

Luis Ferruz Agudo*
Isabel Marco Sanjuán*
José Luis Sarto Marzal*
Luis A. Vicente Gimeno*

LA INDUSTRIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA: SITUACIÓN ACTUAL Y EVALUACIÓN DE SU EFICIENCIA

En este trabajo se analiza la situación actual de la industria de los fondos de inversión en España. Dicho análisis se realiza a partir de la evolución que este mercado ha tenido en los últimos años, haciendo especial mención a las novedades que actualmente se están produciendo, incluyendo la perspectiva de la fiscalidad así como de los nuevos tipos de fondos que están apareciendo. Asimismo, se analiza la eficiencia que una muestra de fondos de inversión de renta variable ha ofrecido en los últimos años, incidiendo en cuestiones tan relevantes como la importancia de una adecuada diversificación financiera.

Palabras clave: fondos de inversión, eficiencia económica, diversificación del riesgo.

Clasificación JEL: G11.

* Departamento de Contabilidad y Finanzas. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Zaragoza.

Los autores desean agradecer los valiosos comentarios realizados por un evaluador anónimo a una versión previa a la actual. Asimismo, desean agradecer al Rectorado de la Universidad de Zaragoza la concesión de los Proyectos de Investigación 268-77, 268-84 y 268-93, a la Diputación General de Aragón la concesión del proyecto P06/97, así como a la Dirección General de Enseñanza Superior (D.G.E.S.) por la concesión del proyecto PB97-1003 y a Ibercaja por la concesión de un reciente proyecto relacionado con el tema de este trabajo. Los comentarios y valiosas sugerencias del Dr. Vicente Salas Fumas han contribuido a enriquecer el presente trabajo.

Los posibles errores cometidos son de exclusiva y absoluta responsabilidad de los autores.

1. Introducción

La industria de los fondos de inversión canaliza un patrimonio muy relevante de ahorro de los inversores particulares. Su crecimiento fue espectacular tanto en los años ochenta del siglo XX como, especialmente, en la década de los noventa, para conocer en los primeros años del siglo XXI un cierto estancamiento debido fundamentalmente a la crisis de los mercados financieros, en general, que se hace más notoria en los mercados de renta variable.

En este artículo, se realiza un extenso análisis de la evolución de esta industria a lo largo de los últimos años

y de su situación actual. En este sentido, a pesar de las indicadas dificultades que sufren en estos momentos los mercados financieros, los fondos de inversión, con sus variadas posibilidades y versiones, siguen siendo uno de los instrumentos preferidos por parte de los inversores españoles para canalizar su ahorro, representando en el año 2000 el 16 por 100 de la inversión de las familias españolas, frente al 15 por 100 en Francia, el 10 por 100 en Alemania, el 21 por 100 en Italia y el 4 por 100 en el Reino Unido (Fuente: FEFSI).

El éxito de estos instrumentos financieros se debe fundamentalmente a las facilidades que ofrece al inversor individual para operar en mercados, tanto de renta fija como de renta variable, tanto domésticos como internacionales, que anteriormente eran reserva de grandes inversores institucionales.

Las importantes ventajas que ofrece la inversión a través de estas carteras colectivas fueron sensiblemente apreciadas por parte de la demanda, dando lugar al extraordinario crecimiento de estas instituciones de inversión en la década de los noventa. Bajo nuestro punto de vista, los principales factores que propiciaron el éxito de estos productos en relación a la demanda fueron los siguientes:

- *Aumento de las alternativas de inversión.* Resulta fundamental el hecho de que el inversor particular tenga un amplio universo de alternativas para diversificar su cartera sin necesidad de acudir directamente a los diferentes mercados financieros. Además, esto permite que el inversor pueda adecuar el nivel de riesgo de su inversión a su perfil particular, así como le permite invertir convenientemente al plazo de tiempo que le interesa para rentabilizar su patrimonio en consonancia con el nivel de riesgo asumido.

Esta amplitud de alternativas de inversión refleja un gran dinamismo en los últimos años en la industria de los fondos de inversión, circunstancia por otra parte lógica, debido al gran volumen de fondos que canaliza. Este dinamismo se concreta en una constante búsqueda de inversiones innovadoras y de nuevos caminos de actuación.

En particular, el Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, supone un impulso importante a la flexibilización de los fondos de inversión con el objetivo de hacerlos más

competitivos, abriendo al mercado la posibilidad de crear nuevas figuras de inversión colectiva.

Con esta flexibilización se relajan los límites de inversión en activos individuales con el objetivo de que puedan replicar la evolución de un determinado índice de referencia.

Además, contempla la posibilidad de creación de las denominadas Instituciones de Inversión Colectiva Especializadas como son los Fondos de Fondos, los Fondos Principales, los Fondos Subordinados o los Fondos especializados en valores no negociados.

Otro ejemplo más de la continua evolución de la industria de los fondos de inversión en España son los fondos éticos y solidarios que, además de buscar la obtención de una determinada rentabilidad esperada, intentan que sus inversiones sean socialmente responsables.

- *Tributación fiscal de los partícipes.* En este sentido, la fiscalidad de las plusvalías o minusvalías obtenidas en un fondo de inversión se corresponde con las de una ganancia o una pérdida patrimonial, calculada mediante la diferencia directa entre el valor de transmisión y el de adquisición.

La tributación de las plusvalías obtenidas en los fondos de inversión queda recogida, actualmente, en el Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, tal que:

- Las ganancias patrimoniales obtenidas en un período de tiempo inferior a un año se incluyen en la parte general de la base imponible del impuesto tributando al tipo marginal.

- El saldo positivo de las variaciones patrimoniales obtenidas en un período de tiempo superior al año se lleva a la parte especial de la base imponible tributando al tipo fijo del 15 por 100.

En general, el tratamiento fiscal de los fondos de inversión está en constante evolución. Una de las principales novedades recogidas en la reforma parcial del impuesto de la renta (Ley 46/2002 y RD 27/2003) se centra en que, en estos momentos, las ganancias patrimoniales no están sujetas al impuesto en el caso de que la cantidad obtenida en las ventas de las participaciones de un fondo sea destinada a la reinversión en otro fondo.

- *Gestión profesionalizada.* El inversor particular se desentiende de estar continuamente analizando el mercado y recopilando información relevante para acertar en las inversiones a realizar. Los gestores de fondos de inversión son profesionales que trabajan con información de primer nivel de todos los mercados financieros, por lo que lógicamente están más cerca de optimizar los resultados de gestión obtenidos.

Por otro lado, esta gestión profesional de las carteras respaldada por el grupo financiero que acoge al fondo, no hace otra cosa que reforzar la sensación de protección que tiene el partícipe al confiar la gestión de su patrimonio en este tipo de carteras colectivas.

