

# Cómo Invertir en Fondos de Inversión con Sentido Común

## PARTE I: SOBRE ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

### Capítulo 1. Sobre Inversión a Largo Plazo

El mercado sufre periódicamente fuertes correcciones, pero ha sido el crecimiento el que ha determinado el curso económico en el largo plazo. Como ejemplo, el producto nacional bruto real (PNB) de EE.UU. ha crecido a un ritmo del 3,5% anual durante la primera mitad del s. XX y del 2,9% en la segunda mitad. Por ello, el propósito del autor en este capítulo es demostrar que, *"para invertir con éxito, hay que ser inversor a largo plazo"*. Hoy en día muchos inversores subordinan los principios de la inversión sólida a las frenéticas acciones cortoplacistas que hoy en día dominan el mercado, provocando estrategias de inversión estratégicamente peligrosas. No podemos controlar las rentabilidades de nuestras inversiones, pero un programa de inversión a largo plazo se beneficia de las tres variables que sí se pueden controlar: Riesgo, coste y tiempo.

Para el análisis de las rentabilidades a largo plazo es muy ilustrativo el gráfico de Siegel (Ilustración 1), este gráfico abarca la totalidad del mercado de valores:

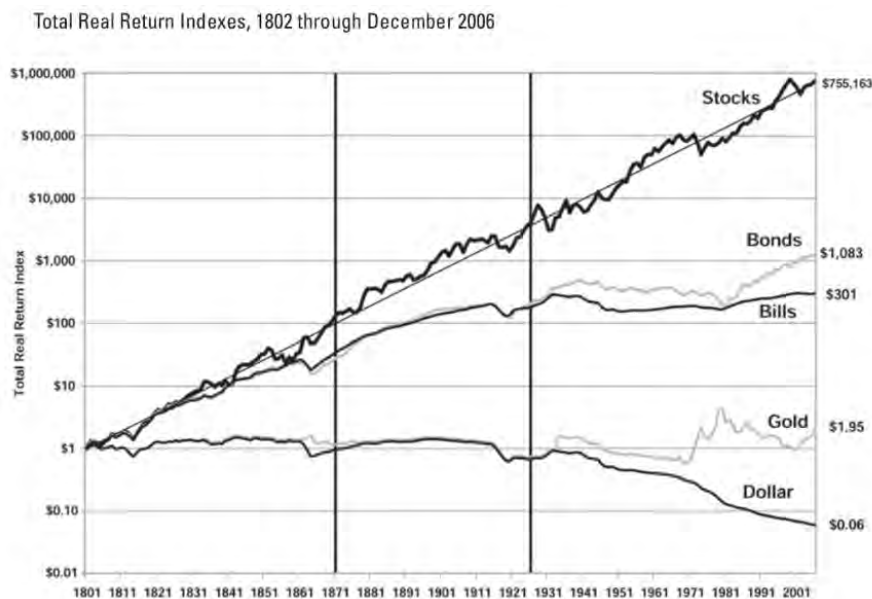


Ilustración 1

A modo ilustrativo, podemos observar los efectos de haber invertido 10.000€ en Renta Variable y en Renta Fija en los últimos 200 años (Ilustración 2):

Activo	Capital Invertido	Valor Terminal	Tasa Real de Crecimiento
Renta Variable	\$10000	\$5.600 millones	7,00%
Bonos del Gobierno de USA	\$10000	\$8 millones	3,50%

Ilustración 2

Cabe destacar que la rentabilidad de haber invertido en oro durante todo el periodo hubiera supuesto únicamente duplicar el valor de la inversión, mientras que en divisas uno hubiera perdido el 94% del capital invertido.

### Rentabilidades del Mercado de Renta Variable

Habría que diferenciar entre Rentabilidad Nominal y Rentabilidad Real. La nominal es la rentabilidad obtenida sin tener en cuenta el efecto de la inflación. Puesto que lo importante para la inversión es la generación de patrimonio real, es a la rentabilidad real a la cual deberíamos prestar atención. En la ilustración 3 podéis ver la rentabilidad real media obtenida en diferentes intervalos de tiempo por la renta variable:

	Rentabilidad Nominal Total	Inflación Precios de Consumo (%)	Rentabilidad Real Total (%)
1802-1870	7,5	-0,7	8,3
1871-1925	7,2	0,6	6,6
1926-1997	10,6	3,1	7,2
1982-1997	16,7	3,4	12,8
1998-2008	1,3	2,5	-1,2
1802-2008	8,0	1,4	6,5
1926-2008	9,3	3,0	6,1

Ilustración 3

Cómo se puede observar, en la época moderna la inflación se ha disparado, esto se debe en gran parte al cambio del patrón oro al sistema basado en papel. Con el patrón oro era posible convertir cada cantidad de dinero en una cantidad determinada de oro, mientras que ahora se respalda en la confianza del público.

Si bien las rentabilidades se han mantenido estables en el tiempo, son bastante variables si se analizan por periodos. Cuanto mayor es la variabilidad, menor es la variación de las rentabilidades medias anuales.

	Desviación Estándar de la Rent.	Renta. Real Anual Máxima	Ren. Real Anual Mínima
1998-2008	20,8	29,2	-37,3
1982-2008	17,4	32,5	-37,3
1802-2008	18,3	66,6	-38,6
1982-2008	20,5	57,1	-38,6

Ilustración 4

### Rentabilidades del Mercado de Renta Fija

Aunque resulte sorprendente, en el mercado de renta fija las rentabilidades son mucho menos constantes que en la renta variable, como podemos observar en la ilustración 5:

	Rentabilidad Nominal Total	Inflación Precios de Consumo (%)	Rentabilidad Real Total (%)
1802-1870	4,9	0,1	4,8
1871-1925	4,3	0,6	3,7
1926-1997	5,2	3,1	2
1982-1997	13,4	3,4	9,6
1998-2008	8,8	2,5	6,2

1802-2008	5,1	1,4	3,6
1982-2008	5,7	3	2,6

Ilustración 5

Por lo general, de la mano de su menor rentabilidad, los bonos comportan menos riesgo que las acciones. De ahí que la inflación tenga una mayor incidencia sobre las rentabilidades en el mercado de renta fija:

	Desviación Estándar de la Rent.	Renta. Real Anual Máxima	Ren. Real Anual Mínima
1998-2008	8,9	19,4	-11,3
1982-2008	11,8	28,6	-11,3
1802-2008	8,8	35,1	-21,9
1982-2008	10,4	35,1	-15,5

Ilustración 6

El inversor a largo plazo debería tener un compromiso con la tenencia de acciones. Si bien a corto plazo las oscilaciones de la renta variable son mayores que las de la renta fija, a largo plazo siempre aportan mayor rentabilidad al inversor.

Todos los datos de este capítulo sirven de referencia a la hora de pueda plantear una estrategia de inversión, pero no tiene en cuenta un factor de importancia capital en el retorno sobre la inversión: Las comisiones de los fondos. De este modo, la rentabilidad de un inversor lógicamente quedaría como:

$$\text{Rentabilidad Bruta del Mercado} - \text{Costes} = \text{Rentabilidad Neta del Mercado}$$

### Conclusiones del Capítulo

- **Invertir Debes:** El mayor riesgo es que a largo plazo tu dinero no genere abundante rentabilidad.
- **El tiempo está de tu lado:** Concédete todo el tiempo que puedas para invertir.
- **El impulso es tu enemigo:** Descarta las emociones de tu programa de inversión.
- **La aritmética elemental funciona:** Lleva el control de los gastos.
- **Ciñete a la simplicidad:** No compliques el proceso.
- **Mantén el rumbo:** Ciñete a tu programa sin importar lo que ocurra.

### Capítulo 2. La Naturaleza de las Rentabilidades: La Navaja de Occam

La realidad es que los mercados presentan algunas características aparentemente constantes. Conforme se amplía el periodo de 1 a 25 años, el poderoso efecto de la especulación a corto plazo se debilita y la rentabilidad de la inversión se ajusta, casi a la perfección, a la de sus dos factores fundamentales: La rentabilidad real total de las acciones, que se desprende del incremento de beneficios y de los dividendos, la cual es prácticamente idéntica a la rentabilidad total del 7% del mercado de valores en el periodo 1871-1997. Los demás factores prácticamente no ejercen ninguna influencia. En cualquier caso, en determinados periodos se observaron desviaciones significativas de la norma relacionadas con las circunstancias del mercado marcadas por el ratio precio-beneficio (PER).

