

Rentabilidades de las Principales Gestoras de Fondos en España (2006-2015)

Resumen

El sector de la gestión de activos en España es un sector muy bancarizado y concentrado en el que el 59% de los fondos domiciliados en España están gestionados por filiales de 5 entidades financieras.

En este estudio realizamos por primera vez un análisis de la rentabilidad de los fondos gestionados por los 5 mayores grupos financieros, Bankia, BBVA, La Caixa, Sabadell y Santander con el objeto de ver si los inversores tienen en cuenta la rentabilidad a la hora de seleccionar los fondos de inversión.

Para ello, comparamos la rentabilidad de los fondos gestionados por estas entidades con índices representativos de mercado (Benchmarks) y con fondos indexados de política de inversión similar, comercializados en España y por tanto invertibles.

El resultado es impactante: los inversores hubieran obtenido una rentabilidad adicional media anual del 2,80% si hubieran invertido en fondos indexados en vez de en fondos gestionados por estas 5 gestoras. Por otro lado, el porcentaje de fondos que tienen una rentabilidad superior al Benchmark es de únicamente un 6,7%. Este resultado indica que los inversores no realizan un análisis adecuado antes de seleccionar los fondos de inversión. El importe total estimado que han dejado de ganar los inversores de estas 5 gestoras en los años 2006 a 2015 de haber invertido en fondos indexados asciende a más de 15.000 millones de euros.

Autores

León Bartolomé Carreño – Indexa Capital AV

Unai Ansejo Barra – Universidad del País Vasco e Indexa Capital AV

Los autores agradecen a Morningstar e INVERCO los datos en base a los cuales se ha desarrollado el mismo. Ver detalle de los datos utilizados en la sección 3. Dirigir cualquier comentario o sugerencia a Unai Ansejo: uansejo@indexacapital.com

1. Introducción

Entre las 5 mayores gestoras de fondos en España a fecha 31 de Diciembre del 2015 y según datos de Inverco publicado en la página web www.inverco.es, controlan el 59% del patrimonio total, que asciende a 220.000 millones de Euros. En primer lugar está La Caixa (39.244 MM €) seguido por Banco Santander (33.707 MM €), BBVA (31.475 MM €), Banco Sabadell (13.088 MM €) y Bankia (11.964 MM €) ordenadas de mayor a menor según su patrimonio al final de 2015.

Aun siendo las de mayor volumen gestionado esto no significa que a su vez sean las que tienen una mejor rentabilidad. De acuerdo con el estudio de [\[Cambón y Losada, 2012\]](#), este comportamiento puede verse explicado por un efecto de concentración de la demanda (*spillover effect*), ya que los inversores españoles prefieren tratar con una sola entidad independientemente del producto que estén suscribiendo. Por esta razón los fondos gestionados por filiales de entidades financieras disfrutaban de una cuota de mercado superior y la demanda de sus productos no parece verse afectada negativamente por un incremento en las comisiones que cargan.

En este estudio veremos en qué posición se encuentran respecto a su competencia y contrastaremos su rentabilidad con la de sus Benchmarks de referencia, para así poder evaluar sus resultados. Para poder analizar las gestoras, utilizaremos datos de Morningstar e INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones en España) y analizaremos todos los 4.675 fondos de inversión que han operado en el periodo 2006-2015 en España. Estos fondos a su vez estarán subdivididos en 30 categorías diferentes propuestas por INVERCO, de acuerdo a su tipo de inversión.

Aunque no hay estudios recientes analizando el rendimiento de estas entidades en particular, los estudios que comparan las rentabilidades de los Benchmarks con las rentabilidades medias de los fondos de inversión son diversos llegando todos a la conclusión de que en general estos no son capaces de alcanzar el rendimiento de su Benchmark a largo plazo.

Por ejemplo, el trabajo de [\[Brinson, Hood, y Beebower, 1986\]](#) demuestra que, en promedio, utilizando datos de 1974-1983 los fondos de pensiones no han sido capaces de añadir valor por encima de su índice. Este resultado es consistente con el trabajo de [\[Carhart, 1997\]](#) que demuestra que los gastos de los fondos tienen un impacto uno a uno en la rentabilidad de los fondos y que la rotación elevada produce una rentabilidad un 0,95% de media inferior. Asimismo, [\[Arnott, Berkin y Ye, 2000\]](#) demuestran que la indexación, para la mayoría de las categorías de inversores sujetos a impuestos y para la mayoría de las condiciones del mercado, supera la gestión activa convencional. En este sentido, [\[Davis, Kinniry y Sheay, 2007\]](#), con datos de 1996–2006 dan evidencia de que, en promedio, la gestión activa ha reducido los rendimientos de una cartera en este período y ha aumentado la volatilidad en comparación con un índice de mercado que replique la política de asignación de activos de la cartera. Más recientemente, [\[Philips, Kinniry, Schlanger y Hirt, 2014\]](#), vuelven a mostrar que, después de comisiones, el rendimiento medio de los fondos de gestión activa ha sido inferior a la de sus índices de referencia y que, además, la rentabilidad reportada de fondos de inversión empeora significativamente una vez se tiene en cuenta el "sesgo de supervivencia" (es decir, una vez que los resultados de los fondos que fueron eliminados de los registros públicos se incluyen).

Para el caso de la industria española de gestión de activos, [\[Fernández y del Campo, 2010\]](#), muestran una evidencia muy relevante de que el 95% de los fondos españoles en los años 1991-2009 no superan la rentabilidad de su índice de referencia, de tal forma que la rentabilidad

media de los fondos en los últimos 10 años es un 2,8% inferior cada año y que, además sólo 14 de los 368 fondos analizados con 15 años de historia y 16 de los 1.117 con 10 años tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del estado a 10 años. En otras geografías se observa un resultado similar. Por otro lado, en el estudio de [\[Ansejo, Bartolomé, Martínez e Iturriaga, 2016\]](#) se muestra que la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión de gestión activa en España es muy inferior a la de sus índices de mercado y fondos indexados similares. De acuerdo con este estudio, las 8 categorías de fondos de gestión activa con mayor patrimonio tuvieron un rendimiento inferior a sus índices de mercado llegando hasta una diferencia de rentabilidad anual del 4,2% en el caso de Renta Variable Mixta Internacional. Esta relación se repite al comparar los fondos de gestión activa con sus equivalentes de gestión indexada donde otra vez la gestión activa se vio superada en todos los casos llegando a diferencias de 4,1%.