En este estudio se analizará, en la sección segunda, la evolución que ha sufrido en el mercado español la industria de los fondos de inversión. En la tercera sección se realiza un detenido análisis empírico sobre la eficiencia en la gestión de los fondos de inversión en España. Por último, se recogerán las conclusiones más relevantes del trabajo.

2. Evolución de la industria de los fondos de inversión

Los fondos de inversión han supuesto una verdadera transformación en las finanzas personales de millones de españoles en la última década y, por supuesto, también en la gestión de las finanzas de inversores institucionales. Para comprender este gran cambio en los hábitos de ahorro e inversión en nuestro país, es necesario realizar un modesto ejercicio de perspectiva histórica que nos permita visualizar la evolución de estos instrumentos en los últimos años.

Tras sucesivos intentos normativos que se remontan hasta 1952, y que contaron con un ínfimo respaldo de la actividad financiera, es en 1984, con la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 26 de diciembre, cuando se pone punto y final a la «prehistoria» de los fondos de inversión, estableciéndose el marco legal en el que se ha producido el gran auge de este tipo de productos financieros.

El éxito de los fondos de inversión financieros, tal y como indican Torre y García (2002) se pone de manifiesto al analizar la evolución de tres de los agregados más importantes de esta industria: el volumen patrimonial gestionado, el número de partícipes y el número de fondos de inversión existentes en el mercado. La evaluación de las dos primeras magnitudes reflejarán el éxito de demanda de estos productos, mientras que el tercero es representativo de la extraordinaria acogida que tuvieron desde el punto de vista de la oferta.

En cuanto al volumen patrimonial gestionado, el crecimiento en la década de los noventa ha sido espectacular. A finales de 1990 el patrimonio gestionado conjuntamente por los fondos de inversión financieros, tanto de Inversión Mobiliaria (FIM) como de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), era de poco más de 7.000 millones de euros, mientras que el último día del año 2001 la cifra era 25 veces mayor. Pero este crecimiento, tal y como se aprecia en el Gráfico 1, no se ha producido de una forma sostenida, ya que es a partir de 1995 cuando se produce el verdadero despegue de estas instituciones de inversión colectiva. Sin embargo, se aprecia en los años 2000, 2001 y 2002 un cierto retroceso del patrimonio gestionado por estos fondos, retroceso sin duda que tiene su origen en las importantes rentabilidades negativas que han ofrecido los mercados de renta variable en estos tres últimos años.

De la misma forma, salta a la vista la mayor importancia relativa actual de los FIM respecto a los FIAMM, puesto que a finales de 2002 el volumen gestionado por los FIM representa aproximadamente un 70 por 100 del total del dinero gestionado por los fondos de inversión. Si analizamos gráficamente la evolución patrimonial de estas instituciones, podemos observar que los FIM han sido el motor del espectacular crecimiento existente desde 1995, en términos patrimoniales, de esta industria de inversión.

A finales de 2002, los fondos de inversión en España tienen más de siete millones de partícipes, mientras que a finales de 1990 la cifra era de poco más de 500.000 (Gráfico 2). Sin duda, esta es una de las magnitudes que pone

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA
(En miles de euros)

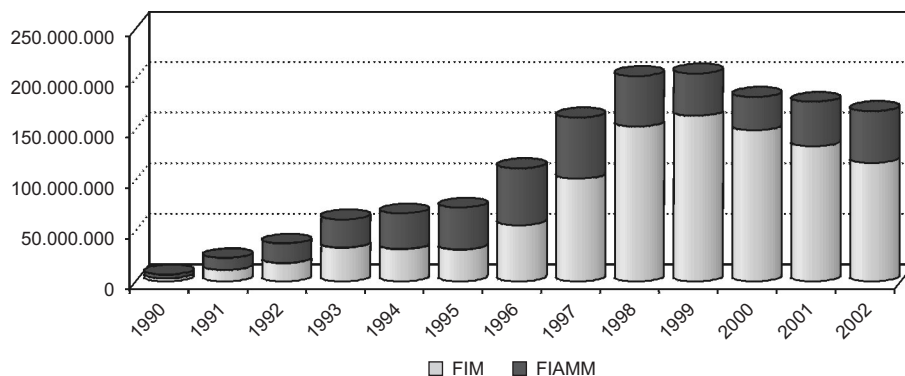
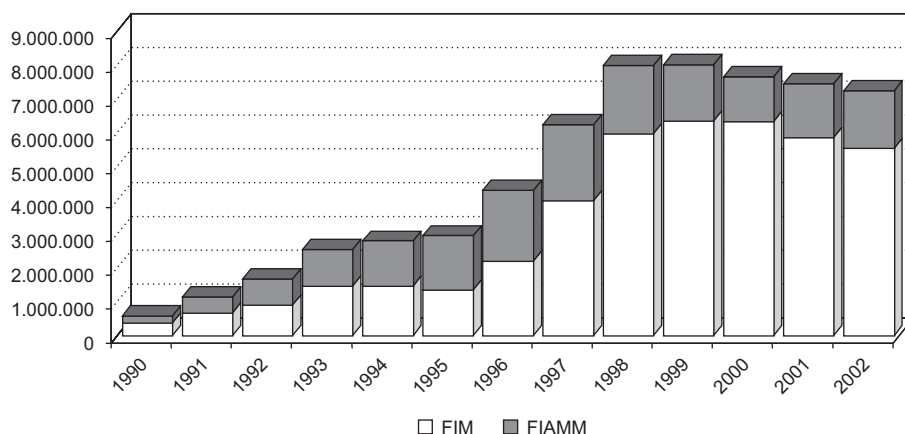


GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE PARTÍCIPES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA



de manifiesto de una forma más evidente la gran repercusión social que esta industria tiene en este país, puesto que una mejor o peor eficiencia en la gestión de esas instituciones de inversión va a afectar a las finanzas de una parte importante de la población española.

Al igual que con el análisis de la evolución patrimonial, resulta evidente que en la actualidad el peso de los FIM es mucho mayor que el de los FIAMM en lo que a partícipes se refiere, puesto que de los más de siete millones existentes a finales de 2002, sólo un mi-

llón setecientos mil lo eran de FIAMM. Sin embargo, resulta bastante interesante observar que en los años 2001 y 2002 se ha producido un cierto efecto refugio hacia los FIAMM de miles de partícipes que huyen de la volatilidad de los FIM, generada por la incertidumbre en el comportamiento de la renta variable nacional e internacional.

Si el análisis del número de partícipes y del volumen patrimonial reflejan un extraordinario crecimiento en la demanda de este tipo de instituciones de inversión, la evolución del número de fondos de inversión existentes en el mercado en los últimos 13 años (Gráfico 3), pone de manifiesto un crecimiento igualmente extraordinario desde el punto de vista de la oferta.