## El Modelo de la Navaja de Occam\*

Así pues, podemos determinar las tres variables que marcan las rentabilidades de las inversiones a largo plazo en periodos de tenencia prolongada:

- Rendimiento por dividendo.
- Crecimiento de la tasa de crecimiento de beneficios.
- Modificación de la ratio precio – beneficio.

Tras determinar los tres componentes, habría que establecer primero la diferencia entre inversión y especulación. Keynes define la inversión como “la actividad que consiste en el pronóstico del rendimiento futuro de un activo durante su vida útil”, y la especulación como “actividad que consiste en la previsión de la psicología de mercado”. De este modo, la aplicación de la ratio precio – beneficio es análoga a la especulación (El inversor está dispuesto a pagar más cuando tiene expectativas de crecimiento y viceversa). Si atendemos a lo establecido en la tabla 5 podemos observar que a largo plazo prevalece la inversión:

TABLA 2.1 Rentabilidad nominal del mercado en periodos de diez años (de 1927 hasta mediados de 2009)

Periodos		1	2	Cierre	3	1+2+3		
Inicio 1 ene.	Fin 31 dic.	Rendimiento Inicial(%)	IMB* 10años (%)	Ratio P/E**	Efecto P/ET (%)	Cálculo de rentabilidad (%)	Rentabili- dad real (%)	Diferencia (p.p.)
1927	1936	5,1 %	-1,9%	16,8	4,5%	7,7%	7,8 %	-0,1 %
1930	1939	4,5	-5,7	13,9	0,4	-0,8	-0,1	-0,7
1940	1949	5,0	9,9	7,2	-6,3	8,6	9,2	-0,6
1950	1959	6,8	3,9	17,7	9,4	20,1	19,4	0,7
1960	1969	3,1	5,5	15,9	-1,0	7,6	7,8	-0,2
1970	1979	3,4	9,9	7,3	-7,6	5,7	5,9	-0,2
1980	1989	5,2	4,4	15,5	7,8	17,4	17,5	-0,1
1990	1997	3,1	7,3	24,1	5,7	16,1	16,6	-0,5
Promedio		4,5 %	4,2 %	14,8	1,6 %	10,3 %	10,5 %	-0,2 %
1990	1999	3,1	7,7	29,7	6,7	17,5	18,2	-0,7
2000	med. 2009	1,2	-1,9	25,0	-1,8	-2,5	-2,0	-0,5
1927- med. 2009		4,2 %	4,2 %	25	1,0 %	9,4 %	9,7 %	-0,3 %

Nota: Datos basados en el índice Standard & Poor's.

\* Incremento Medio de Beneficios (beneficios de explotación).

\*\* Ratio precio-beneficio inicial: 10,9 veces.

+ Rentabilidad a 10 años generada por la fluctuación del ratio precio-beneficio.

### Ilustración 1

Bogle, conociendo que el rendimiento por dividendo era del 3,1 desarrolla una matriz en la que representa los diferentes escenarios en función del P/E y del crecimiento de los beneficios. Esto le permite construir una matriz de expectativas con futuras rentabilidades para una década:

DIEZ AÑOS DESPUÉS

TABLA 2.3 Matriz de rentabilidad total del mercado bursátil para la década de 2010

	Crecimiento de beneficios	Rentabilidad total de mercado						
		0 %	2 %	4 %	6 %	8 %	10 %	12 %
ratio P/E final	6	-10,7	-8,7	-6,7	-4,7	-2,7	-0,7	1,3
	8	-8,2	-6,2	-4,2	-2,2	-0,2	1,8	3,8
	10	-6,2	-4,2	-2,2	-0,2	1,8	3,8	5,8
	12	-4,5	-2,5	-0,5	1,5	3,5	5,5	7,5
	14	-3,0	-1,0	1,0	3,0	5,0	7,0	9,0
	16	-1,8	0,2	2,2	4,2	6,2	8,2	10,2
	18	-0,6	1,4	3,4	5,4	7,4	9,2	11,4
	20	0,4	2,4	4,4	6,4	8,4	10,4	12,4
	22	1,3	3,3	5,3	7,3	9,3	11,3	13,3
	24	2,2	4,2	6,2	8,2	10,2	12,2	14,2
	26	3,0	5,0	7,0	9,0	11,0	13,0	15,0
	28	3,7	5,7	7,7	9,7	11,7	13,7	15,7

Rendimiento por dividendo inicial = 2,6%; ratio P/E inicial = 25.

Ilustración 2

El autor realizó este mismo ejercicio en retrospectiva, comparando las rentabilidades reales con las pronosticadas, obteniendo una desviación similar entre ambas curvas. El modelo de la Navaja de Occam es más preciso si cabe aplicándolo a la renta fija, y a pesar de su sencillez, comparado con los complejos modelos econométricos de Wall St., parece igual de útil que ellos.

Si bien el autor destaca la precisión de los pronósticos, que realiza a partir del modelo, insiste en que sería necesario una mayor muestra (Más número de periodos) para eliminar el factor suerte, y estadísticamente sea válido. Además, añade que este modelo, sirve para demostrar la fuerza de las tres variables como determinantes de la rentabilidad, pero que para un inversor a largo plazo no tiene mucho sentido. No importa si un mercado es alcista o bajista, ya que un mercado alcista aumenta el valor del activo, pero supone una disminución de las expectativas de rendimiento futuras.

**Capítulo 3. Sobre la Asignación de Activos: El Enigma de Atribución de la Rentabilidad**

A la hora de realizar la asignación de capital, es indispensable atender a los riesgos. No únicamente desde el punto de vista matemático (Desviación típica) sino de la cantidad de dinero que te puedes permitir perder o que tu psique está dispuesta a asumir. Por ello, el mayor beneficio de un programa de inversión equilibrado es el que permite que el riesgo sea asumible. Opta por un equilibrio entre acciones y bonos (Limitan la volatilidad a c/p) en función de tus circunstancias: Objetivos de inversión, horizonte temporal, grado de comodidad frente a los riesgos y tus recursos. Si atendemos a los gráficos de Siegel, está claro que los datos presentan un sólido argumento a favor de la inversión en acciones en el largo plazo.

Bogle, propone un modelo elemental de asignación de activos diferenciando entre dos etapas: Acumulación (Compra de activos) y distribución (Recoger los frutos de lo invertido).

FIGURA 3.1 **Modelo elemental de asignación de activos (acciones/bonos)**

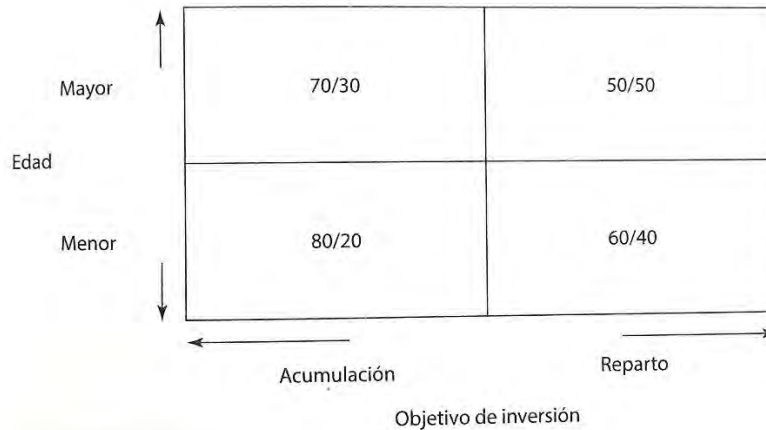


Ilustración 1

Esta matriz muestra la edad como un factor determinante a la hora de asumir riesgos, pero también íntimamente ligado a la necesidad o uso que se vaya a hacer del capital. Es decir, una persona mayor con un gran capital puede seguir teniendo un horizonte de largo plazo, con el objetivo de dejar un patrimonio mayor a sus descendientes.

