,70%
F37	82,30%	-	-	-	F75	81,90%	-	-	-
F38	83,10%	-	-	-	F76	100%	-	-	-

	Horizonte Completo	Horizonte Bajista (1)	Horizonte Alcista	Horizonte Bajista (2)		Horizonte Completo	Horizonte Bajista (1)	Horizonte Alcista	Horizonte Bajista (2)
F77	100%	100%	97,30%	99,20%	F115	89,90%	-	92,50%	87,40%
F78	77,00%	81,10%	-	-	F116	95,70%	94,90%	90,80%	-
F79	99,20%	-	91,80%	100%	F117	76,20%	65,80%	70,60%	85,00%
F80	100%	100%	98,80%	100%	F118	100%	99,90%	99,10%	-
F81	100%	100%	100%	100%	F119	55,10%	67,10%	-	-
F82	100%	100%	98,40%	-	F120	100%	100%	98,60%	-
F83	91,00%	96,10%	77,20%	99,50%	F121	100%	-	-	-
F84	100%	-	-	-	F122	97,80%	100%	92,20%	98,20%
F85	54,90%	-	54,20%	-	F123	66,40%	64,80%	-	-
F86	72,20%	-	62,20%	78,40%	F124	86,40%	-	99,30%	88,10%
F87	62,80%	59,60%	-	-	F125	81,10%	-	-	-
F88	88,80%	-	-	-	F126	95,40%	94,50%	99,70%	98,20%
F89	91,50%	90,00%	91,30%	93,00%	F127	83,50%	83,90%	-	-
F90	89,00%	-	91,90%	86,90%	F128	40,30%	-	-	-
F91	89,90%	-	-	-	F129	90,90%	91,00%	-	-
F92	76,40%	70,90%	-	-	F130	77,50%	-	80,30%	77,00%
F93	78,60%	89,20%	91,70%	64,10%	F131	66,10%	-	-	-
F94	89,00%	-	-	-	F132	84,30%	-	-	-
F95	89,70%	96,00%	80,30%	-	F133	80,90%	-	74,30%	81,50%
F96	79,80%	-	-	-	F134	89,70%	-	-	89,60%
F97	97,20%	88,00%	96,90%	100%	F135	100%	-	100%	100%
F98	95,40%	95,30%	96,20%	94,10%	F136	93,50%	-	93,60%	-
F99	100%	99,60%	98,90%	-	F137	83,80%	-	-	-
F100	89,00%	-	-	-	F138	100%	-	-	-
F101	77,50%	72,90%	-	-	F139	100%	-	-	-
F102	86,00%	-	-	-	F140	100%	-	-	-
F103	82,10%	-	92,90%	77,00%	F141	95,00%	-	-	-
F104	34,70%	-	-	-	F142	85,70%	-	-	85,30%
F105	100%	100%	100%	100%	F143	99,20%	-	-	-
F106	89,90%	-	-	-	F144	83,90%	-	90,10%	81,00%
F107	79,30%	82,00%	-	-	F145	86,60%	-	86,30%	84,60%
F108	70,90%	-	-	-	F146	83,90%	-	-	-
F109	100%	-	98,10%	100%	F147	100%	-	-	-
F110	93,00%	98,20%	93,60%	94,50%	F148	100%	-	98,40%	-
F111	90,00%	85,00%	-	-	F149	57,70%	-	-	-
F112	100%	-	-	-	F150	84,70%	-	-	-
F113	9,30%	-	-	-	F151	100%	-	-	-
F114	100%	-	-	-	F152	77,80%	-	86,60%	-

	Horizonte Completo	Horizonte Bajista (1)	Horizonte Alcista	Horizonte Bajista (2)		Horizonte Completo	Horizonte Bajista (1)	Horizonte Alcista	Horizonte Bajista (2)
F153	100%	-	95,50%	-	F171	80,20%	-	-	-
F154	78,50%	-	-	-	F172	100%	-	-	-
F155	88,70%	-	78,40%	92,50%	F173	87,60%	-	-	-
F156	93,70%	-	94,50%	-	F174	79,70%	-	-	-
F157	100%	-	100%	100%	F175	100%	-	-	-
F158	64,30%	-	65,50%	64,20%	F176	100%	-	-	100%
F159	61,50%	-	61,50%	-	F177	85,30%	-	-	84,80%
F160	100%	-	100%	100%	F178	97,60%	-	-	97,60%
F161	92,70%	-	-	-	F179	100%	-	-	-
F162	41,20%	-	-	40,20%	F180	100%	-	-	100%
F163	100%	-	100%	100%	F181	70,20%	-	-	70,20%
F164	80,20%	-	91,10%	79,20%	F182	100%	-	-	100%
F165	100%	-	100%	100%	F183	95,50%	-	-	95,50%
F166	76,50%	-	78,40%	73,90%	F184	75,90%	-	-	75,90%
F167	82,60%	-	76,90%	82,60%	F185	94,60%	-	-	-
F168	82,10%	-	85,30%	81,70%	F186	81,60%	-	-	-
F169	100%	-	-	-	F187	100%	-	-	-
F170	77,70%	-	-	-	F188	51,40%	-	-	-