El último día de 2002, existían en España 2.487 fondos de inversión, de los cuales 2.322 eran FIM y 165 eran FIAMM, esta cifra contrasta con los 250 fondos de inversión que se comercializaban a finales de 1990. El análisis gráfico de este agregado refleja que el espectacular incremento del número de fondos de inversión existentes en España, se debe sobre todo al aumento de la oferta de FIM por parte de los grupos financieros de este país. Aspecto que era de esperar, puesto que la mayor variedad de este tipo de instrumentos frente a los FIAMM, los hace mucho más atractivos a la hora de comercializarlos en el mercado.

Las razones que permiten explicar el extraordinario desarrollo de este tipo de instrumentos financieros deben centrarse en los partícipes de los fondos de inversión, los cuáles se benefician de una serie de ventajas que ya han sido analizadas en la parte anterior de este estudio, entre las que tiene una especial relevancia el favorable tratamiento fiscal de las ganancias patrimoniales generadas por estas instituciones.

Sin embargo, no se puede afirmar que el tratamiento fiscal de los partícipes fuera la única razón que impulsara el desarrollo de esta industria, ya que para que se produjera un crecimiento tan considerable era necesario contar con el apoyo de la oferta de este sector: el Estado y los grupos financieros que debían comercializar los fondos de inversión.

Pueden añadirse, desde la perspectiva de la oferta, estas dos razones adicionales a las ventajas percibidas por los partícipes de fondos de inversión y que sirven como justificante al crecimiento de la industria en la segunda mitad de los noventa:

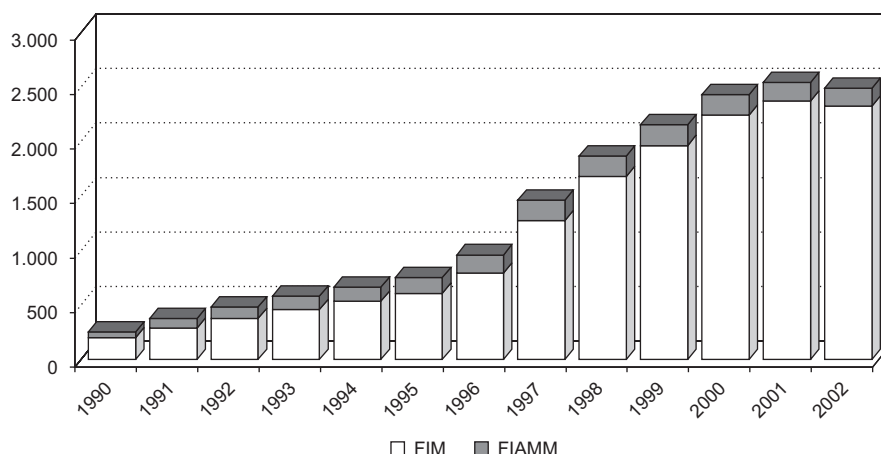
- La posibilidad por parte del Estado de poder utilizar los fondos de inversión como medios para canalizar sus emisiones de deuda pública, en un período en el que las necesidades de financiación del sector público eran consideradas mucho más importantes que las existentes en la actualidad. En concreto la deuda pública consolidada en 2001 suponía el 57,1 por 100 del PIB, mientras que en 1996 dicha magnitud era 11 puntos superior. Este porcentaje lo sitúa lejos de la media del 69,2 por 100 que en 2001 suponía el saldo de la deuda pública en los países de la zona euro (Fuente: Banco de España). En 1995 el patrimonio de los FIAMM suponía el 20,15 por 100 del saldo en circulación de la deuda del Estado, mientras que a finales de 2001, dicha relación era del 14,18 por 100 (Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España y la CNMV).

- Las oportunidades de beneficio de los bancos promotores de los fondos de inversión, derivadas de los ingresos vía comisiones de los diferentes fondos y de un aumento del nivel de fidelización de sus clientes. En un contexto de bajadas de tipos de interés donde el margen de intermediación de las entidades de depósito ha sufrido importantes recortes, los ingresos por comisiones suponen una de las alternativas de las entidades financieras españolas para mantener sus resultados. En 2001 los ingresos por comisiones de las entidades de crédito ascendieron a 15.945 millones de euros, lo que supone el 30 por 100 de todo el margen ordinario percibido por las entidades financieras en dicho año. Los ingresos de los grupos financieros mediante la gestión y comercialización de los fondos de inversión, supusieron un importante camino para incrementar los resultados, lo que sin duda convierte este factor en uno de los principales factores del éxito de la oferta de estos productos.

El análisis hecho hasta ahora refleja un extraordinario crecimiento de esta industria de inversión en España,

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA



sin embargo no nos ayuda a determinar la importancia de la misma en el contexto de la economía española, si bien podemos imaginar que una industria que tiene en este país a más de siete millones de clientes debe tener un importante peso específico en la economía nacional. De hecho, el 31/12/2000 el patrimonio gestionado por los fondos de inversión en España suponía aproximadamente el 35 por 100 del PIB_{p.m.}, habiendo alcanzado ese mismo año cifras superiores al 40 por 100.

Estos datos ponen de manifiesto el importante peso que en la economía nacional poseen los fondos de inversión. Igualmente, reflejan la extraordinaria responsabilidad social que tienen los gestores de estos patrimonios, puesto que una mejor o peor toma de las decisiones de su gestión va a afectar a las finanzas de un amplio espectro de la sociedad española. También es de gran relevancia el papel del Estado a la hora de regular de una forma responsable e independiente estas instituciones de inversión, ya que un adecuado contexto normativo potencia las virtudes y minimiza los inconvenientes de estos

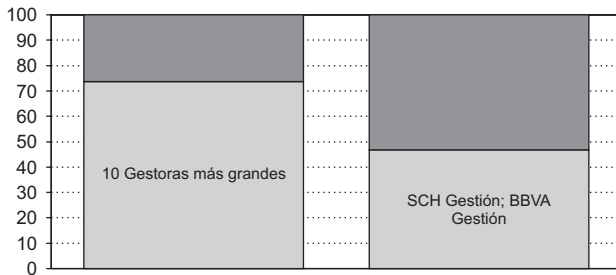
productos. No obstante, falta todavía mucho camino por recorrer para que estos productos desarrollen ampliamente su potencial de ventajas para el inversor.

Antes de finalizar la descripción de lo que ha sido la evolución de los fondos de inversión en los últimos años, resulta de especial interés analizar el grado de concentración de esta industria, sobre todo a la hora de determinar el nivel de competencia de la misma.

Resulta especialmente ilustrativo el Gráfico 4, en el que podemos apreciar un muy considerable grado de concentración de este sector, ya que en el año 2002, las 10 gestoras de instituciones de inversión colectiva más grandes de nuestro país administraban cerca del 74 por 100 del patrimonio total de los fondos de inversión financieros, mientras que las 98 gestoras restantes se repartían el 26 por 100 del mercado. De la misma forma apreciamos que las dos gestoras de fondos más importantes de este país (SCH Gestión y BBVA Gestión), tenían una cuota de mercado del 46 por 100 del total de patrimonio gestionado.