Este estudio tiene un enfoque diferente e innovador al analizar las 5 mayores gestoras por volumen gestionado en el mercado. Dicho estudio permitirá comparar la rentabilidad de dichas gestoras no solo entre sí, sino también contra la media de diferentes categorías de fondos y contra los fondos indexados que replican a los índices. Raramente se encuentran estudios en donde se individualicen los datos objetivo a nivel de gestora en lugar de por fondo.

El esquema del estudio es como se muestra a continuación. En la sección 2 introducimos la metodología utilizada mientras que en la sección 3 describimos las bases de datos analizadas. En la sección 4 describimos los resultados obtenidos haciendo hincapié en la comparativa de rentabilidad de las gestoras contra los Benchmarks y fondos indexados así como la comparativa de rentabilidad de las gestoras entre sí. En último lugar, en la sección 5 presentamos nuestras conclusiones.

2. Metodología

Con el objetivo de poder comparar adecuadamente la rentabilidad de los fondos hemos dividido los diferentes fondos en las categorías y gestoras que propone INVERCO. Para cada gestora y categoría que representa una clase de activo diferente, se ha creado un índice que pondera la importancia de cada fondo por el patrimonio de la clase del fondo. De esta forma, los fondos con mayor volumen pesan más en la construcción del índice.

Primero, calculamos el beneficio de cada fondo individualmente para cada mes, multiplicando la rentabilidad de ese mes por el volumen (patrimonio) al final del mes anterior. Después, los sumamos para encontrar el beneficio mensual de una categoría y gestora entera en un mes. Esto es,

$$BT_{mes} = \sum_{n=1}^N V_{fondon,mes-1} * R_{fondon,mes}$$

Ecuación 1. BT es el beneficio total, V es el volumen de un fondo en un mes determinado y R su rentabilidad.

A continuación, para determinar la rentabilidad en este mes, dividimos el beneficio total por la suma del volumen de todos los fondos de la categoría al final del mes anterior.

$$R_{mes} = \frac{BT_{mi}}{\sum_{n=1}^N V_{fondon,mes-1}}$$

Ecuación 2. V es el volumen de un fondo en un mes determinado y R la rentabilidad de una categoría en un mes concreto.

Para poder establecer una media de rentabilidad anual en los 10 años estudiados, primero necesitamos calcular la rentabilidad acumulada que habría obtenido la categoría de fondos en este periodo.

Para obtener la rentabilidad acumulada hasta un mes, multiplicamos entre sí las rentabilidades mensuales anteriores a ese mes.

$$RA_{mes} = \prod_{mes=1}^i (1 + R_{mes}) - 1$$

Ecuación 3. RA es la rentabilidad acumulada hasta un mes determinado.

A partir de la rentabilidad acumulada al final del período y tras la aplicación siguiente ecuación obtenemos la rentabilidad anual media.

$$RM = (1 + RA_{mesfinal})^{\left(\frac{1}{\text{número de años}}\right)} - 1$$

Ecuación 4. RM es la rentabilidad media (anual) de un benchmark o categoría de fondos concreta.

3. Datos

Para realizar este análisis se han utilizado tres bases de datos distintas. La primera está formada por información correspondiente a fondos domiciliados en España, tanto de gestión activa como de gestión indexada. La segunda, contiene información sobre los fondos de gestión indexada comercializados en España con domicilio en el extranjero. Por último, la tercera está formada por los índices de referencia (o benchmarks) aplicables a cada categoría.

La base de datos de los fondos domiciliados en España fue construida a partir de la información sobre fondos de inversión de INVERCO y Morningstar e incluye los resultados de los 4.675 fondos españoles para los años 2006 a 2015. Inicialmente, la muestra era superior (5.466) pero se han eliminado de la base de datos aquellos para los cuales no existían datos en el período analizado. A cierre de 2015 el número total de fondos ascendía a 2.287.

Se ha utilizado una base de datos que incorpora todos los fondos existentes en cada momento, de tal forma que hemos eliminado el Sesgo por Supervivencia (*“Survivorship Bias”*).

Estos 4.675 fondos han sido divididos en 30 categorías según su tipología de inversión (en el **Anexo 1** se detallan las diferentes clases de activos). Estas categorías se corresponden con la que utiliza INVERCO para la clasificación de fondos. Como parte de la depuración de la base de datos, hemos revisado uno a uno la clasificación de cada fondo en una categoría y hemos modificado aquellos casos que, por su política de inversión, estaban mal categorizados.

Para garantizar que la comparación sea objetiva, solamente hemos utilizado los datos de las categorías en las que una gestora tenía por lo menos un fondo en operación durante los 10 años. De esta forma evitamos que algunas gestoras se puedan ver beneficiadas o perjudicadas por el estado del mercado en períodos concretos inferiores a 10 años.

Entre las clases de fondos cabe destacar, por su gran volumen, la “Renta Fija a corto plazo” (30 mil millones de euros) y la “Renta Fija Mixta Internacional” (29 mil millones de euros) siendo la clase más pequeña la “Inmobiliaria” (125 millones de euros). El volumen total de fondos en nuestra base de datos a cierre de 2015 ascendía a 220 mil millones de euros.

La base de datos de fondos domiciliados en España, contiene las rentabilidades mensuales (después de descontar las comisiones de gestión y otros gastos operativos) medidas en porcentaje (%) y el volumen de la clase de participaciones (valor total invertido) medido en euros (€) para cada fondo. En algunos casos, debido a la ausencia de información sobre el volumen gestionado en un mes determinado, se ha hecho una interpolación lineal con los volúmenes de los meses posteriores y anteriores.