### La Tercera Dimensión

La asignación de activos comprende las dos dimensiones más evidentes de la inversión: Riesgo y rentabilidad. Tradicionalmente el sector de la inversión ha centrado su atención en la asignación de activos, dejando de lado la gran incidencia que tienen los costes sobre los fondos de inversión. En la tabla inferior podemos ver el fracaso de los gestores activos para añadir valor y superar a los índices. Si además sustraemos a la rentabilidad los gastos de gestión la diferencia es de 1,2 puntos porcentuales al año, o lo que es lo mismo, una reducción del 8% anual:

	Fondos de Pensiones	Fondos de Inversión
	<b>Rentabilidades de los Gestores antes de Costes</b>	
Rent. Índice	11,80%	14,20%
Rent. Fondo (Antes de Costes)	11,20%	14,10%
Diferencia	-0,6 p.p.	-0,1 p.p.
	<b>Rentabilidades de los Gestores después de Costes</b>	
Ratio Media de Gastos	-0,60%	-1,10%
Rent del fondo (Después de Costes)	10,60%	13,00%
Diferencia	<b>-1,2 p.p.</b>	<b>-1,2 p.p.</b>

Ilustración 2

Atendiendo a los resultados arrojados por la tabla, queda patente la relación sistemática entre rentabilidad y costes. Un dato sorprendente es que analizando los fondos por cuartiles en función de sus costes, aquellos que con costes inferiores (Tanto en el periodo 1994 a 2009 como entre 1987 y 1997) tienen mejores rentabilidades aún sin tener en cuenta el efecto de los gastos:

1994-2009	Rent. Bruta (%)	Ratio de Gastos (%)	Rent. Neta (%)
Primero (Menor Coste)	7,8	0,7	7,1
Segundo	7,1	1	6,0
Tercero	6,9	1,2	5,8
Cuarto	6,9	1,9	5,0
Promedio (Más Coste)	7,2	1,2	6,0

Ilustración 3

Cabe resaltar que estas rentabilidades se obtuvieron sin incurrir en mayores riesgos (Promedio de 0,94 para el cuartil menor de la ratio de Sharpe\*\* vs. 0.79 de los tres de mayor coste). Si bien no hay una explicación clara a este fenómeno, puede deberse a que los fondos con mayores costes buscan rendimientos adicionales o valores con peor calidad crediticia para compensar los gastos excesivos. Hay que recordar que una diferencia no muy grande en las rentabilidades, debido al interés compuesto, crea diferencias descomunales en el largo plazo como se puede observar en la ilustración 4:

Efecto Acumulativo de los Costes en una Inversión de 10.000€		
Años	Alto Coste 10%	Bajo Coste: Rent. 11,9%
10	25.900\$	30.800\$
25	108.300\$	166.200\$
50	1.173.900\$	2.763.800\$

Ilustración 4

Otra perspectiva adicional a la ya analizada del efecto de los costes sobre la inversión, sería verlo como un porcentaje de la prima de riesgo de las acciones. Esto se calcularía restando la rentabilidad a largo plazo de las letras del tesoro a la previsión de rentabilidad de las acciones. En la tabla inferior se puede observar el porcentaje de la prima de riesgo que consumen los gastos de los fondos:

Grupo de Fondos	Ratio de Gastos*	Prima de Riesgo de las Acciones			
		2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Menor Coste	0,2	10	7	5	4
Coste Medio	1,5	75	50	38	30
Mayor Coste	2,2	110	73	55	44
<b>*No se tienen en cuenta los gastos de transacción</b>					

Ilustración 5

### ¿Coste o asignación de activos?

Para muchos inversores particulares, los costes son el principal determinante del rendimiento de la cartera, por ello cuando uno vaya a definir su estrategia de inversión, debería tener en cuenta los costes en cuanto a cuatro variables diferentes:

1. Costes anuales como un porcentaje de los activos gestionados.
2. Costes anuales como un porcentaje de la rentabilidad total de las acciones.
3. Costes acumulativos como un porcentaje del capital inicial.
4. Costes anuales como un porcentaje de la prima de riesgo de las acciones.

Gasto de los Fondos de Renta Variable			
	Coste Mínimo	Coste Medio	Coste Máximo
1. % Anual de los Activos	0,20%	1,50%	2,20%
2. % Anual sobre una rent. del 10%	2	15	22
3. % a 10 años de la inversión inicial	2,8	19,8	28,1
4. % de la prima de riesgo (3,5%)	5,7	42,9	62,9

Ilustración 6

Estas alternativas influirán notablemente en las decisiones de quien se las plantee ya que los costes son realmente importantes.

#### Capítulo 4. Sobre la Simplicidad: Como Llegar a donde Deberías Estar

Hoy en día tenemos acceso a información ilimitada y hay un bombardeo constante sobre nuevas teorías o productos en que invertir. Ate esto Bogle sostiene que "para conseguir las mayores rentabilidades posibles desde un punto realista, debes invertir con simplicidad. La máxima simplicidad conlleva la ventaja adicional de los bajos costes y el más sencillo de los enfoques es el fondo indexado."

El autor compara el índice total del mercado (Wilshire 500) con el retorno del fondo medio, al cual supera en un 2.5 % anual. No hay nada más sencillo que comprar todo el mercado y no esforzarse en conseguir al mejor gestor, anticiparse al mercado o mantener constante la asignación de activos. En la tabla inferior se puede observar la gran diferencia entre ambas opciones.

#### DIEZ AÑOS DESPUÉS

FIGURA 4.3 Participación en un único fondo de renta variable, resultados a 15 años (1993-2008), inversión inicial de 10.000 \$

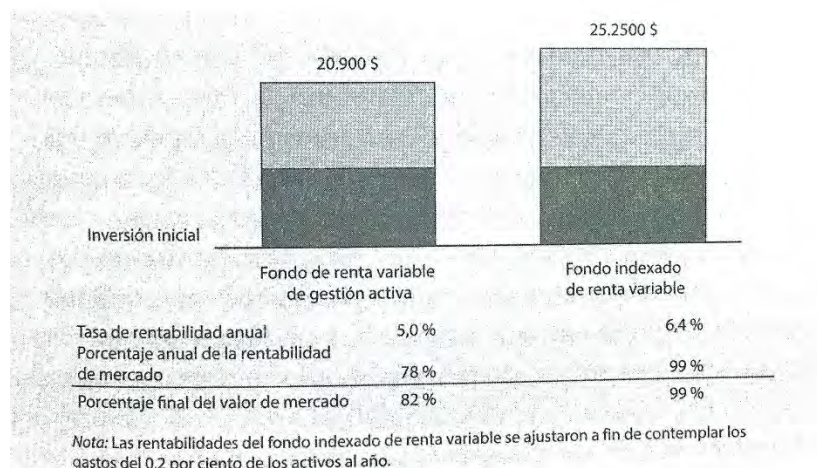


Ilustración 1

En caso de que uno decida no indexar, a pesar de que sólo uno de cada siete fondos activos le supera, se deberían tener en cuenta las siguientes reglas:



- 1. Opta por fondos de bajo coste:** Warren Buffet ya lo avisaba en su carta anual de 1996, los costes importan y mucho. Un ratio de gastos bajos constituye uno de los elementos fundamentales por los que un fondo obtiene buenos rendimientos. *"El camino más seguro hacía las rentabilidades del cuartil superior es el cuartil inferior de gastos."*

Fondos de Gran Capitalización. Rentabilidades Frente a Gastos (1991-1996)			
	Rent. Total Antes de Gastos	Ratio Gastpss	Rent. Total después de Gastos
Menor Coste	14,70%	0,50%	14,20%
Mayor Coste	14,00%	1,70%	12,30%
Ventaja Bajo Coste	<b>0,70%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>1,90%</b>

Ilustración 2

Además, habría que tener en cuenta la rotación de cartera. Una cartera con baja rotación no sólo tiene la ventaja del ahorro de costes, sino de importantes ventajas fiscales. Actualmente la rotación media de un fondo de gestión activa es del 80%, lo que puede añadir un coste adicional de entre un 0,5 y un 1,0%.

- 2. Valora con detenimiento el coste añadido del asesoramiento:** En caso de necesitarlo, hay consultores y ejecutivos de cuentas que ofrecen un precio justo. Hay que ser plenamente conscientes de los costes que estamos pagando ya que determinaran en gran parte el retorno sobre la inversión.
- 3. No sobrevalores el rendimiento pasado del fondo:** Las rentabilidades pasadas no son útiles para pronosticar rentabilidades futuras. No obstante, es posible realizar dos pronósticos probables:
  - a. Aquellos fondos con gastos excepcionalmente elevados tienen muchas probabilidades de ofrecer rentabilidades inferiores.
  - b. Reversión a la media o ley de gravedad de los mercados: Los fondos con mejores resultados en el pasado con el tiempo volverán a la media de mercado, como se puede observar en la tabla inferior:

Período	Nº Fondos Cuartil Superior	Reversión o Inferior a la Media*	
		Número	%
1970 - 1980	34	33	97,00%
1987 - 1997	44	44	100,00%
1980 -1990	40	36	90,00%
1990 - 2000	99	72	73,00%
Total 1970 - 2000	<b>173</b>	<b>141</b>	<b>82,00%</b>
* Índice S&P 500.			