GRÁFICO 4

CUOTA DE MERCADO DE LAS 108 GESTORAS EXISTENTES *



NOTA: * Al 30-9-2002

Sin duda, resulta determinante para el nivel de eficiencia en la competencia el hecho de que una industria con tanta repercusión social esté en manos de un número tan reducido de grupos financieros, que a su vez tienen el control de las mayores gestoras del país.

En la actualidad, el desarrollo de algunos aspectos pueden tener una importante repercusión en el nivel de competencia de este sector. La aprobación de las directivas europeas 107/2001 y 108/2001, de 21 de enero de 2002, fomentan la libre competencia de las gestoras de fondos de inversión en todos los Estados miembros de la Unión Europea a través de la creación de un «pasaporte comunitario». Este aspecto junto a la recientemente aprobada exención fiscal por los movimientos de dinero de un fondo a otro, pueden convertirse en importantes catalizadores de un aumento del nivel de competencia de esta industria en nuestro país.

En un entorno de una creciente cultura financiera por parte de la sociedad española, estas medidas liberalizadoras de la competencia beneficiarán a aquellas gestoras que realicen mejor su trabajo, mientras que expulsará del mercado a aquellas que no realicen una buena gestión. Si bien este proceso no será fulgurante, puesto que requerirá un tiempo significativo para que el mercado adquiera la suficiente transparencia y se adapte a las nuevas circunstancias competitivas.

Los inversores y las organizaciones en defensa de los inversores tienen mucho camino por delante para vigilar que los gestores lleven a su máxima expresión las ventajas de los fondos de inversión. Deberán vigilar la eficiencia en la gestión, el buen gobierno del fondo y de los activos en que invierte el fondo, los desgloses de rentabilidad y riesgo de los fondos de inversión, las desviaciones de objetivos y resultados, la delimitación de responsabilidad social del equipo gestor, etcétera.

3. Análisis empírico

Introducción

En este apartado, se pretende realizar un estudio de la eficiencia en la gestión de un conjunto de fondos de inversión españoles de renta variable en el período comprendido entre enero de 1995 y diciembre de 2000.

Para ello, se realiza un análisis conjunto de la rentabilidad de estos instrumentos financieros y el riesgo total asociado a los mismos en el horizonte temporal considerado. Dicho análisis parte de la Teoría de Cartera desarrollada inicialmente por Markowitz (1952) y, posteriormente, por otros autores entre los que destacan Tobin (1958), Sharpe (1964, 1966, 1970, 1975, 1994) y Fama (1972, 1991).

La combinación entre rentabilidad y riesgo permite analizar la performance o eficiencia en la gestión mediante índices. En este sentido, las principales medidas de eficiencia fueron aportadas inicialmente por autores como Sharpe (1966), Treynor (1965) y Jensen (1968), cuya senda se ha convertido en un importante tópico en la literatura financiera especializada.

La expresión de cada uno de los tres índices de eficiencia se indican a continuación:

$$S_p = \frac{E_p - R_f}{\sigma_p} \quad [1]$$

$$T_p = \frac{E_p - R_f}{\beta_p} \quad [2]$$

$$J_p = (E_p - R_f) - (E_M - R_f) \times \beta_p \quad [3]$$

Donde:

S_p , T_p y J_p representan los valores de los índices de Sharpe, Treynor y Jensen, respectivamente, para la cartera p ;

E_p es la rentabilidad media de la cartera p ;

R_f es el rendimiento medio de los activos libres de riesgo;

σ_p es la desviación típica de la variable rentabilidad de la cartera p ;

β_p es la volatilidad de la cartera p respecto al mercado y

E_M es la rentabilidad media del mercado de valores.

La medida de Sharpe representa el exceso de rentabilidad que obtiene una cartera respecto al activo libre de riesgo y por cada unidad de riesgo total soportado por la cartera. En el caso del índice de Treynor la prima de rentabilidad se obtiene por unidad de riesgo sistemático de la cartera. Y, por último, el índice de Jensen representa la denominada rentabilidad diferencial, indicadora del exceso del rendimiento obtenido por la cartera en relación al activo libre de riesgo, que no es atribuible a la mera evolución del mercado en el que se encuentra inmersa la cartera sino a los propios méritos de gestión de dicha cartera.

El índice de Sharpe es un indicador de carácter mucho más universal que las ratios de Treynor y Jensen, en el sentido que considera el riesgo total soportado por la cartera, medido a través de la desviación típica de las rentabilidades históricas. Mientras que Treynor y Jensen asumen que el único riesgo a tener en cuenta en la evaluación de la gestión de carteras, es el riesgo sistemático o no diversificable, expresado mediante el coeficiente beta de la cartera. Sin duda la consideración de este indicador beta asume, en principio, la hipótesis de que la cartera está eficientemente diversificada, logrando eliminar todo el riesgo específico de la misma, o bien considera que el único riesgo remunerable en la gestión es aquel que no puede eliminarse.

Análisis de la eficiencia en la gestión de fondos de inversión españoles de renta variable en el período 1995-2000

Se procede a continuación a realizar un análisis financiero de la calidad de la gestión de 40 fondos de inversión españoles que mayoritariamente invirtieron en renta variable en el período de seis años comprendido entre enero de 1995 y diciembre de 2000. La base de datos consta de los valores de rentabilidad trimestral de cada fondo analizado en el horizonte temporal establecido.

Dado que los índices a utilizar necesitan un activo libre de riesgo de referencia, se han utilizado como tal las operaciones repo de Letras del Tesoro a 3 meses que presentaron una rentabilidad media trimestral del 1,24 por 100 en ese mismo período. Asimismo, el Índice General de la Bolsa de Madrid obtuvo en el mismo intervalo de tiempo un rendimiento promedio del 5,64 por 100 trimestral. Este índice será el referente del mercado español a partir del cual se obtendrán los distintos coeficientes betas de los fondos analizados.

En el Cuadro 1 se recogen los valores de rentabilidad trimestral de los 40 fondos de inversión, así como la desviación típica de dicha rentabilidad y los parámetros β representativos del riesgo sistemático de cada fondo. Dichas rentabilidades trimestrales son brutas de comisiones e impuesto de sociedades, es decir a la rentabilidad trimestral realmente percibida por el partícipe, se le añade la correspondiente proporción de la comisión de gestión y depósito descontada por el fondo en cada trimestre, así como la parte trimestral del 1 por 100 del impuesto de sociedades al que están sujetas dichas carteras colectivas.