La primera base de datos es la que se ha analizado habiéndose comparado con la información contenida en las otras dos: fondos de gestión indexada comercializados en España y benchmarks o índices de referencia.

Se ha comparado los rendimientos de los fondos domiciliados en España con las rentabilidades mensuales de los respectivos benchmarks. Estos índices están publicados por agencias o intermediarios financieros como Standard and Poors, Merrill Lynch o MSCI (Morgan Stanley Capital International).

Se han utilizado 24 benchmarks, de los cuales 9 son de renta fija y 15 de renta variable. Debido a que algunos benchmarks no están denominados en euros, y para ajustar el cambio de divisa,

los rendimientos de algunos de ellos han sido convertidos a euros (S&P 500, MXWO, MSCI Emerging Markets, Nikkei 225 y el Global Bond Index). La fuente de información utilizada para esta conversión ha sido Bloomberg.

El proceso de asignación de un benchmark a cada categoría de fondo ha sido iterativo. Inicialmente se han analizado diferentes opciones para cada categoría, habiéndose calculado en cada caso el tracking error, y seleccionado finalmente el benchmark que minimizaba esa diferencia. Somos conscientes de que pueden existir fondos de inversión con políticas de inversión heterogéneas dentro de una misma categoría de INVERCO, pero creemos que el proceso de búsqueda de un benchmark que minimice el tracking error hace que la comparativa sea la más adecuada.

Los índices de referencia han tenido comportamientos muy dispares en el período analizado. Las rentabilidades anuales medias por categoría varían desde el -1,1% (Renta Variable Japón) hasta el 6,8% (Índice de los fondos de gestión indexada de Renta Variable EEUU). El rango de volatilidades también es muy amplio: el máximo es de 18,8% para la Renta Variable de Mercados Emergentes y el mínimo es de 0,4% para los fondos monetarios.

En el **Anexo 3** se puede ver un detalle de los índices de referencia que se han utilizado para cada clase de activo.

Por último, en la comparación con los fondos comercializados en España de gestión indexada, se usó de nuevo la base de datos de Morningstar. En España se comercializan 111 fondos indexados de 17 gestoras diferentes que hemos dividido en 9 categorías según su perfil de inversión. Estas categorías luego se han combinado para obtener índices similares a los benchmarks utilizados anteriormente y cuyas composiciones están detalladas en el **Anexo 4**. Se incluyen en este caso los fondos extranjeros ya que el número de fondos realmente indexados en España es muy limitado. No se han incluido ETFs en la comparativa, por el beneficio fiscal que tienen los fondos de inversión que en la práctica hace que los ETFs tengan una penetración en España muy minoritaria entre los inversores no institucionales.

Por ejemplo, para poder comparar la categoría de Renta Variable Mixta Internacional hemos seleccionado los índices formados por fondos indexados de las categorías de Renta Fija Largo Plazo, Renta Variable EEUU, Renta Variable Europea, Renta Variable Japonesa y Renta Variable de Países Emergentes y los hemos ponderado para formar un nuevo índice de Renta Variable Mixta Internacional que se asimile lo máximo posible (en términos de Tracking Error) a la categoría de fondos activos que queremos comparar. A lo largo de este estudio se ha priorizado esta categoría por ser la categoría donde se engloba la propuesta de [carteras de Indexa Capital](#), es decir, carteras mixtas internacionales.

4. Resultados

A la hora de detallar los resultados, el análisis se ha focalizado en las 8 categorías con un mayor patrimonio bajo gestión, que son “Global”, “Renta Fija Mixta Internacional”, “Renta Fija Mixta”, “Renta Variable Mixta Internacional”, “Renta Fija a Corto plazo”, “Renta Fija a Largo plazo”, “Garantizados Renta Fija” y “Garantizados Renta Variable”. En el **Anexo 1** se puede consultar la definición de cada categoría.

4.1 Gestoras contra Benchmarks y fondos Indexados

La primera parte de los resultados corresponde a la comparativa entre los fondos de gestión activa con sus índices de referencia (Benchmarks) y los fondos de gestión indexada que los replican. Esta comparación nos servirá para testar la capacidad de los gestores de crear valor o, en otras palabras, de obtener rentabilidades superiores a las de los mercados.

Rentabilidades

Analizando todos los fondos que cada gestora tiene en cada categoría, encontramos las rentabilidades pertinentes para cada gestora. En la **Tabla 1** vemos los resultados incluyendo como comparación las rentabilidades de sus Benchmarks y fondos de gestión indexada correspondientes para cada categoría.

Tabla 1: Comparación de resultados de rentabilidad media por categoría para los fondos de las principales gestoras, sus Benchmarks y fondos de gestión indexada en el periodo 2006-2015

	Bankia	BBVA	La Caixa	Sabadell	Santander	BM	Indx.
<i>Global</i>	3,2%	1,0%	2,9%	2,0%	1,7%	5,6%	5,6%
<i>RF Mixta Int.</i>	1,7%	0,7%	1,8%	1,3%	1,5%	5,1%	5,1%
<i>RF Mixta</i>	1,9%	0,4%	2,1%	1,4%	2,0%	4,8%	4,4%
<i>RV Mixta Int.</i>	1,2%	0,0%	2,4%	2,1%	1,8%	5,6%	5,5%
<i>RF c-plz</i>	1,9%	1,3%	1,5%	2,2%	1,4%	2,3%	
<i>RF l-plz</i>	2,2%	2,9%	3,2%	2,2%	2,6%	4,9%	4,5%
<i>Garant.-RF</i>	3,5%	2,5%	3,1%	3,1%	2,2%	4,5%	4,5%
<i>Garant.-RV</i>	1,9%	2,6%	2,0%	2,3%	1,8%	4,7%	4,4%

Nota: para hallar la rentabilidad media de una gestora en una categoría determinada se han ponderado las rentabilidades mensuales de cada fondo incluida en cada categoría por el volumen gestionado al final del mes anterior. En el caso de la Renta Fija Corto Plazo no aparece una rentabilidad para los fondos indexados, ya que a fecha del estudio no se han registrado en España fondos de inversión indexados que inviertan en renta fija a corto plazo.