- 4. Emplea el rendimiento pasado para medir la consistencia y el riesgo:** Si bien fijarte en la rentabilidad pasada no es buen indicador de la futura, sí que es útil para medir la consistencia. Los riesgos importan y han demostrado tener un alto grado de previsibilidad. Morningstar Mutual Funds ofrece información muy útil sobre la consistencia de los fondos.

5. **Cuidado con las estrellas:** Los pocos gestores que han pertenecido a esta categoría (Lynch, Neff...) nunca han sido reconocidos con anterioridad a sus logros. Cuidado también con los sistemas estelares, es decir la aparición de nuevos métodos "infalibles" que únicamente lo son durante un corto lapso de tiempo, para finalmente revertir a la media (En contraposición a los gestores estelares).
6. **Cuidado con el volumen de activos:** Evita las grandes entidades que: a) No tienen historial de haber cerrado fondos o b) parecen dispuestos a permitir que los fondos crezcan hasta el infinito. El tamaño óptimo de un fondo depende de muchos factores y es una cuestión de vital importancia. Un tamaño desmesurado puede (y suele) eliminar cualquier posibilidad de excelencia inversora.
7. **No ostentes participaciones en demasiados fondos de inversión:** El resultado neto de muchos fondos: Un resultado que se asemeja mucho al del mercado, pero con los costes superiores inherentes a la gestión activa. Un reciente estudio de Morningstar concluye que tener más de cuatro fondos no reduce el riesgo de manera apreciable.
8. **Compra una cartera y manténla:** Una vez determinada la estrategia de inversión, mantente firme. Parafraseando a Buffet: "La inactividad nos parece una conducta inteligente". Sé tolerante con los déficits pasajeros e "investiga antes de desinvertir".

## PARTE II: SOBRE OPCIONES DE INVERSIÓN

### Capítulo 5. Sobre la Indexación: El Triunfo de la Experiencia sobre la Esperanza

El fondo indexado ofrece una cartera diversificada, con costes bajísimos y evita a gestores que tengan que elegir en que valores invertir. Su simplicidad es manifiesta. Tras un inicio lento, la indexación ha pasado a tener un papel preponderante en el mundo de la inversión fundamentalmente por ofrecer mejores rentabilidades que el fondo medio como se puede observar en la ilustración 1:

Índice S&P 500 frente a Fondos de Inversión de Renta Variable			
Período (Años)	Índice S&P 500 (%)	Fondo de Inv. Medio de RV (%)	Ventaja del Índice (%)
50	9,2	8	1,2
40	9	7,6	1,4
30	11	9,3	1,7
25	9,8	7,7	2,1
20	8,4	6,6	1,8
15	6,5	4,8	1,6
10	-1,4	-0,9	-0,4
5	-2,2	-3,3	1,1

Ilustración 1

Que estos márgenes se mantengan en el futuro, no es más que mera especulación. Lo que no es especulación es que la mayor parte de la diferencia entre ambos se debe a los costes. Si analizamos el crecimiento a 40 años de una inversión de 10.000€ entre el índice S&P 500 y el fondo de renta variable medio, podemos hacernos una idea de la incidencia que los costes tienen sobre la inversión como se puede ver en la siguiente tabla:

**FIGURA 5.1 Crecimiento de 10.000 \$ en 40 años: índice S&P 500 frente a fondos de renta variable\***

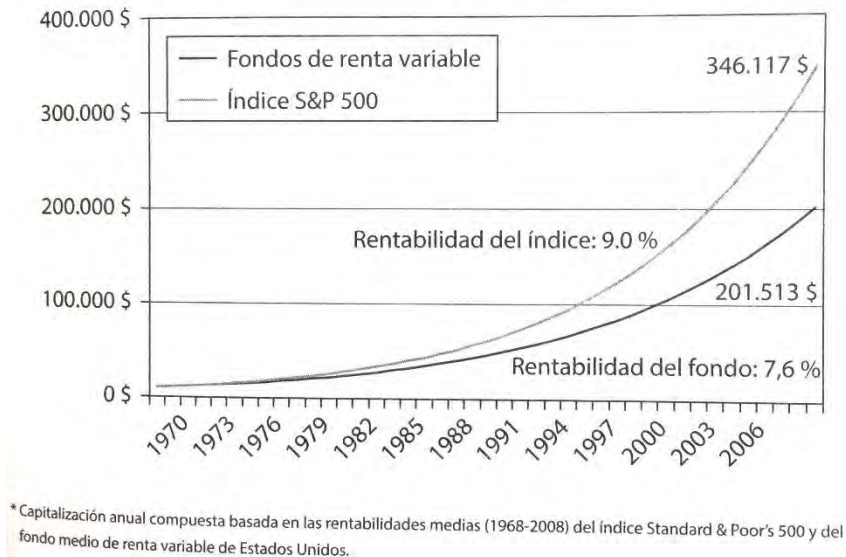


Ilustración 2

### La indexación es una estrategia a largo plazo

Los inversores inteligentes observan que la indexación permite una amplia diversificación, ponderaciones similares a la de las acciones de mercado, mínima rotación de la cartera y bajos costes. Es muy poco probable que, a largo plazo, un inversor se sienta defraudado por los beneficios aportados por la indexación.

A pesar del éxito generalizado, ha habido varios periodos de la historia en los que el S&P 500 ha ido a la zaga de los fondos de inversión (1965-1968, 1977-1980 y 1991-1993). Se deben a momentos del mercado en el cual las compañías de pequeña y mediana capitalización son las que han obtenido grandes rentabilidades. Analizando el retorno de la inversión en un fondo que cubre la totalidad del mercado (Wilshire 5000) respecto del S&P 500, obtenemos una rentabilidad prácticamente idéntica en el largo plazo.

### El fondo indexado es mucho mejor de lo que parece

Las ventajas de la inversión pasiva respecto de la activa son:

- No contempla comisiones de suscripción y reembolso
- Sesgo de Supervivencia: Comparamos a 15 años, por lo que sólo podremos hacerlo con aquellos fondos que hayan sobrevivido en ese periodo, lo que es significativo porque sólo un 20% de los fondos al principio de típico periodo sobrevive al final de este. Esto es algo bastante significativo teniendo en cuenta que, en principio, sólo sobreviven los que mejor rentabilidad ofrecen.

- c) No está ajustada a los impuestos sobre dividendos y plusvalías: La baja rotación de la estructura del fondo índice reduce estos costes también.

Esta reducción total de (por lo menos) 2,5 puntos porcentuales del fondo índice sobre la gestión pasiva suponen una gran losa para la gestión pasiva.

### La espinosa cuestión del riesgo

Se podría pensar que la gestión activa tiene menos riesgo ya que está permitido tener reservas en efectivo en la cartera, sin embargo, los registros no aportan pruebas que lo acrediten. De hecho, ocurre al contrario: los fondos tienen propensión a mantener grandes cantidades de efectivo cuando el mercado está bajo y a mantener pequeñas cantidades cuando el mercado está alto. De acuerdo con los cálculos de Morningstar los riesgos asumidos por un fondo de inversión de gestión pasiva son un 30% inferiores a los de gestión activa.

### No todos los fondos indexados son creados iguales

Resulta sorprendente que un tercio de los fondos indexados conlleven comisiones de suscripción u otras comisiones calculadas sobre el porcentaje de activos. El inversor estaría aceptando comenzar a invertir por un fondo, sin diferenciación alguna a otro que replique el mismo índice, con una desventaja del 5%. Igual de absurdo es seleccionar un fondo que conlleve gastos operativos elevados.

Otro aspecto para tener en cuenta es la eficacia operativa, algunos gestores de fondos indexados sencillamente ejecutan mejor que otros las operaciones en la cartera.

Por último, los fondos indexados varían en cuanto al importe de plusvalías latentes en la cartera. En teoría los fondos con rentabilidades modestas podrían verse más favorecidos que aquellos que tienen grandes rentabilidades acumuladas.

Ninguno de estos pequeños porcentajes parece importante, pero sin embargo atendiendo a la tabla inferior se puede ver el efecto considerable que tiene sobre la inversión:

	Rent. Bruta Hipotética	Com. Suscripción (%)	Ratio de Gastos	Eficiencia Operativa*	Rent. Neta Residual (%)	Valor 10.000 a 10 años**
<b>Índice Bursátil</b>	12	0	0	0	12	31100
<b>Sin comisión, bajo coste, eficiente</b>	12	0	0,2	0	11,8	30500
<b>Sin comisión, bajo coste, ineficiente</b>	12	0	0,2	-0,2	11,6	30000
<b>Sin comisión, alto coste, ineficiente</b>	12	0	0,8	-0,3	10,9	28100
<b>Con comisión, alto coste, ineficiente</b>	12	6	0,8	-0,3	10,2	26500

\*Diferencia entre el índice meta y la rentabilidad de la cartera antes de deducir los costes.