Para la elaboración de la Tabla 8 se han considerado tres periodos diferentes: el primero abarca el periodo comprendido entre el 28 de abril de 2000 y el 31 de marzo de 2003 (ver anexo II), el segundo comprende el lapso temporal entre el 30 de abril de 2003 y el 28 de diciembre de 2007 (ver anexo III) y el tercero contiene los porcentajes de inversión entre el 31 de enero de 2008 y el 30 de diciembre de 2011 (ver anexo IV). La justificación de la elección de los distintos subperiodos de tiempo se fundamenta en que cada uno de estos subperiodos refleja las diferentes etapas del mercado de RV que se han comentado anteriormente en este apartado. Debido a la limitación en el número de observaciones que presenta el subperiodo comprendido entre el 30 de junio de 1999 y el 28 de abril de 2000 (inferior a 30), no se ha tenido en cuenta para la estimación de sus correspondientes betas dado que las estimaciones no serían robustas.

Otra consideración a tener en cuenta es que hay un determinado número de fondos, como por ejemplo el fondo número 6, el 14 o el 28, que en la Tabla 8 aparecen

en el horizonte completo pero que sin embargo no lo hacen en ninguno de los otros periodos. Esta situación es debida a que hay fondos concretos en los que las rentabilidades mensuales no alcanzan el número de observaciones suficientes en los subperiodos de tiempo (muestra inferior a 30 observaciones) y por lo tanto no se han tenido en cuenta para la estimación. En el periodo global, estos fondos estiman valores de β atípicos (Tabla 7). En muchos de los casos, β_{RV} toma valores próximos a 1 quedando β_{RF} y β_{Cash} en un segundo plano muy residual y también se dan otros casos en los que β_{RV} y β_{Cash} tienen proporciones importantes en la cartera y β_{RF} es igual a 0.

Se observa también que las proporciones medias de inversión en RV obtenidas en cada uno de los subperiodos de tiempo: bajista (ver anexo II), alcista (ver anexo III) y de nuevo bajista (ver anexo IV), son 86,29%, 87,63% y 88,48% respectivamente. En el primer cambio de tendencia, los gestores aumentan la exposición en el mercado de RV anticipando la tendencia alcista del mismo y realizando por tanto una adecuada gestión activa de los fondos. Sin embargo, no ocurre lo mismo en el segundo cambio. Los gestores, en media, siguen aumentando la exposición a la RV cuando en realidad deberían reducirla dada la tendencia bajista que experimentó el mercado posteriormente.

8. CONCLUSIONES

La creciente incorporación de los fondos de inversión en el mercado español posibilita la realización de distintos estudios sobre los mismos. En concreto, este trabajo recoge los resultados obtenidos por los FIM de RV Euro a través de la aplicación del análisis de estilos propuesto por Sharpe (1992). Este análisis se basa en la capacidad de explicación de la rentabilidad conseguida por los fondos de inversión que tienen las distintas proporciones de los activos financieros que definen estos fondos.

Los estilos estimados resultantes son consistentes con la clasificación realizada de acuerdo a la composición de los FIM de RV Euro. El 84% de los fondos supera el 75% de inversión en RV en el horizonte temporal completo. En media, los porcentajes de inversión en RV, RF y *Cash* son 85%, 5% y 10% respectivamente¹⁸.

¹⁸ Base de datos de elaboración propia en base a datos de la CNMV.

Es fundamental para la adecuada realización del análisis de estilos de gestión de los fondos, conocer cuáles son los *benchmarks* que mejor se ajustan a la *performance* de los fondos analizados puesto que cuanto mayor sea la capacidad explicativa de las variables seleccionadas, mayor será la exactitud con la que se podrá determinar cuan beneficiosa o perjudicial ha sido la actuación del gestor (β_0), es decir, el valor añadido que ha sido capaz de aportar al proceso de gestión y por tanto a los inversores.