En definitiva, se trata de evaluar la eficiencia de la gestión de los fondos analizados antes de periodificar en sus valores liquidativos las correspondientes comisiones y cargas fiscales.

A partir de los datos del Cuadro 1, a continuación se aplican los índices de eficiencia de Sharpe, Treynor y Jensen. Estas aplicaciones se ilustran en los Gráficos 5, 6 y 7, observándose en los mismos una gran similitud, tanto para los fondos que presentan mayor eficiencia, como para los que se encuentran en la zona baja de la clasificación.

CUADRO 1

RENTABILIDAD TRIMESTRAL PROMEDIO, RIESGO TOTAL Y RIESGO SISTEMÁTICO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ANALIZADOS ENTRE ENERO DE 1995 Y DICIEMBRE DE 2000

Fondo de inversión		E(Rp)	σ	β
1	AB BOLSA	5,88	13,21	0,97
2	ARGENTARIA BOLSA	6,49	14,89	1,04
3	BANKPYME SWISS	5,99	8,75	0,50
4	BBVA BOLSA 2	5,04	13,53	0,98
5	BBVA EUROPA BLUE CHIPS 2	7,18	12,76	0,90
6	BBVA EUROPA CRECIMIENTO 1	5,64	14,03	1,02
7	BBVA MIX 60 A	4,08	8,24	0,59
8	BCH ACCIONES	5,67	12,03	0,89
9	BETA CRECIMIENTO	5,50	10,82	0,79
10	BK FONDO	5,92	11,61	0,86
11	BM-DINERBOLSA	6,58	15,53	1,11
12	BNP BOLSA	5,86	13,48	1,00
13	BSN ACCIONES	5,96	11,99	0,89
14	CITIFONDO RV	6,02	13,40	0,99
15	DB ACCIONES	6,49	13,47	0,97
16	DB MIXTA II	4,83	10,31	0,71
17	EUROFONDO	3,54	10,58	0,74
18	EUROVALOR BOLSA	5,51	12,42	0,90
19	FG ACCIONES	5,52	12,36	0,90
20	FIBANC CRECIMIENTO	4,56	8,42	0,60
21	FONBILBAO ACCIONES	5,65	11,53	0,85
22	FONBOLSA	5,23	13,17	0,97
23	FONCAIXA BOLSA 5	6,98	11,93	0,82
24	FONDBARCLAYS 2	6,25	13,59	1,00
25	FONJALON ACCIONES	5,49	10,90	0,79
26	FONJALON II	4,46	8,51	0,61
27	IBERAGENTES BOLSA	5,78	13,32	0,98
28	IBERCAJA BOLSA	5,19	12,32	0,90
29	INDEXBOLSA	5,58	12,73	0,93
30	INDOSUEZ BOLSA	4,54	10,02	0,73
31	INVERBAN FONBOLSA	5,51	10,95	0,81
32	MADRID BOLSA	5,58	13,20	0,96
33	MERCHFONDO	7,01	15,08	0,84
34	METAVALOR	4,26	9,64	0,52
35	PLUSCARTERA	5,19	10,95	0,79
36	SANT EUROACCIONES	5,65	11,12	0,80
37	SANTANDER ACCIONES	5,27	10,15	0,74
38	URQUIJO CRECIMIENTO	4,98	10,66	0,77
39	URQUIJO GLOBAL	4,02	7,90	0,49
40	URQUIJO	5,19	11,42	0,84

Si comparamos los resultados ofrecidos por los distintos fondos con la eficiencia obtenida por el IGBM, apreciamos que para el caso de la ratio de Sharpe sólo 7 fondos obtienen peores niveles de eficiencia que el índice de mercado, mientras que para las ratios de Jensen y Treynor sólo 5 fondos empeoran los resultados del IGBM, evidenciando que la gran mayoría de los fondos, antes de comisiones y cargas fiscales logran batir en términos de eficiencia al índice de mercado propuesto.

Las diferencias encontradas en los tres indicadores utilizados para cada fondo radican esencialmente en el sensiblemente diferente análisis de eficiencia que las tres medidas realizan, por lo que en ningún caso sus resultados pueden ser comparados en términos absolutos. Por ejemplo, los valores del índice de Treynor son considerablemente mayores que los obtenidos por la ratio de Sharpe, debido a que el primero sólo considera la prima de rentabilidad sobre el riesgo sistemático, obviando el que subyace como consecuencia de una diversificación poco eficiente de la cartera, situación que tiene en cuenta el riesgo total tomado en la ratio de Sharpe. Las importantes diferencias de los resultados ofrecidos en los Gráficos 5 y 6, parecen evidenciar que esta matización resulta de especial importancia para la muestra analizada.

Si bien se ha indicado que intuitivamente las tres clasificaciones son bastante similares, para poder establecer con mayor exactitud este grado de correlación entre las clasificaciones, analizadas dos a dos, se procede a aplicar el coeficiente de correlación de rango de Spearman, al igual que hacen Ferrando y Lassala (1998);, cuya expresión es:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{N(N^2 - 1)} \quad [4]$$

Donde:

N es el número de fondos de la muestra;

d_i es la diferencia de lugar ocupado por el fondo i en cada clasificación.

Un valor extremo de Spearman igual a 1 evidenciará que las dos clasificaciones de eficiencia son exactamente iguales. En definitiva, este coeficiente de correlación refleja el mayor o menor nivel de coincidencia de las clasificaciones de eficiencia propuestas por los distintos indicadores.

Los resultados se ilustran en el Cuadro 2 y confirman un alto nivel de similitud entre las clasificaciones, especialmente entre los índices de Treynor y Jensen, medidas que coinciden en utilizar como indicador del riesgo el coeficiente beta de los fondos. No obstante resulta muy significativo que el índice de Sharpe, cuya estructura tiene en cuenta todo el riesgo soportado por la cartera, ofrece unas clasificaciones de eficiencia similares en un 84 por 100 y en un 90 por 100 a los índices de Treynor y Jensen respectivamente.

En definitiva, y a pesar de utilizar estructuras conceptualmente distintas, los tres indicadores reflejan clasificaciones de eficiencia muy consistentes entre si, resultados ya contrastados en otros trabajos españoles, sirva como reciente ejemplo el trabajo de Marín y Rubio (2001).

La evolución de la eficiencia en la gestión

En el subapartado anterior se ha realizado un análisis de la eficiencia en la gestión de los fondos considerados en el conjunto del horizonte temporal tomado. Partiendo de este estudio, a continuación se pretende realizar un análisis de evolución de la eficiencia segmentando el horizonte temporal de forma envolvente o deslizante. En este sentido, se comenzará hallando la eficiencia de cada cartera considerada en los tres primeros años del intervalo temporal total para, progresivamente, realizar nuevas mediciones de eficiencia añadiendo un trimestre posterior y quitando el primer trimestre antes considerado.