\*\*Periodo de tenencia hipotético de 10 años.

*Ilustración 3*

## Capítulo 6. Sobre Estilos de Inversión: Tres en Raya

Así como no hay ningún tipo de prueba que relacione rentabilidades pasadas con rentabilidades futuras, tampoco hay pruebas de que existan estilos de inversión superiores a otros en el tiempo. En ambos casos, las rentabilidades superiores y las inferiores revertirán

a la media. Muchos inversores institucionales utilizaban una matriz en la que comparaban unos fondos con otros fondos de estilo similar, pero sin comparar con el mercado. Morningstar da un paso más allá y elabora una comparación entre estilos en una matriz de nueve casillas, en los que compara número de fondos por estilo, rentabilidades anuales, riesgo por categoría y el ratio riesgo-rentabilidad:

Nº de Fondos				Rent. Anuales Por Categoría de Fondo			
	Valor	Combinado	Crecimiento		Valor	Combinado	Crecimiento
Grande	100	211	58	Grande	13,8	13,2	11,9
Mediana	54	84	90	Mediana	14,2	14	13,3
Pequeña	52	32	60	Pequeña	15,1	15,1	15

Riesgo Por Categoría del Fondo				Ratio Riesgo Rentabilidad por Categoría de Fondo*			
	Valor	Combinado	Crecimiento		Valor	Combinado	Crecimiento
Grande	9,8	9,9	12	Grande	100	211	58
Mediana	9,9	11,3	15,8	Mediana	54	84	90
Pequeña	11,6	13,9	18,7	Pequeña	52	32	60

\*Rentabilidad Modigliani, ya que Sharpe no se puede aplicar con rent. negativas

Ilustración 1

### Fondos de Renta Variable: Riesgos, Rentabilidades y Costes

Con el objeto de determinar los efectos determinantes en la rentabilidad de los fondos, el autor se basa en el grupo de fondos combinado (Growth y Value) de gran capitalización. El autor clasifica en cuatro cuartiles a los fondos en función de su rentabilidad y se da cuenta de que, a pesar de las diferencias de rentabilidades, el riesgo se mantiene prácticamente igual. De hecho, observando el ratio de rentabilidad ajustado al riesgo hay una diferencia del 85% entre el fondo de mayor rentabilidad y el de menor (1,37 del de más rentabilidad a 0,74 del menor):

Fondos Combinados de Gran Capitalización (Por Rentabilidad)			
Cuartil de Rentabilidad	Rent. Anuales a 5 años (%)	Riesgo a 5 años (%)	Ratio Ajustado al Riesgo (%)
Primero (Máx.)	15,9	10,1	1,37
Segundo	14,1	9,8	1,22
Tercero	12,6	9,7	1,04
Cuarto (Mín.)	10,2	10	0,74
Promedio	13,2	9,9	1,09

Ilustración 2

Si los riesgos no explican la diferencia de rentabilidad, ¿Qué es lo que lo determina? Un factor tangible: los costes de los fondos, que además tienen una fuerte tendencia a mantenerse constante.

Fondos Combinados de Gran Capitalización (Por Coste)			
Cuartil de Rentabilidad	Rent. Anuales a 5 años (%)	Riesgo a 5 años (%)	Ratio Ajustado al Riesgo (%)
Primero (Mín.)	14,2	9,8	1,23
Segundo	13,8	9,9	1,12
Tercero	12,5	9,9	1,03
Cuarto (Máx.)	12,3	9,9	0,99
Promedio	13,2	9,9	1,09

Ilustración 3

La conclusión que se extrae es: a riesgo constante, las rentabilidades elevadas se asocian directamente con los costes. La siguiente pregunta sería, ¿Estas relaciones entre rentabilidad y riesgo prevalecen en todas las cajas de estilo? La respuesta, como podemos ver en la tabla inferior es: sí, prevalecen notablemente:

Ratios de Rentabilidad Relativa Ajustada al Riesgo							
Fondos de Bajo Coste				Fondos de Alto Coste			
	Valor	Combinado	Crecimiento		Valor	Combinado	Crecimiento
Grande	+0,19	+0,14	+0,09	Grande	-0,34	-0,10	-0,13
Mediana	+0,35	+0,13	+0,13	Mediana	-0,25	-0,27	-0,12
Pequeña	+0,03	+0,04	+0,01	Pequeña	-0,07	+0,11	-0,04

Ilustración 4

En todas las cajas, los fondos de bajo coste generan rentabilidades superiores a la media de la categoría.

Si los costes tienen tal relevancia, ¿Por qué no ser consecuente y comprar participaciones en fondos indexados de cada una de las nueve categorías de estilo? En la figura inferior se establece una comparativa entre rentabilidades y riesgos entre fondos indexados y sus equivalentes de gestión activa:

Fondos Indexados vs. Gestión Activa: Rentabilidades y Riesgos							
Rent. Añadida del Fondo Indexado				Riesgo Reducido del Fondo Índice			
	Valor	Combinado	Crecimiento		Valor	Combinado	Crecimiento
Grande	+2,8	+1,9	+1,4	Grande	-0,9	-1,3	-2,5
Mediana	+2,9	+1,5	-0,4	Mediana	-1,3	-2,0	-4,5
Pequeña	+3,1	+0,6	-2,8	Pequeña	-2,8	-3-2	-4,8

Como se puede ver, la rentabilidad media total de los fondos fue superior en seis de las nueve categorías, en dos casos los resultados fueron similares y en un único caso la gestión

activa obtuvo mejores resultados, y todo ello asumiendo un riesgo medio significativamente más bajo.

Las consecuencias deben compensar con creces las posibilidades. Por lo tanto, si crees que el mercado es eficiente y estás en lo cierto, la inversión indexada sería la mejor opción. En caso de creas que el mercado es eficiente y te equivoques, obtendrás la rentabilidad del mercado y sólo te superarán unos pocos fondos de gestión activa. Si apuestas a que el mercado no es eficiente y te equivocas, las consecuencias de un fondo de gestión activa con bajas rentabilidades pueden ser muy dolorosas. La conclusión de este análisis es que no importa el estilo de fondo que persigas, pero haz hincapié en los fondos de bajo coste.

### Capítulo 7. Sobre Bonos: ¿Camino del Olvido?

Los fondos de inversión de renta fija pueden desempeñar un papel muy útil en la inversión, permite a los inversores una amplia diversificación entre una gran variedad de bonos reduciendo el riesgo y sin sacrificar la rentabilidad bruta. Los fondos de renta fija ofrecen flexibilidad a los inversores en cuanto a la liquidación y algunos lo ofrecen a un precio razonable. Otros no.

Hace no más de 25 años los fondos de renta fija eran el principal componente del sector de los fondos de inversión (760.000 millones de dólares por los 749.000 en renta variable). Hay dos elementos fundamentales que explican el declive:

- Los dos mercados alcistas que se han dado desde 1986 han arrojado un rendimiento relativo entre la renta variable y la renta fija de un 9,1% (17,7 RV vs. 8,6 RF).
- Los fondos de renta fija no ofrecieron rentabilidades suficientes en relación a las rentabilidades generadas por el mercado de renta fija.