Como podemos observar, las rentabilidades obtenidas por las gestoras según este método son muy inferiores a las rentabilidades de los Benchmarks y fondos indexados. Este resultado es consistente ya que ocurre para todas las gestoras y para todas las categorías analizadas. Uno de los datos más llamativos aparece en la categoría de Renta Variable Mixta Internacional, en donde la gestora BBVA presenta un 5,6% menos de rentabilidad anual que los Benchmarks y 5,5% menos rentabilidad anual que los fondos indexados. En términos de rentabilidad acumulada, en esta categoría el BBVA ha obtenido una rentabilidad en 10 años de -0,2%

mientras que los fondos indexados de esta categoría han obtenido una rentabilidad acumulada de 71,0%. Estos datos están expuestos de forma gráfica en la **Ilustración 1**.

Como resumen de la **Tabla 1** tenemos la **Tabla 2** que muestra la media aritmética de las diferencias entre las rentabilidades de los fondos con sus Benchmarks y fondos indexados equivalentes en todas las categorías excluyendo renta fija a corto plazo para para la cual no hay comparativa en el caso de fondos indexados. Este cálculo aun no siendo un resultado significativo por sí solo, nos sirve como herramienta de comparación y resumen entre las gestoras.

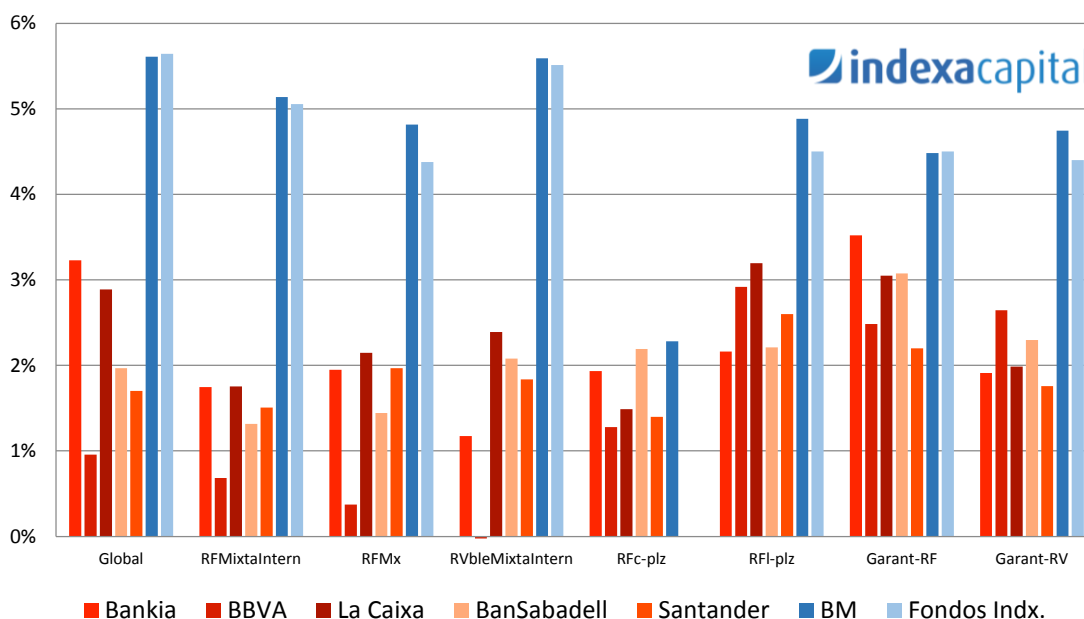
Tabla 2: Diferencia media de rentabilidad entre cada gestora y sus Benchmarks y correspondientes fondos indexados en las siete categorías anualizadas.

	<i>Bankia</i>	<i>BBVA</i>	<i>La Caixa</i>	<i>Sabadell</i>	<i>Santander</i>	<i>Media</i>
<i>BM</i>	-2,80%	-3,59%	-2,53%	-2,97%	-3,09%	-2,97%
<i>Indx.</i>	-2,63%	-3,41%	-2,36%	-2,80%	-2,91%	-2,80%

Nota: para hallar la diferencia de rentabilidad media de una gestora se ha calculado la media aritmética de la Tabla 1, excluyendo la categoría de renta fija a corto plazo.

En este caso vemos como en las categorías analizadas las 5 gestoras rindieron de media muy por debajo de sus Benchmarks y fondos indexados. La peor parada en este tipo de análisis es BBVA con una rentabilidad 3,59% y 3,41% inferior a la de sus Benchmarks y fondos indexados respectivamente. Después aparece el Banco Santander seguido de Banco Sabadell, Bankia y finalmente La Caixa. En media, la rentabilidad de las 5 principales gestoras se quedó 2,97 puntos por debajo de los Benchmarks y un 2,80% por debajo de los índices de fondos indexados.

Ilustración 1: Rentabilidades anuales medias de las categorías de Fondos de cada gestora, sus Benchmarks y fondos de gestión indexada.



Diferencia en Euros

Con el objetivo de darle un valor monetario a esta diferencia estimamos la diferencia entre lo que cada gestora ha ganado en euros en los 10 años analizados y lo que hubiera obtenido si hubiera invertido en los fondos indexados correspondientes a la categoría de cada fondo. En este caso se utilizaron los fondos de todas las categorías con fondos indexados equivalentes (ver **Anexo 5**) y no solo las ocho analizadas anteriormente. Estos resultados están expuestos en la **Tabla 3**.

Tabla 3: Diferencia entre las ganancias en los 10 años de las gestoras con lo que habrían obtenido con rentabilidades iguales a las de sus fondos indexados (millones de euros). Expuestas en las filas inferiores como porcentaje de su patrimonio final y medio.