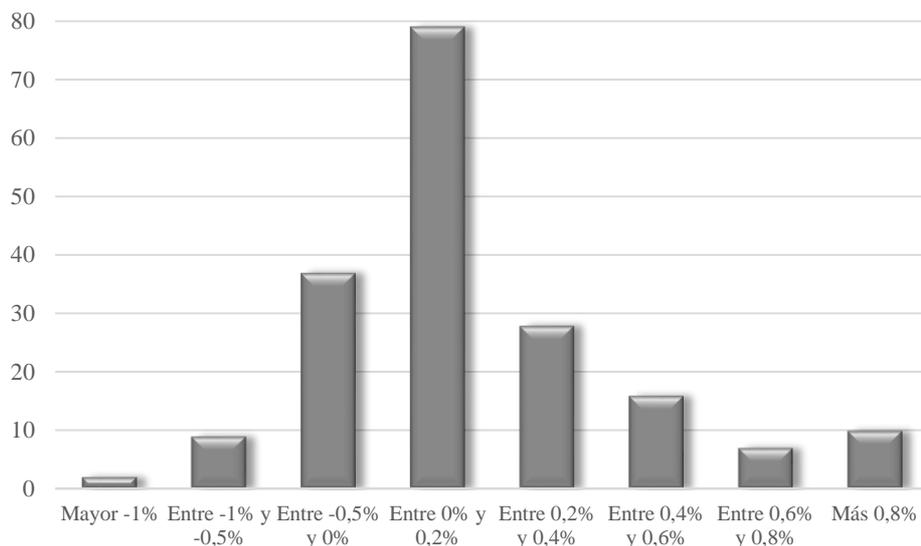
La RV, además de ser fundamental en los fondos analizados debido al porcentaje de inversión que supone en la cartera, es la clase de activo que mejor permite capturar las habilidades de sincronización y selección, las cuales marcan la diferencia entre la información que aporta el estudio de las rentabilidades pasadas alcanzadas por los fondos y el análisis de estilo de gestión de los mismos. Las rentabilidades pasadas obtenidas por los fondos permiten conseguir una idea global del comportamiento del fondo a lo largo del tiempo, sin embargo no garantizan que ese comportamiento se vaya a mantener en el futuro. Por su parte, el análisis de estilo proporciona información sobre la capacidad del gestor para adaptarse a las particularidades del mercado lo cual es importante ya que el inversor obtiene información adicional sobre la profesionalidad del gestor que está detrás del fondo, siendo esta información muy valiosa porque ofrece garantías sobre su comportamiento en el futuro.

En el periodo 2000-2011, pese a existir tendencias mayoritariamente claras, no todos los fondos se han comportado de acuerdo a las expectativas del momento, es decir, la gestión activa realizada por parte del gestor en algunos de los casos ha sido exitosa mientras que en otros ha fracasado. El cambio de tendencia ocurrido entre 2003 y 2007 fue especialmente bien gestionado por los fondos 5, 31 y 45, los cuales aumentaron su exposición a la RV en un 22,73%, 33,38% y 24,18% respectivamente mientras que los fondos 46, 83 y 95 la redujeron en torno a un 20%. En el último cambio de tendencia ocurrido entre 2007 y 2011 se observa una propensión al incremento en la proporción de RV cuando en realidad lo correcto hubiese sido lo contrario. Pese a esta generalización, fondos como el 4, 93 y 103 reducen su exposición en un 14,20%, 17,12% y 30,10% respectivamente. Por su parte, los fondos 40, 56 y 83 la aumentan en un 44,70%, 27,48% y 28,89% respectivamente, advirtiéndose por tanto

una gran brecha entre los mejores y los peores resultados logrados en este último subperiodo.

Una vez analizada la habilidad que han presentado los gestores en la ejecución de la gestión activa de los fondos, hay que evaluar si han sido capaces de superar las rentabilidades obtenidas por el mercado de acuerdo al trabajo de De Roon *et al.* (2004). El Gráfico 6 muestra el número de fondos en función de la rentabilidad mensual (β_0) que los gestores han obtenido por encima de la del mercado.