FIGURA 7.1B **Activos de fondos de renta fija en relación con los activos de fondos de renta variable**

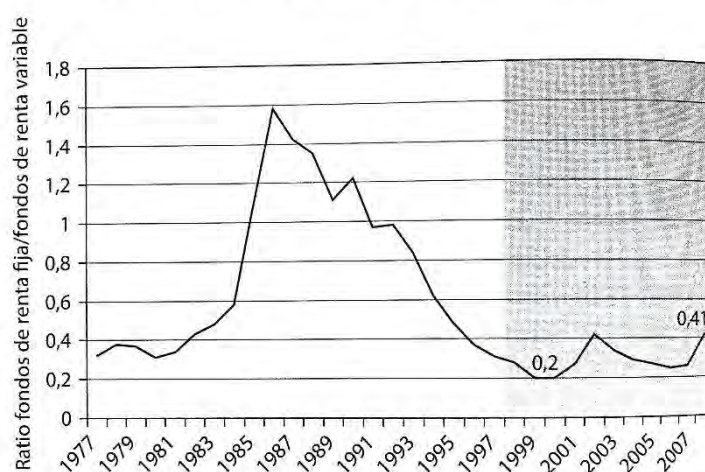


Ilustración 1

Peter Lynch puso de manifiesto una clara paradoja de la inversión: En segmentos de mercado sumamente eficientes compuesto por valores similares a las *commodities*, incluso para los gestores más brillantes resulta complicado cosechar un margen de ventaja

importante antes de deducir los costes. Por lo tanto, cuando los costes son excesivos, el déficit de rentabilidad también lo será:

1992-1997					
		Rentabilidad Media Fondos Gest. Activa		Déficit con Respecto al Índice	
	Índice (%)	Sin Comisión (%)	Con Comisión (%)	Sin Comisión (%)	Con Comisión (%)
Corporativos	8,2	6,9	6,4	-1,3	-1,8
Estatales	7,9	7,2	5,4	-0,7	-2,5
Municipales	6,4	6,0	5,3	-0,4	-1,1

Ilustración 2

Para determinar en qué medida socavan la rentabilidad los costes sobre los fondos de renta fija, el autor se fija en los cuatro diferentes grupos de renta fija (Bonos Municipales a largo plazo, Bonos del Tesoro a corto plazo, Bonos del Gobierno a Medio Plazo y Ginnie Mae y deuda privada). Como podemos ver en las tablas inferiores, los resultados son uniformes y consistentes. En tres de los cuatro segmentos, el cuartil de bajo coste superó al cuartil de alto coste por un porcentaje muy próximo al ratio de gastos. Cada cuartil generó prácticamente la misma rentabilidad bruta y la diferencia de rentabilidad se explica por los costes. En el cuarto caso, las rentabilidades del cuartil de bajo coste se situaron apenas por encima del cuartil de alto coste, pero las carteras de los fondos de alto coste asumieron riesgos significativamente superiores. En cada caso, la ponderación del riesgo se basó en tres factores:

- Duración: Evalúa la sensibilidad de un fondo al riesgo del tipo de interés.
- Volatilidad: Indicador de las variaciones mensuales de rentabilidad de un fondo de renta fija en relación con el fondo medio de fondos gravables o no gravables.
- Calidad de la cartera: En base a las calificaciones crediticias de S&P

Fondos de inversión en bonos municipales a largo plazo de alta calidad: Rentabilidades y costes										
Hasta 2008										
Cuartil de Coste	Rent. Neta a 5 años (%)	Ratio Gastos (%)	Rent. Bruta a 5 años (%)	Rent. Consumida por los costes (%)	Duración (Años)	Volatilidad ( $\beta$ )	AAA (%)	AA (%)	A (%)	< A (%)
1 <sup>er</sup> Cuartil (Máx)	1	1,2	2,2	54	7,6	1,59	38	31	16	8
2 <sup>o</sup> Cuartil	0,4	0,8	1,2	68	7,9	1,67	29	28	18	18
3 <sup>er</sup> Cuartil	1,2	0,7	1,9	38	8,5	1,48	28	32	20	15
4 <sup>o</sup> Cuartil (Mín)	1,2	0,5	1,7	28	7,8	1,63	22	35	24	13
Fondo Indexado*	3,3	0,2	3,5	6	7,3	n/d	28	44	23	5

\*Índice Barclays de bonos municipales a 10 años, menos un 0.2 de ratio de gastos.

Ilustración 3



Fondos en bonos a corto plazo del Gobierno de EE.UU.: Rentabilidades y costes								
Hasta 2008								
Cuartil de Coste	Rent. Neta a 5 años (%)	Ratio Gastos (%)	Rent. Bruta a 5 años (%)	Rent. Consumida por los costes (%)	Características del Riesgo		Calidad	
					Duración (Años)	Volatilidad ( $\beta$ )	Estatad (%)	Corporativo (%)
1 <sup>er</sup> Cuartil (Máx)	3,4	1,0	4,4	23	2,2	0,09	97	3
2 <sup>o</sup> Cuartil	3,5	0,8	4,3	18	1,9	0,09	94	6
3 <sup>er</sup> Cuartil	3,6	0,6	4,2	14	2,1	0,08	96	4
4 <sup>o</sup> Cuartil (Mín)	3,9	0,3	4,2	8	2,1	0,07	97	3
Fondo Indexado*	4,4	0,2	4,6	4	2,7	n/d	100	0

\*Índice Barclays de valores del Tesoro de EE.UU. a corto plazo (1-5) años, menos un 0.2% de ratio de gastos

Ilustración 4

Fondos en bonos a medio plazo del Gobierno de EE.UU. y fondos GNMA: Rentabilidades y costes								
Hasta 2008								
Cuartil de Coste	Rent. Neta a 5 años (%)	Ratio Gastos (%)	Rent. Bruta a 5 años (%)	Rent. Consumida por los costes (%)	Duración (Años)	Volatilidad ( $\beta$ )	Calidad	
							Estatad (%)	Corporativo (%)
1 <sup>er</sup> Cuartil (Máx)	3,6	1,3	4,9	27	3,3	0,24	96	4
2 <sup>o</sup> Cuartil	3,8	0,9	4,7	19	2,7	0,23	96	4
3 <sup>er</sup> Cuartil	4,5	0,7	5,2	13	2,9	0,33	96	4
4 <sup>o</sup> Cuartil (Mín)	5,0	0,4	5,4	7	3,2	0,28	95	5
Fondo Indexado**	5,5	0,2	5,7	4	2,7	n/d	100	0

\*\*Media ponderada de los índices Barclays Ginnie Mae y valores del Tesoro de EE.UU. (5-10 años), menos ratio de gastos de 0.2%.

Ilustración 5

Fondos de Renta Fija Privada a medio plazo: Rentabilidades y costes										
Hasta 2008										
Cuartil de Coste	Rent. Neta a 5 años (%)	Ratio Gastos (%)	Rent. Bruta a 5 años (%)	Rent. Consumida por los costes (%)	Duración (Años)	Volatilidad ( $\beta$ )	Estatad (%)	Calidad		
								AAA-A (%)	BBB (%)	<BBB (%)
1 <sup>er</sup> Cuartil (Máx)	2,1	1,1	3,2	34	3,8	0,52	15	77	15	8
2 <sup>o</sup> Cuartil	2,0	0,8	2,8	27	4,5	0,61	15	78	16	6
3 <sup>er</sup> Cuartil	2,7	0,6	3,3	18	3,7	0,36	16	83	12	5
4 <sup>o</sup> Cuartil (Mín)	2,9	0,4	3,3	12	3,9	0,42	19	85	10	5
Fondo Indexado**	2,1	0,2	2,3	9	6,2	n/d	0	63	37	0

\*\*Índice Barclays U.S. Credit, menos un 0.2 % de ratio de gastos.

Ilustración 6

El análisis entre costes y rentabilidades de los fondos de renta fija es bastante determinante: Los costes importan. Si bien la gestión tiene importancia y un buen gestor de renta fija conseguirá buenos resultados, el sentido común dicta que el proceso de selección de los fondos de renta fija debe basarse en el cuartil de coste inferior. Además, en el análisis no se han contemplado las eventuales comisiones de suscripción que cobran algunos de los fondos (Irónicamente son los del cuartil superior los que lo cobran, mientras que en los de bajo coste son minoría).

Los inversores de fondos de renta fija no deberían seguir tolerando costes abusivos en sus fondos. Los productos de renta fija tienen muy poca diferenciación entre ellos, y por lo tanto la capacidad de generar rentabilidades por parte de los fondos de alto coste con respecto de los de bajo coste es prácticamente nula.

### Capítulo 8. Sobre Inversión Global: Acres de Diamantes

El autor defiende que EE.UU. tiene actualmente la economía más productiva, las mayores innovaciones, el marco jurídico más favorable y los mejores mercados de capitales, y como tal lo más sencillo para el estadounidense es buscar el valor en casa y no tentar a la suerte en un mundo desconocido con variables que no controlas.

Hoy la opinión generalizada sostiene lo contrario, basándose en la premisa de que los mercados internacionales han presentado patrones de volatilidad distintos a los mercados de EE.UU. Por lo tanto, su inclusión reduciría la volatilidad total de la cartera. Hoy por hoy, uno de cada cuatro fondos de renta variable invierte parte de la cartera fuera de EE.UU.