	<i>Bankia</i>	<i>BBVA</i>	<i>La Caixa</i>	<i>Sabadell</i>	<i>Santander</i>	<i>Total</i>
<i>Diferencia (millones)</i>	-1.063 €	-4.864 €	-3.884 €	-1.143 €	-4.308 €	-15.261 €
<i>Volumen Final (millones)</i>	7.586 €	27.005 €	34.816 €	10.225 €	28.431 €	108.063 €
<i>Diferencia/Vol. Final</i>	-14,0%	-18,0%	-11,2%	-11,2%	-15,2%	-14,1%
<i>Volumen Medio (millones)</i>	5.731 €	19.184 €	16.493 €	5.877 €	19.301 €	66.586 €
<i>Diferencia/Vol. Medio</i>	-18,6%	-25,4%	-23,5%	-19,4%	-22,3%	-22,9%

En la tabla se puede observar que si los partícipes de estas gestoras hubieran estado invertidos en los fondos indexados correspondientes a su categoría durante el período de tiempo analizado, hubieran obtenido 15.261 millones de euros adicionales. En términos absolutos, observamos que la gestora en la que sus partícipes hubieran tenido un mayor coste de oportunidad es el BBVA (-4.864 millones de euros) seguido por el Banco Santander (-4.308 millones de euros) y La Caixa (-3.884 millones de euros).

Para poder contextualizar estos resultados según el volumen gestionado por cada gestora dividimos la diferencia de rentabilidad por el patrimonio medio y final de cada una de ellas. Teniendo en cuenta el volumen final como denominador, la gestora de BBVA obtendría el peor resultado (-18,0%) al igual que con el volumen medio en la que también es la peor parada (-25,4%).

El mismo análisis hecho contra los índices de referencia de cada categoría se muestra en el **Anexo 3**. Estas diferencias no son directamente comparables con las de los fondos indexados ya que algunos fondos que han sido contrastados con sus Índices de referencia carecen de fondo indexado equivalente y por tanto las cifras son incluso mayores. Por ejemplo, la diferencia total de rentabilidad en euros contra los Benchmarks en los 10 años de las 5 gestoras asciende a casi 20 mil millones.

Fondos Individuales

En las secciones anteriores, hemos analizado la diferencia en rentabilidad media de los fondos de gestión activa como conjunto en cada categoría contra su Benchmark. A continuación, queremos analizar el porcentaje de fondos que batían a su Benchmark en 10 años. De esta forma comparamos la rentabilidad acumulada durante la vida de cada fondo con la de sus Benchmark para encontrar los fondos de inversión que han conseguido batir a sus *Benchmarks*. Para este análisis hemos utilizado solo los fondos que han operado durante todo el periodo (2006-2015). En este caso no hemos analizado la categoría global ya que debido a su alto tracking error, consideramos que el índice de referencia no es suficientemente representativo

([Ansejo, Bartolomé, Martínez e Iturriaga, 2016]). La **Tabla 4** nos muestra los datos de los fondos que cada gestora tiene en las siete categorías analizadas y es un resumen del **Anexo 2** en la que estos datos se separan en categorías.

Tabla 4: Nº de fondos por encima del Benchmark, Nº de fondos totales y porcentaje de fondos con rentabilidades por encima de su Benchmark en el periodo analizado para cada gestora

	<i>Bankia</i>	<i>BBVA</i>	<i>La Caixa</i>	<i>Sabadell</i>	<i>Santander</i>	<i>Total</i>
<i>Nº Fondos > Benchmark</i>	1	1	1	2	3	7
<i>Nº Fondos</i>	22	32	24	24	25	105
<i>% Fondos > Benchmark</i>	4,5%	3,1%	4,2%	8,3%	12,0%	6,7%

En todos los casos el porcentaje de fondos por encima de los Benchmarks está muy por debajo del 50% (valor que indicaría la igualdad entre ambos) con solo un 6,7% de los fondos superando su Índice de referencia en total. El peor parado es el BBVA (3,1%) mientras que la gestora con el mayor porcentaje de fondos por encima de sus Benchmarks es Banco Santander (12,0%). Es destacable que la categoría donde hay un mejor comportamiento es en la de renta fija a corto plazo (4 de los 7 fondos que han batido a sus índices pertenecen a esta categoría). Por el contrario, hay 3 categorías en las que no hay ni un solo fondo de estas 5 gestoras que lo hayan hecho mejor que su benchmark: renta variable mixta internacional, renta fija a largo plazo y fondos garantizados de renta fija.

A continuación nos preguntamos si el porcentaje de fondos que lo hacen mejor que su Benchmark dependerá del tamaño de la gestora. Para ello comparamos estos resultados con los que se obtendrían utilizando todas las gestoras y no sólo las de mayor patrimonio. Si analizamos todas las gestoras, el porcentaje de fondos que quedan por encima de su índice de mercado es del 5,2% (ver **Anexo 2, Tabla 10**). Por tanto, podemos observar como en 3 de las 5 mayores gestoras el porcentaje de fondos que lo hacen mejor que su Benchmark es menor que la media y en 2 están por encima de la media. Este resultado indica que el tamaño no es una variable explicativa del comportamiento de los fondos a largo plazo.

4.2 Comparativa de Gestoras según su rentabilidad

Para comparar el rendimiento de las gestoras entre sí hacemos un ranking de rentabilidad entre estas. Para evitar que alguna gestora se pueda ver afectada positiva o negativamente por el mercado en un punto concreto solo se utilizan las gestoras que en cada categoría tienen por lo menos un fondo con datos de los 10 años. Para poder compararlos se encuentra el percentil de rentabilidad de cada gestora para cada categoría. Estos datos están expuestos en la **Tabla 5**.