El horizonte global de la muestra es de 24 trimestres, es decir, de seis años, por tanto, dado que en cada medida de eficiencia se toman 12 trimestres, este proceso termina ofreciendo un total de 13 medidas de performance para cada fondo analizado.

GRÁFICO 5

APLICACIÓN DEL ÍNDICE DE SHARPE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA BASE DE DATOS

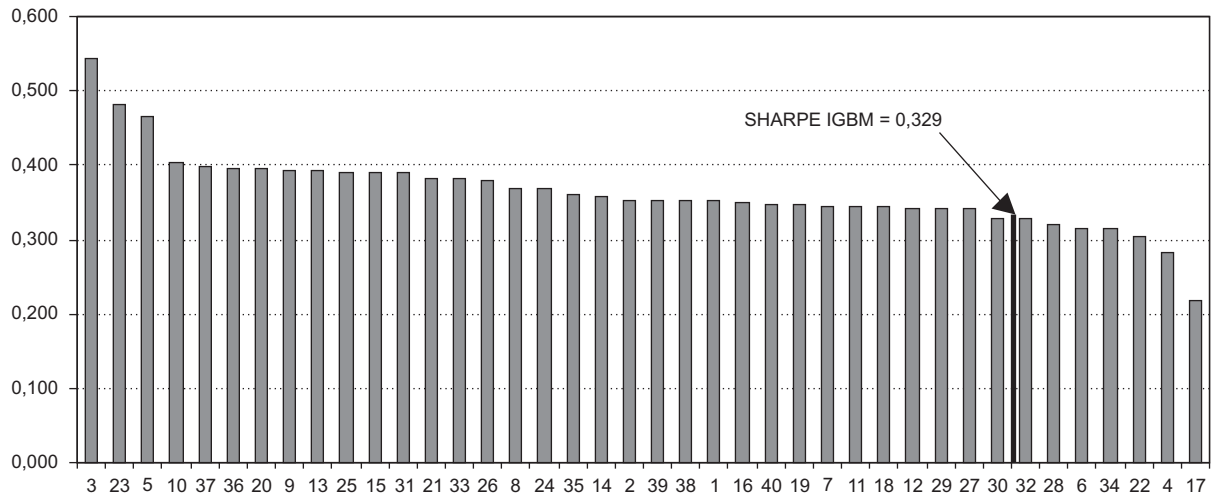


GRÁFICO 6

APLICACIÓN DEL ÍNDICE DE TREYNOR
A LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA BASE DE DATOS

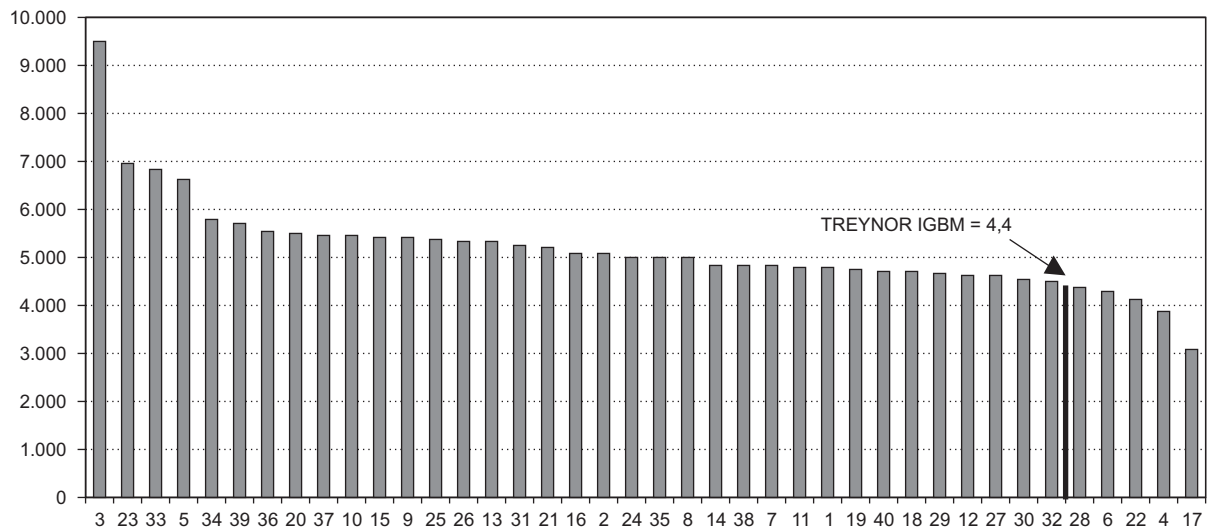
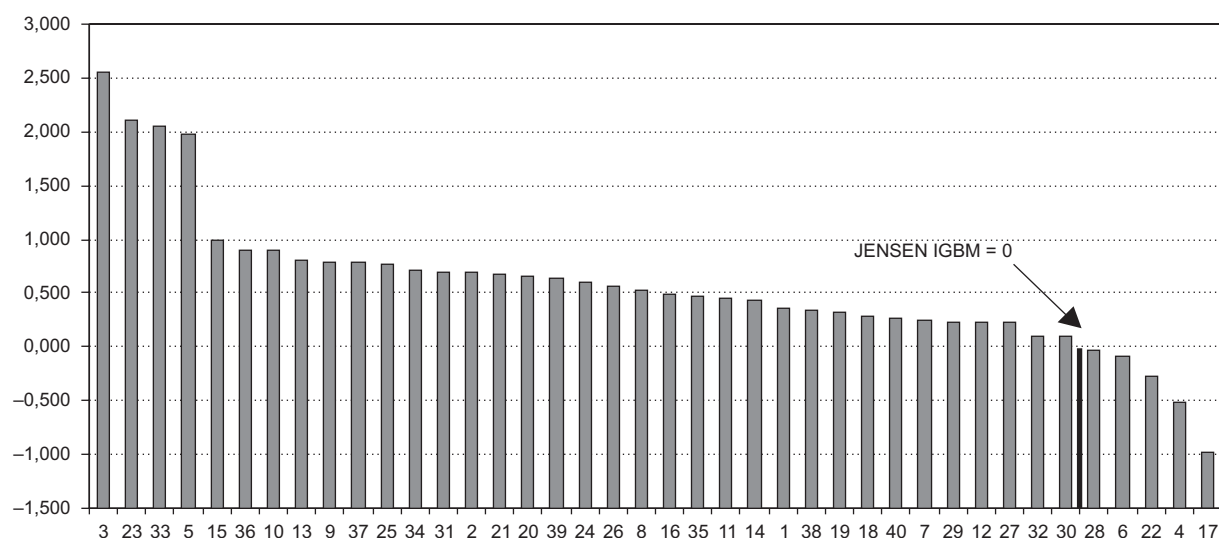


GRÁFICO 7

**APLICACIÓN DEL ÍNDICE DE JENSEN
A LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA BASE DE DATOS**



CUADRO 2

**COEFICIENTES DE CORRELACIÓN DE SPEARMAN DE LOS RANKINGS DE LOS FONDOS
SEGÚN S_p , T_p Y J_p**

	S_p	T_p	J_p
S_p	1	0,8421	0,9013
T_p	—	1	0,9549
J_p	—	—	1

Este proceso se realiza utilizando los índices de eficiencia de Sharpe, Treynor y Jensen, de manera que, en los Gráficos 8, 9 y 10, respectivamente se ilustra la evolución de la eficiencia conjunta de todos los fondos que conforman la base de datos.