Uno de los argumentos de Bogle contra una estrategia global es el riesgo cambiario. Aun cuando las inversiones internacionales generan la misma rentabilidad, el efecto de la divisa puede alterarla de manera considerable. No obstante, a muy largo plazo como los mecanismos de financiación del estado y el comercio internacional deben igualar el valor de la moneda, el riesgo de la divisa con respecto al dólar debería ser neutral.

#### **La frontera eficiente global**

Como alternativa a la estrategia global ponderada (Invertir por regiones en función de su peso en la economía mundial) hay una manera más sofisticada. El análisis se basa en el cálculo de la frontera eficiente, cuya función es determinar la asignación exacta de activos entre valores estadounidenses y extranjeros. El objetivo es lograr una combinación que provea la máxima rentabilidad al menor nivel posible de riesgo.

El problema de este método es que, al basarse en datos históricos, la frontera eficiente tiene carácter retrospectivo, es decir la asignación de capital se estaría realizando en función a los datos pasados. A la hora de invertir, el inversor corre dos riesgos: el riesgo de estilo, es decir, el sesgo concreto con el que invierte la cartera de valores, y el riesgo de gestión o lo óptimo o no de la selección de valores de la cartera por parte del gestor. Bogle sostiene que, si ya se asumen esos dos riesgos, ¿Por qué asumir un tercero como el riesgo cambiario?

#### **El registro de los fondos globales**

Quizá la mejor manera de valorar la eficacia de los fondos internacionales no sea por teorías abstractas, sino a partir de los resultados obtenidos por los gestores globales.

En el periodo de diez años hasta 1997, los fondos globales apenas generaron una rentabilidad media de 11,2% al año, que dista mucho del 18,1% que ofreció el índice S&P. Por otro lado, el riesgo medio de los fondos (Desviación estándar) fue del 14,3 ligeramente superior al 14,1 del índice. Además, las rentabilidades ocultan un riesgo considerable: las amplias diferencias entre gestores; las rentabilidades oscilaron entre el 15,5% anual del fondo de mayor rendimiento y un 6,9 del fondo de menor rendimiento.

Hay que tener en cuenta que los fondos con vocación internacional tienen una serie de costes con respecto a los domésticos: Los costes de transacción son más elevados en los mercados internacionales, los costes de liquidez, los costes operativos, los timbres fiscales y las comisiones de custodia. Todos estos costes dificultan la ya complicada tarea de batir al índice a largo plazo. Por todo ello, el autor sostiene que quizá la mejor manera de diversificar en el mercado internacional es a través de los fondos índice. Estos fondos acarrean los mismos costes que un fondo de gestión activa, pero en proporciones mucho más reducidas.

El autor reflexiona si en la práctica en el ámbito internacional la indexación ha aportado ventajas y la respuesta es: "Sí, no y quizá". Para el "sí" apela a contemplar las realidades últimas de los mercados y de los gestores, y como los costes menguan la rentabilidad bruta al inversor que ostente todas las acciones de un determinado mercado. El "quizá" es únicamente por la información parcial de los registros, la totalidad de acciones de los fondos globales estadounidenses sólo ostentan una pequeña parte de las acciones internacionales, una muestra tan reducida no arroja conclusiones válidas acerca del rendimiento relativo de los gestores. Y aquí es dónde aplica el "no"; No se puede tener la certeza de si la ventaja del 3% de rentabilidad de los fondos indexados se mantendrán en los periodos intermedios. De hecho, algunos fondos internacionales pueden desafiar, y lo hacen, las probabilidades que favorecen a los fondos indexados. Estos fondos por lo general cuentan con las siguientes características: Gestores con amplia experiencia, baja rotación de cartera y bajos costes operativos, así como comisiones de asesoramiento modestos.

A modo de conclusión el autor, resalta que las compañías que conforman el S&P 500 debido a la globalización están expuestos a otros mercados del mundo. Pone como ejemplo un análisis de Morgan Stanley el cual, sostiene que al invertir en S&P 500 ya tienes una cartera diversificada: Un 77% a EE.UU., 13% a Europa, 2% a Japón y el 8% a mercados emergentes.

## Capítulo 9. Sobre la Selección de Fondos de Rentabilidad Superior: La búsqueda del Santo Grial

El objetivo del inversor es obtener la mayor proporción posible de la rentabilidad, no obstante, reconocen y aceptan que esa proporción será siempre inferior al ciento por ciento. Incluso los líderes del sector reconocen que "el fondo medio nunca podrá superar la rentabilidad del mercado". El autor sostiene que ni siquiera aquellos que se dedican a la gestión activa pueden negar:

- a) Los inversores a escala grupal no pueden ni podrán batir al mercado.
- b) Las probabilidades de que un fondo bata al mercado de manera sistemática durante la vida útil de la inversión es prácticamente nula.

## Los registros de los fondos de renta variable

En primer lugar, el autor analiza los registros de los fondos de inversión. Para ello emplea el gran mercado alcista comprendido entre 1982 y 1998. En este lapso de tiempo, la rentabilidad de los fondos tuvo una media anual del 16,5%, lo que representa el 87% de la rentabilidad total del mercado bursátil (18,9% del índice Wilshire 5000 en el mismo periodo). Por lo tanto, un fondo indexado con un ratio de gastos del 0,2%, hubiera obtenido en el mismo periodo una rentabilidad anual del 18,7%. La brecha existente entre el fondo indexado que aporta un 99,8% del mercado y la del fondo medio es de 12 puntos (Sobre una inversión de 10.000 \$ suponen 153.100\$ del indexado vs. 113.700 de la gestión activa)

### Entra al fondo indexado

A pesar de la fría acogida inicial, en la actualidad la indexación es uno de los temas centrales de la industria de la inversión. Aunque tardaron más de un decenio en replicarlo hoy en día hay una gran competencia, si bien únicamente unos pocos tienen ratios de gastos razonables. Además, la indexación es mucho más que el S&P 500 o el Wilshire 5000, sirve para sectores y de acuerdo con el autor, sólo es cuestión de tiempo que se repliquen cada una de las cajas de estilo de Morningstar. La pregunta que se plantea Bogle, es cómo afrontará la industria de la inversión la lucha contra la gestión pasiva en caso de que su aceptación continúe aumentando, descartando la reducción de comisiones ya que supondría una reducción muy grande en el sector. Ante este panorama el autor, se pregunta si existen métodos de selección de fondos que superen a la indexación y sobre posibles estrategias que hayan funcionado en el pasado, afrontándolo desde cuatro ángulos diferentes: desde el mundo Teórico-Académico, desde el mundo real de la selección de fondos, desde el del consultor/selector de fondos y por último, desde los fondos de fondos.

### Actividad Académica: La selección de fondos ganadores

- a) Estudio de Sharpe: Para este estudio, el catedrático William Sharpe observó con detenimiento los 100 fondos de renta variable más grandes (Ponderados anualmente), cuyos activos representan más del 40% del total de los activos de fondos de la categoría y contrastó sus rentabilidades con las rentabilidades de los índices de diversos sectores del mercado con ponderaciones similares. El doctor Sharpe seleccionó los más grandes por la ventaja de costes atribuibles, si bien estos obtuvieron una rentabilidad inferior del 0,64% durante la década estudiada. A continuación, comprobó el resultado de un inversor que hubiese invertido en los 25 mejores fondos y cambiado de fondo año tras año a los que habrían generado la mayor rentabilidad. Esto habría generado una rentabilidad adicional del 0,8%. Sharpe sostiene que las pruebas distan mucho de ser concluyentes a nivel estadístico y económico.
- b) Estudio de Carhart: En este estudio se analizaron 1.892 fondos de renta variable diversificados durante un cúmulo de 16.109 años entre 1.962 y 1993. La conclusión que obtuvo es que "la estrategia (Value vs. Growth, Big Cap vs. Small Cap) y los gastos de inversión explican prácticamente la totalidad de la continuidad de la rentabilidad de los fondos de renta variable". Establece que fijarse en registros pasados para seleccionar fondos es una estrategia compleja.
- c) Estudio Goetzmann-Ibbotson: Para este estudio pusieron a prueba la hipótesis de repetición de fondos ganadores en intervalos de uno y dos años entre 1975 y 1987. Los clasificaron en términos de rentabilidad bruta y de rentabilidad ajustada al riesgo y los dividieron en dos categorías: ganadores (50% mejor) y perdedores. El

análisis indicó que invertir en fondos ganadores incrementaba ligeramente la posibilidad de superar la rentabilidad media de los fondos en el periodo subsiguiente. En cualquier caso, Goetzmann-Ibbotson reconocieron que hasta los fondos que han sido sistemáticamente ganadores podrían ser perdedores comparándolo con el índice.