Gráfico 6. Rentabilidad mensual asociada a la gestión activa de los FIM de RV Euro.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

El 38,82% de los gestores de los fondos consiguieron batir al mercado en el periodo 2000-2003 con una media del 0,27% mensual. El 93,18% lo superaron con un valor promedio del 0,36% mensual en 2003-2007 y por último, el 87,84% lo vencieron con una media del 0,32% mensual en el periodo 2007-2011. A simple vista puede parecer que todos los gestores, en mayor o menor medida, han sido capaces de aportar valor añadido a la gestión de las carteras. Sin embargo, en este trabajo no se ha tenido en cuenta el efecto que tienen las comisiones en la capacidad de los gestores de batir al mercado. Este impacto afecta de tal forma que la rentabilidad conseguida por encima de la del mercado (β_0) es mayor que la que cabría esperar realmente ya que esta

rentabilidad está penalizada por las comisiones cobradas por el gestor tanto en concepto de beneficio por el trabajo desempeñado como por las necesarias para poder operar en los distintos mercados. Además, la habilidad del gestor para superar la rentabilidad alcanzada por los índice de referencia será tanto menor conforme la ineficiencia de los *benchmarks* utilizados aumente.

A través de todo el análisis elaborado, se ha podido comprobar cómo este producto ha ido evolucionando y ganando cuota de mercado con el paso de los años. Este crecimiento inicialmente exponencial y más o menos estable a lo largo del tiempo, nos ha llevado a la cuestión de cuán bien gestionado está este tipo de producto que se encuentra entre los preferidos por los españoles a la hora de invertir. En el caso particular de los FIM de RV Euro, se ha aportado información sobre su estilo de gestión global durante el periodo 1999-2011 y, debido a la importancia del mercado de RV en este tipo de fondos, sobre el estilo de gestión de la RV en diferentes subperiodos de tiempo que han estado marcados por distintas circunstancias que han afectado a los mercados financieros y por lo tanto a las rentabilidades obtenidas por los fondos. De esta forma, se ha podido determinar cuan favorables o perjudiciales han sido las habilidades de los gestores para batir al mercado y por lo tanto el valor añadido que han aportado a la gestión.

9. BIBLIOGRAFÍA

BERGES, ÁNGEL y ONTIVEROS, EMILIO (2011). La reestructuración del sistema bancario: especial consideración de las Cajas de Ahorros.

BME (2014). Revista de Bolsas y Mercados Españoles, nº 197, pp.49.

BREALEY, RICHARD A., MYERS, STEWART C. and ALLEN, FRANKLIN (2010). Principios de Finanzas Corporativas. McGraw-Hill. México, pp. 172-237.

CECA (2014). Proceso de reestructuración : sector de las Cajas de Ahorros.

CNMV (2002). Guía informativa: Los fondos de inversión y la inversión colectiva, pp. 13.

CNMV (2006). Guía informativa: Los fondos de inversión y la inversión colectiva.

COLOM, AGUSTÍ (2012). La crisis económica española: orígenes y consecuencias. Universidad de Barcelona, pp. 1314-1330.

DE ROON, FRANS A., NIJMAN, THEO E. and TER HORST, JENKE R. (2004). Evaluating style analysis. En: Journal of Empirical Finance, nº 11, pp. 29-53.

EL PAÍS (2010). El día que la burbuja “puntocom” pinchó.

FERRUZ AGUDO, LUIS, MARCO SANJUÁN, ISABEL, SARTO MARZAL, JOSÉ LUIS y VICENTE GIMENO, LUIS (2004). La industria de los fondos de inversión en España: situación actual y evaluación de su eficiencia. En: ICE, nº 816, pp. 163-178.

INVERCO (2006). Informe 2006 y perspectivas 2007: Ahorro financiero de las familias, pp.4.

INVERCO (2012). Características generales de las instituciones de inversión colectiva.

INVERCO (2014). Informe 2013 y perspectivas 2014: Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, pp.12.

Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, 5 de octubre de 2011, núm. 240, pp. 104540.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, 5 de noviembre de 2003, núm. 265, pp. 39220-39225.

MARKOWITZ, HARRY (1952). Portfolio Selection. En: Journal of Finance, Vol. 7, pp. 77-91.

MATALLÍN SÁEZ, J.C. Y FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A. (1999). Análisis de la performance a través del estilo del fondo de inversión. En: Revista española de Financiación y Contabilidad, Vol. XXVIII, nº99, pp. 413-442.

Real Decreto-Ley 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, 20 de julio de 2012, núm. 173, pp. 52108-52126.

SHARPE, WILLIAM F. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. En: Management Science, Vol. 9, nº 2, pp. 277-293.

SHARPE, WILLIAM F. (1992). Asset Allocation: management style and performance Measurement. En: Journal of Portfolio Management, pp. 7-19.