Tabla 5: Posición sobre el número total de gestoras con fondos operando los 10 años en cada categoría y percentil de esta posición. En la última fila vemos la media simple de estos percentiles como modo de comparación para las ocho categorías en conjunto

		<i>Bankia</i>	<i>BBVA</i>	<i>La Caixa</i>	<i>Sabadell</i>	<i>Santander</i>	<i>Nº Gestoras</i>
<i>Global</i>	<i>Posición</i>	4	31	10	20	25	44
	<i>Percentil</i>	0,09	0,70	0,23	0,45	0,57	
<i>RF Mixta Int.</i>	<i>Posición</i>	6	19	5	12	9	24
	<i>Percentil</i>	0,25	0,79	0,21	0,50	0,38	
<i>RF Mixta</i>	<i>Posición</i>	19	34	13	26	18	35
	<i>Percentil</i>	0,54	0,97	0,37	0,74	0,51	

<i>RV Mixta Int.</i>	Posición	19	23	8	10	14	26
	Percentil	0,73	0,88	0,31	0,38	0,54	
<i>RF c-plz</i>	Posición	9	33	29	4	31	44
	Percentil	0,20	0,75	0,66	0,09	0,70	
<i>RF l-plz</i>	Posición	23	11	8	22	19	31
	Percentil	0,74	0,35	0,26	0,71	0,61	
<i>Garant.-RF</i>	Posición	2	14	10	8	20	22
	Percentil	0,09	0,64	0,45	0,36	0,91	
<i>Garant.-RV</i>	Posición	16	3	14	10	18	22
	Percentil	0,73	0,14	0,64	0,45	0,82	
Total	Percentil medio	0,42	0,65	0,39	0,46	0,63	

Podemos ver como en cada gestora los valores de los percentiles son muy irregulares entre sus categorías. Por esta razón, calculamos el percentil medio para cada gestora con el objeto de poder realizar una comparación global en la última fila de la **Tabla 5**. Como puede observarse, la gestora de BBVA obtiene el percentil medio más alto 0,65 (peor resultado) y La Caixa el mejor resultado 0,39.

De nuevo, podemos afirmar que estas 5 gestoras como grupo no tienen un comportamiento en relación al resto de gestoras especialmente negativo ni positivo ya que el percentil medio (0,53) se encuentra muy cercano al 0,5.

5. Conclusión

Los resultados de este estudio nos muestran como ninguna de las 5 mayores gestoras españolas por volumen gestionado el 31 de diciembre de 2015 ha sido capaz de tener un rendimiento similar o superior al de sus Benchmarks y/o fondos indexados en el periodo 2006 - 2015. La diferencia media anual de rentabilidad contra los fondos indexados asciende a un 2,80% que en términos acumulados a 10 años supera el 30% de menor rentabilidad para los inversores.

En las ocho categorías con un mayor patrimonio final, ninguna de las gestoras ha sido capaz de conseguir una rentabilidad por encima de sus Benchmarks llegando a diferencias de hasta 5,6% menos rentabilidad anual en el caso de la Renta Variable Mixta Internacional para la gestora del BBVA. Al hacer la media de la diferencia de rentabilidades de cada gestora y para todas las categorías vemos como de nuevo la gestora de BBVA obtiene las peores rentabilidades, con diferencias medias de 3,59 % y 3,41% menos rentabilidad anual que los Benchmarks y fondos indexados respectivamente.

La comparación de las ganancias en euros de los fondos de las gestoras y las que habrían obtenido los partícipes de estar invertidos durante el mismo período en fondos indexados, nos muestra como los clientes de las 5 gestoras dejaron de ganar más de 15.000 millones de euros en el periodo 2006 - 2015, resultado sin duda de los elevados costes de gestión o corretaje entre otros factores.

Al comparar cada fondo individualmente con su Benchmark vemos como casi todos tienen rentabilidades inferiores, con solo un 6,7% de los fondos de estas 5 gestoras en las categorías analizadas por encima de sus Benchmarks en términos de rentabilidad y durante el período analizado.

Al comparar las 5 gestoras entre sí y analizar el percentil en el que se encontrarían respecto al resto de gestoras, vemos como la que obtiene un peor rendimiento en media en las ocho categorías analizadas es de nuevo el BBVA con un percentil medio 0,65.

En conclusión, ninguna de las 5 gestoras ha sido durante el período analizado capaz de ofrecer al inversor un rendimiento comparable al obtenido por fondos de inversión indexada y por tanto parece probado que los inversores en fondos no tienen este resultado en cuenta a la hora de tomar sus decisiones de inversión. Este hecho cobra relevancia, pues entre las 5 gestoras gestionaban el 59% de los activos bajo gestión según Inverco a fecha de 31 de Diciembre de 2015.

6. Bibliografía

Ansejo, U., Bartolomé, L., Martínez M., e Iturriaga J. 2016, "Rendimiento de los Fondos de Gestión Indexada y Activa en España".

<https://indexacapital.files.wordpress.com/2016/09/rendimiento-de-los-fondos-de-gestic3b3n-indexada-y-activa-en-espac3b1a-2006-2015-estudio3.pdf>

Arnott, R.D., A.L. Berkin, and J. Ye. (2000) "How Well Have Taxable Investors Been Served in the 1980's and 1990's?" First Quadrant Monograph

Cambón, M.I. y Losada R. (2012) "Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito". Documentos de Trabajo No 54, CNMV.

Christopher B. Philips, Francis M. Kinniry Jr., Todd Schlanger, Joshua M. Hirt (2014), "The Case for Index Fund Investing", Vanguard Research

Gary P, Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower (1986), "Determinants of Portfolio Performance". The Financial Analysts' Journal Vol. 52

Joseph H. Davis, Ph.D. Francis M. Kinniry Jr., Glenn Sheay (2007), "The Asset Allocation Debate: Provocative Questions, Enduring Realities", Vanguard Investment Counseling and Research

Mark M. Carhart (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance". American Finance Association

Pablo Fernández, Javier del Campo (2010), "Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España", IESE Business School

Subramanian, Suzuki, Makedon y Carey Hall, (2014), "A good Year for the Benchmark... Merrill Lynch"

William F. Sharpe (1991), "The Arithmetic of Active Management", The Financial Analysts' Journal Vol. 47