Como se ha indicado, cada gráfico representa la evolución promedio de la eficiencia en la gestión de los 40 fondos. Este promedio se ha calculado aplicando la media aritmética de la eficiencia de toda la muestra y en cada subintervalo de tiempo.

GRÁFICO 8

EVOLUCIÓN DE LA EFICIENCIA EN LA GESTIÓN PROMEDIO DE LOS FONDOS QUE FORMAN LA BASE DE DATOS SEGÚN EL ÍNDICE DE SHARPE

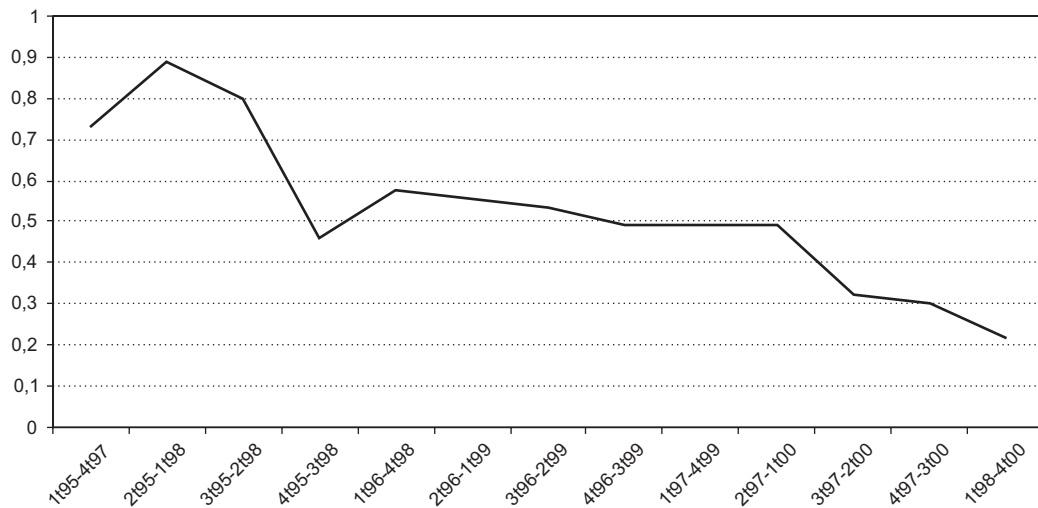


GRÁFICO 9

EVOLUCIÓN DE LA EFICIENCIA EN LA GESTIÓN PROMEDIO DE LOS FONDOS QUE FORMAN LA BASE DE DATOS SEGÚN EL ÍNDICE DE TREYNOR

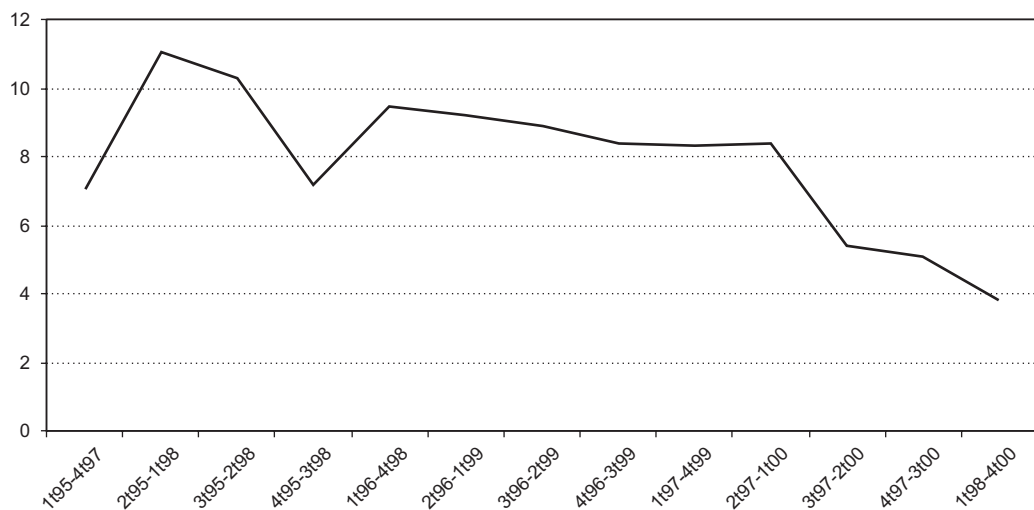
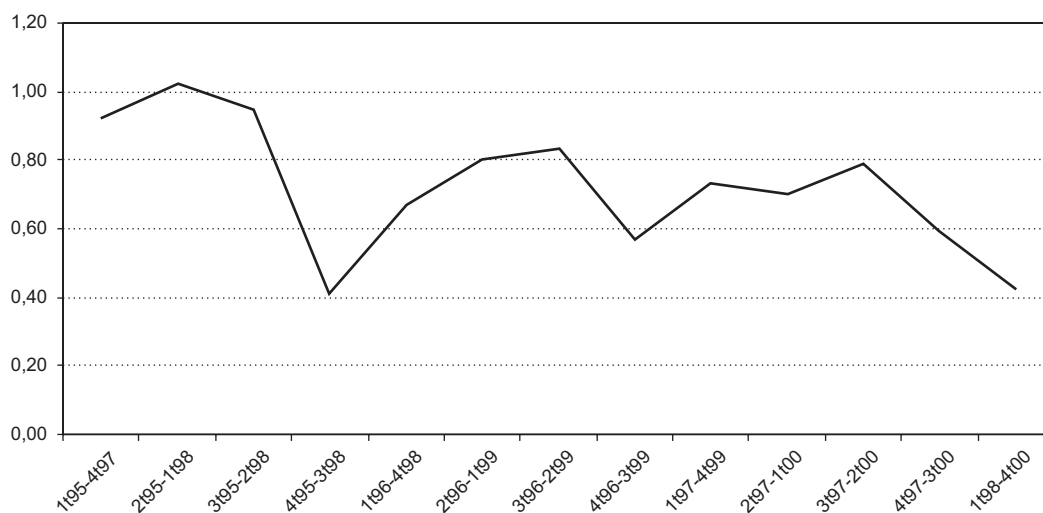


GRÁFICO 10

EVOLUCIÓN DE LA EFICIENCIA EN LA GESTIÓN PROMEDIO DE LOS FONDOS QUE FORMAN LA BASE DE DATOS SEGÚN EL ÍNDICE DE JENSEN



De cada uno de estos tres gráficos se puede obtener conclusiones muy similares. En este sentido, se observa, en general, que la eficiencia promedio de los fondos de inversión de renta variable analizados ha ido disminuyendo en el tiempo en el horizonte considerado. Estos resultados se explican por la consistente disminución en los últimos años de la prima de rentabilidad obtenida por los fondos respecto a los activos libres de riesgo, cuya reducción se traslada a la propia estructura de los indicadores de eficiencia propuestos.

En el Gráfico 8, por ejemplo, se observa que el valor promedio del índice de Sharpe durante los tres primeros años era de 0,731 y pasa a tener, en el posterior trienio, un nivel de 0,215. Por lo que respecta a la evolución promedio del índice de Treynor, se observa en el Gráfico 9 un proceso muy similar pasando, en este caso de 7,071 en el primer trienio a 3,789 en los tres últimos años. Y, por último, en el Gráfico 10 se observa que el valor promedio del índice de Jensen indicaba que, en el

primer trienio, el conjunto de los fondos analizados batían en promedio al mercado con un valor 0,92 de la ratio de Jensen, mientras que en el segundo trienio presentaban un valor promedio de 0,42.

4. Resumen y conclusiones

1. En los últimos años, la industria de los fondos de inversión ha tenido un fuerte impulso en España, tanto en patrimonio gestionado, como en número de fondos como en número de partícipes. Este crecimiento de oferta y demanda, a pesar de la crisis de los mercados financieros en el último trienio, debe calificarse de espectacular.

2. Las principales razones de esta evolución del mercado de los fondos de inversión obedecen a cuestiones tan importantes desde el punto de vista de la gestión de carteras como son la diversificación, la gestión profesional, el tratamiento fiscal, las economías de escala y el hecho de que, existiendo una gran gama de

oferta de fondos de inversión, cada decisor financiero puede elegir el perfil de riesgo al que mejor se ajusta y el horizonte temporal al que quiere realizar su inversión.

3. Para poder medir esta eficiencia en la gestión de los fondos de inversión pueden utilizarse los denominados índices de *performance* cuyo objetivo es conjugar en un solo valor el nivel de rentabilidad media de un fondo de inversión y su nivel de riesgo asociado. Los índices básicos más utilizados para medir la *performance* son los de Sharpe, Treynor y Jensen, siendo el primero de carácter más universal al considerar todo el riesgo histórico soportado por la cartera, mientras que los dos últimos restringen su análisis al riesgo sistemático no diversificable de la cartera.

4. Estos índices de *performance* se han aplicado a un conjunto de 40 fondos de inversión españoles con vocación inversora en renta variable entre 1995 y 2000, tanto desde una perspectiva global correspondiente a todo el horizonte temporal como desde el punto de vista de la evolución en la calidad de dicha gestión en el tiempo.

5. Antes del descuento en sus valores liquidativos de sus correspondientes comisiones de gestión y depósito y la carga fiscal del impuesto de sociedades, la gran mayoría de los fondos analizados ofrecen unos datos de eficiencia superiores a los obtenidos por el índice representativo del mercado. En términos generales, los fondos de inversión analizados han logrado ser más eficientes que el mercado español.

6. La existencia de importantes similitudes en los *rankings* de eficiencia propuestos por los tres índices de *performance* utilizados, permiten asegurar la consistencia de los resultados de dichos análisis, aun cuando las ratios de Treynor y Jensen se basan en la hipótesis de que las carteras han estado eficientemente diversificadas.

7. La aplicación de los índices de eficiencia evidencian importantes diferencias de eficiencia entre los datos ofrecidos por los mejores fondos respecto a los que obtienen los peores resultados. Para el caso de Sharpe, la diferencia de la prima de rentabilidad entre el mejor fondo y el peor es de más de un 0,325 por 100 trimestral por cada unidad de riesgo total soportado. En el caso de

la ratio de Treynor el rango de variación entre el mejor y el peor fondo es de casi un 6,5 por 100 por cada unidad de riesgo sistemático asumido, mientras que para el índice de Jensen entre los fondos con mejores y peores resultados existe una máxima diferencia de rentabilidad añadida a la mera evolución del mercado de aproximadamente el 3,5 por 100 trimestral.

8. La obtención por parte de los fondos de menores primas de rentabilidad respecto a los activos libres de riesgo, ha originado en los últimos años objeto de estudio la presencia de un fenómeno de pérdida de eficiencia en la gestión a nivel global, situación que es común para los tres indicadores propuestos.

Referencias bibliográficas

- [1] BANCO DE ESPAÑA: *Boletines Estadísticos* en www.bde.es.
- [2] FAMA, E. (1972): «Components of Investment Performance», *Journal of Finance*, junio, 17, 3, 551-567.
- [3] FAMA, E. (1991): «Efficient Capital Markets: II», *Journal of Finance*, 46, 1575-1617.
- [4] FÉDÉRATION EUROPÉENNE DES FONDOS ET SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT (2003): *The State of European Investment Funds Industry*, FEFSI, Bruselas.
- [5] FERRANDO BOLADO, M. y LASSASLA NAVARRÉ, C. (1998): «Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM en España en el período 1993-1995», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXVII-94, 197-231.
- [6] JENSEN, M. C. (1968): «The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964», *Journal of Finance*, 23, 389-416.
- [7] MARKOWITZ, H. (1952): «Portfolio Selection», *Journal of Finance*, 7, 77-91.
- [8] MARÍN, J. M. y RUBIO, G. (2001): *Economía Financiera*, Ed. Antoni Bosch, Barcelona.
- [9] SHARPE, W. F. (1964): «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- [10] SHARPE, W. F. (1966): «Mutual fund performance», *Journal of Business*, 39, 119-138.
- [11] 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), Ed. Deusto, Bilbao.
- [12] SHARPE, W. F. (1975): «Adjusting for Risk in Portfolio Performance Measurement», *Journal of Portfolio Management*, invierno, 29-34.

[13] SHARPE, W. F. (1994): «The Sharpe Ratio», *Journal of Portfolio Management*, 21, 49-58.

[14] TOBIN, J. (1958): «Liquidity Preferences as Behaviour Towards Risk», *Review of Economic Studies*, 26, febrero, 65-86.

[15] TORRE, B. y GARCÍA, M. (2002): «El mercado español de fondos de inversión de renta variable», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, junio-julio, 193-207.

[16] TREYNOR, J. L. (1965): «How to Rate Management of Investment Funds?», *Harvard Business Review*, 43, 63-75.