7. Anexos

7.1 Anexo 1: Categorías de Fondos

Tabla 6. Descripción y características principales de cada categoría

Categoría	Características
Renta Fija Euro Corto Plazo (RF Corto Plazo)	- No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.
	- La duración media de su cartera no puede superar los dos años.
	- Los activos estarán denominados en monedas euro, con un máximo del 5% en monedas no euro.
Renta Fija Euro Largo Plazo (RF Largo Plazo)	- No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.
	- La duración media de su cartera debe ser superior a dos años.
	- Los activos estarán denominados en monedas euro, con un máximo del 5% en monedas no euro.
Renta Fija Mixta Euro (RF Mixta)	- Menos del 30% de exposición a renta variable.
	- La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no superará el 30%.
Renta Fija Mixta Internacional (RF Mixta Intern.)	- Menos del 30% de exposición a renta variable.
	- La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa podrán superar el 30%.
Renta Variable Mixta Internacional (RV Mixta Intern.)	- Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable.
	- La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa podrán superar el 30%
Garantizado de rendimiento fijo (RF Garant.)	- IIC para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
Garantizado de rendimiento variable (RV Garant.)	- IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además, incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Global (Global)	- IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.
Monetario (Monetarios)	- Ausencia de exposición a renta variable, de riesgo divisa y de deuda subordinada.
	- Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente.
	- Duración media de la cartera inferior a 6 meses.
	- Mínimo del 90% del patrimonio en instrumentos con vencimiento residual inferior a 2 años.
	- Ausencia de instrumentos con vencimiento residual superior a 5 años.
	- Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo

	inferior a A2 o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2,
Renta Fija Internacional (RFIntern)	- Ausencia de exposición a renta variable. - Posibilidad de tener más del 10% de exposición al riesgo divisa.
Renta Variable Mixta Euro (RVMx)	- Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. - La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no superará el 30%.
Renta Variable Nacional Euro (RVNnal)	- Más del 75% de la cartera en activos de renta variable cotizados en mercados españoles, incluyendo activos de emisores españoles cotizados en otros mercados. La inversión en renta variable nacional debe ser, al menos, el 90% de la cartera de renta variable. - Los activos estarán denominados en monedas euro, con un máximo del 30% en moneda no euro.
Renta Variable Euro (RvblEuro)	- Más del 75% de exposición a renta variable. - Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro. - Máximo del 30% de exposición al riesgo divisa.
Renta Variable Internacional Europa (RVI-Europa)	- Al menos el 75% de la cartera, en activos de renta variable. - Al menos el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores europeos. - Más de un 30% de los activos estarán denominados en monedas no euro.
Renta Variable Internacional EEUU (RVI-EEUU)	- Al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. - Al menos el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores estadounidenses. - Más de un 30% de los activos estarán denominados en monedas no euro.
Renta Variable Internacional Japón (RVI-Japón)	- Al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. - Al menos el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores japoneses. - Más de un 30% de los activos estarán denominados en monedas no euro.
Renta Variable Internacional Emergentes (RVI-Emergentes)	- Al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. - Al menos el 75% de la cartera de renta variable en valores de emisores de países emergentes. - Más de un 30% de los activos estarán denominados en monedas no euro.
Renta Variable Internacional Resto (RVI-Resto)	- Al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. - Más de un 30% de los activos estarán denominados en monedas no euro. - No adscrito a ninguna otra categoría de Renta Variable Internacional.
Retorno absoluto (RetornoAbsoluto)	- IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor absoluto, "relative value", dinámicas...
IIC Inmobiliarias (Inmobiliarios)	- IIC constituidas al amparo del artículo 56 RIIC. Invierten en inmuebles (edificios, oficinas, viviendas...)
IIC de inversión libre (Fondos de FIL)	- IIC constituidas al amparo del artículo 44 RIIC. Fondos que invierten en IICs de inversión libre.

7.2 Anexo 2: Resultados

Tabla 7. Numero de fondos por categoría y gestora que batieron a su índice de referencia en cada categoría analizada en los años 2006 a 2015.

	Bankia	BBVA	La Caixa	Sabadell	Santander
<i>RF Mixta Int.</i>	0	0	0	0	0
<i>RF Mixta</i>	0	0	0	0	1
<i>RV Mixta Int.</i>	0	0	0	0	0
<i>RF c-plz</i>	1	1	1	1	1
<i>RF l-plz</i>	0	0	0	0	0
<i>Garant.-RF</i>	0	0	0	0	0
<i>Garant.-RV</i>	0	0	0	1	1

Tabla 8. Numero de fondos de cada categoría analizada para cada gestora en los años 2006 a 2015.

	Bankia	BBVA	La Caixa	Sabadell	Santander
<i>RF Mixta Int.</i>	1	1	3	1	1
<i>RF Mixta</i>	2	3	1	2	4
<i>RV Mixta Int.</i>	1	2	2	2	0
<i>RF c-plz</i>	7	5	2	2	9
<i>RF l-plz</i>	4	7	8	5	4
<i>Garant.-RF</i>	2	10	2	4	2
<i>Garant.-RV</i>	5	4	6	8	5

Tabla 9. Porcentaje de fondos por gestora que superaron su índice en cada categoría analizada en los años 2006 a 2015.

	Bankia	BBVA	La Caixa	Sabadell	Santander
<i>RF Mixta Int.</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>RF Mixta</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%
<i>RV Mixta Int.</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	N/A
<i>RF c-plz</i>	14,3%	20,0%	50,0%	50,0%	11,1%
<i>RF l-plz</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Garant.-RF</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Garant.-RV</i>	0,0%	0,0%	0,0%	12,5%	20,0%

Tabla 10. Fondos por categoría que superaron su Benchmark utilizando todas las gestoras en los años 2006 a 2015.

	<i>Nº fondos > Benchmark</i>	<i>Nº fondos</i>	<i>% > Benchmark</i>
<i>RF Mixta Int.</i>	1	31	3.2%
<i>RF Mixta</i>	1	48	2.1%
<i>RV Mixta Int.</i>	1	31	3.2%
<i>RF c-plz</i>	13	93	14.0%
<i>RF l-plz</i>	0	69	0.0%
<i>Garant.-RF</i>	1	85	1.2%
<i>Garant.-RV</i>	6	89	6.7%
Total	23	446	5.2%

7.3 Anexo 3: Diferencia en Euros con Índices de Referencia

Tabla 11. Diferencia entre las ganancias en los 10 años de las gestoras con lo que habrían obtenido con rentabilidades iguales a las de sus índices de referencia (millones de euros). Expuestas en las filas inferiores como porcentaje de su patrimonio final y medio.

	<i>Bankia</i>	<i>BBVA</i>	<i>La Caixa</i>	<i>Sabadell</i>	<i>Santander</i>	<i>Total</i>
<i>Diferencia (millones)</i>	-1.509€	-6.081€	-4.672€	-1.449€	-6.260€	-19.971€
<i>Volumen Final (millones)</i>	12.353€	30.395€	40.055€	14.985€	35.179€	132.966€
<i>Diferencia/Vol. Final</i>	-12,2%	-20,0%	-11,7%	-9,7%	-17,8%	-15,0%
<i>Volumen Medio (millones)</i>	10.659€	32.096€	24.560€	12.076€	37.937€	117.329€
<i>Diferencia/Vol. Medio</i>	-14,2%	-18,9%	-19,0%	-12,0%	-16,5%	-17,0%

7.4 Anexo 4: Benchmarks para cada categoría

Tabla 12. Benchmarks utilizados para la comparación con los fondos de gestión activa de cada categoría

CATEGORÍA	BENCHMARK
RF Corto Plazo	Índice de letras del tesoro GOEB Index
RF Largo Plazo	The BofA Merrill Lynch 3-5 Year Spain Government Index G2E0 Index
RF Mixta	70% G2E0 + 30% MADX
RV Mixta	30% G2E0 + 70% MADX
RVNnal	ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).
RF Intern.	The BofA Merrill Lynch Euro Broad Market Index (Euro 10 años)
RV Mixta Intern.	30% EMU0 Index + 70% MSCI World
RF Mixta Intern.	70% EMU0 Index + 30% MSCI World
RVblEuro	MSCI Eurozone
RVI-Europa	MSCI Europe
RVI-EEUU	SP500 Euro
RVI-Japón	Nikkei 225 Euro
RVI-Emergentes	MSCI Emerging Markets Index Euro
RVI-Resto	MXWO Euros
Global	MSCI World
RF Garant.	EMU0 Index
RV Garant.	70% G2E0 + 30% SX5E Index
Retorno Absoluto	EMU0 Index
Monetarios	Índice de letras del tesoro GOEB Index
GP - Index Fund - RV Nnal	ITBM (índice Total de la Bolsa de Madrid).
GP - Index Fund - RF Largo	The BofA Merrill Lynch Euro Broad Market Index (Euro 10 años)
GP - Index Fund - RV Euro	MSCI Eurozone
GP - Index Fund - RV Europa	MSCI Europe
GP - Index Fund - RV EEUU	SP500 Euro
GP - Index Fund - RV Japón	Nikkei 225 Euro
GP - Index Fund - RV Emergentes	MSCI Emerging Markets Index Euro
GP - Index Fund - RV Resto	MXWO Euros
GP - Index Fund - RF Internacional	The BofA Merrill Lynch Euro Broad Market Index (Euro 10 años)

7.5 Anexo 5: Índices de fondos de gestión indexada

Tabla 13. Composición de los índices de fondos de gestión indexada utilizados para la comparación con los fondos de gestión activa de cada categoría donde Índice RV = 55% GP - Index Fund - RV EEUU + 25% GP - Index Fund - RV Europa + 10% GP - Index Fund - RV Japón + 10% GP - Index Fund - RV Emergentes

CATEGORÍA GESTION ACTIVA	INDICES DE FONDOS DE GESTION INDEXADA
Global	100% Índice RV
RFIntern	GP - Index Fund - RF Internacional
RF Mixta Intern.	70% GP - Index Fund - RF Largo + 30% Índice RV
RF Mixta	70% GP - Index Fund - RF Largo + 30% GP - Index Fund - RV Nnal
RVMx	30% GP - Index Fund - RF Largo + 70% GP - Index Fund - RV Nnal
RVNnal	GP - Index Fund - RV Nnal
RVblEuro	GP - Index Fund - RV Euro
RV Mixta Intern.	30% GP - Index Fund - RF Largo + 70% Índice RV
RF Largo Plazo	GP - Index Fund - RF Largo
RF Garant.	GP - Index Fund - RF Largo
RV Garant.	70% GP - Index Fund - RF Largo + 30% GP - Index Fund - RV Nnal
RVI-EEUU	GP - Index Fund - RV EEUU
RVI-Emergentes	GP - Index Fund - RV Emergentes
RVI-Europa	GP - Index Fund - RV Europa
RVI-Japón	GP - Index Fund - RV Japón
RVI-Resto	GP - Index Fund - RV Resto

8. Aviso Legal

El presente estudio ha sido realizado en base a la información extraída de la bibliografía y de las fuentes citadas a lo largo del mismo, así como en base a la información publicada por los cinco grupos financieros citados en el Estudio y los fondos de inversión gestionados que se analizan.

Indexa Capital recomienda la contratación de asesoramiento de profesionales para la toma de decisiones de inversión, y por lo tanto, el estudio no implica, por parte de Indexa Capital, la prestación de servicios de asesoría y en ningún caso constituye, ni deberá interpretarse como recomendación alguna para que se invierta en o se celebren determinadas operaciones.

Indexa Capital no garantiza para el destinatario y/o receptor la utilidad para un fin específico de la información contenida en el estudio, y no es responsable de cualquier tipo de error, inexactitud u omisión derivados de cualquier información proveniente de las fuentes que utilice.

Indexa Capital no asume responsabilidad alguna frente al destinatario y/o receptor por el uso que se dé a la información incorporada en el mismo.