Todos estos estudios corroboran la dificultad, desde un punto de vista estadístico, que analizando los resultados es muy complejo prever cuáles serán los fondos con mejores rentabilidades en el futuro.

### **Fondos que han batido al mercado: La decepcionante realidad**

De los dos 258 fondos de renta variable que sobrevivieron al periodo alcista únicamente 42 superaron la rentabilidad del índice. Sólo 12 de los 42 superaron el margen de 1,5 puntos porcentuales (Un resultado inferior a este no es significativo en términos estadísticos según el autor). 6 de los 12 consiguieron la rentabilidad en los primeros años cuando eran pequeños, obteniendo resultados mediocres tras crecer. Esto nos deja con 6 fondos, de los cuales dos cerraron los fondos antes de llegar a los 1000 millones. Nadie puede haber previsto estas rentabilidades superiores y lo que es más importante, nadie puede tener la certeza de que estos resultados se repetirán en el futuro.

### **Consultores de inversión: Otra decepción**

El Hulbert Financial Digest analiza 59 boletines de asesoramiento durante 10 años generando la cartera media un 7,9%, lo que representa un 58% de la rentabilidad del mercado. La proporción de carteras que superan la rentabilidad del mercado es curiosamente, o no tanto, de uno a seis.

### **Fondos de fondos: Otra gran decepción**

Esta categoría tiene los resultados más deplorables de todos. No sólo quedan a la zaga del mercado, 5 de cada seis fondos no superan al mercado, sino que además incorporan una capa adicional de costes. Los costes anuales totales que sufragan los partícipes ascienden al 4%, lo que hace prácticamente imposible que batan a los fondos, y sin embargo, el mercado está en plena expansión. El autor establece una salvedad: Así como los fondos de fondos con una capa adicional de costes generan rentabilidades que sólo superan al 32%, aquellos que no añaden esa capa superan al 79%. Por lo tanto, quien quiera invertir en fondos de fondos debería tener en cuenta tres factores:

- a) No añaden capa adicional de costes.
- b) Se enfocan en fondos de bajo coste.
- c) No cobran comisiones de suscripción.

Las conclusiones de estos análisis son que ni la estrategia de inversión tradicional de mantener las participaciones a largo plazo en fondos de gestión activa, ni la nueva tendencia de saltar rápidamente de un fondo a otro ha superado la estrategia de la indexación salvo en unos pocos casos. Los gestores compiten contra mercados eficientes, y para superarlo se deberían reducir las comisiones, la rotación de cartera, invertir a largo plazo y limitar el volumen de activos en la cartera con el objeto de maximizar sus opciones de batir al índice.

## PARTE III: SOBRE RENDIMIENTOS DE LA INVERSIÓN

### Capítulo 10. Sobre la Reversión a la Media: La Venganza de Isaac Newton contra Wall Street

El autor basándose en los análisis realizados en los capítulos anteriores concluye que *“a largo plazo, una cartera de acciones bien diversificada es una commoditie, genera tasas de rentabilidad que muy probablemente se asemejaran a la rentabilidad del total del mercado bursátil, aunque en última instancia serán inferiores.”*

#### **Los fondos de inversión ganadores bajan a la tierra**

La reversión a la media del mercado es el factor predominante en las rentabilidades a largo plazo de los fondos de inversión. Bogle realiza un análisis con fondos intermedios de crecimiento e ingresos, así como fondos de inversión de crecimiento. Estos fondos asumen el mismo nivel de riesgo que el índice S&P 500 en las décadas 1970 - 1980 y 1990 - 2000. Los resultados arrojados son:

- De 1970 a 1980: 33 de los 34 fondos que conformaban el cuartil superior (Mejor rendimiento) revirtieron a la media en 1980. Dos tercios de los fondos obtuvieron rentabilidades por encima del índice. El único fondo que lo supero revirtió a la media a lo largo de la década de 1.990.
- De 1990 - 2000: De los 34 que conformaron el cuartil superior presentó una reversión a la media. En el cuartil inferior, 33 fondos mejoraron sus registros y solo uno no lo logro.

#### **La gravedad y los sectores del mercado de renta variable**

Los fondos de valor y de crecimiento deben generar a corto plazo rentabilidades similares al mercado antes de deducir los costes y a largo plazo, por efecto de los costes, las rentabilidades deben ser bastante inferiores. Bogle realiza un análisis sobre los diferentes sectores del mercado y concluye que ninguno de ellos tiene un sesgo perdurable sobre el resto. Los cuatro ejemplos que toma son:

1. Acciones de crecimiento frente a acciones de valor: Tras analizar la rentabilidad de los fondos de crecimiento y de valor durante seis décadas observa que cada uno ofrece rentabilidades altas en periodos diferentes pero que en el resultado global revierten a la media: 11,7% para crecimiento y 11,5% para valor, lo que supone una diferencia nimia.
2. Acciones de alta calificación crediticia frente a acciones de baja cotización: Al igual que en el punto anterior, cada una de ellas ha tenido periodos de mayor rentabilidad respecto a la otra, pero con un resultado global del 6,7% de alta calificación frente al 6,2% de las de baja en un periodo de sesenta años.
3. Acciones de gran capitalización frente a baja capitalización: Un mito de la inversión es que las acciones de baja capitalización superan a las de más capitalización. Sin embargo, analizando el periodo de desde 1925 hasta 1983, la rentabilidad anual de las acciones de baja capitalización es de un 12,7% frente a las del 11% de alta capitalización. Hay que reseñar que únicamente en una de las décadas sobre el periodo estudiado las de baja capitalización aportan mayor rentabilidad que las de alta. Excluyendo esta década. Los resultados serian de un 11,1% de alta capitalización frente a un 10,4 de baja.

4. Acciones estadounidenses frente a acciones internacionales: En este caso no existen registros tan extensos como para las categorías anteriores. En el periodo de 38 años en los cuales las rentabilidades compuestas de las acciones internacionales y de las estadounidenses es el mismo: 11,5%. A pesar de las diferencias existentes en subperiodos, finalmente la reversión a la media se vuelve a manifestar.

#### **Las acciones ordinarias también bajan a la tierra**

EL tercer ámbito de reversión a la media son las rentabilidades a largo plazo de las acciones ordinarias. Durante más de dos siglos, en periodos móviles de 25 años, ha mostrado propensión a generar rentabilidades en torno al 6,7%.

A corto plazo la rentabilidad de las acciones se crea por el elemento especulativo. Esta irracionalidad del mercado se puede ponderar a través de ratio precio – beneficio (PER). Siguiendo la diferenciación de Keynes, empleamos el término inversión para describir la rentabilidad de los fundamentales (Beneficios y dividendos) y especulación para referirnos a la cotización de las acciones. La especulación es temporal y voluble. No dura para siempre, ni durante la vida útil de la inversión. Sin embargo, hasta en periodos tan prolongados como un cuarto de siglo, se han producido variaciones en la rentabilidad por la fuerza de la especulación. De hecho, de 1982 a 1997 la rentabilidad real media ha sido del 12,6%, casi el doble de la norma.

¿Están las acciones revirtiendo a una media más alta? Morgan Stanley publicó un estudio en el que, tras el periodo alcista, las antiguas rentabilidades de entre el 6 y el 7 % quedaban obsoletas. Adoptaban una postura intermedia en la cual auguraban rentabilidades de entre el 7 y el 8%, y no del 10% como pensaban algunos sectores del mercado. No obstante, realizar este tipo de predicciones es prácticamente imposible y no debería conducir a los inversores a tomar políticas de inversión más agresivas.

#### **Capítulo 11. Sobre el Relativismo: ¿Felicidad o miseria?**

Más que en cualquier otro momento de la historia de los mercados financieros la búsqueda del éxito inversor se ha centrado en el rendimiento relativo a corto plazo. Parece que los gestores han cambiado el efecto de largo plazo por el enfoque cortoplacista, poniendo un fuerte énfasis en el rendimiento relativo trimestral. Esto tiene su base principalmente en torno a tres factores: Medios de comunicación, los inversores institucionales que están pendientes del rendimiento y los particulares que persiguen a los líderes en rentabilidad a corto plazo. El éxito se pondera respecto al S&P 500. El grueso de los gestores no invierte basándose en el análisis y en la convicción, sino en base a una norma de mercado, en la cual el índice tiene un peso fundamental a la hora de estructurar la cartera.

#### **El surgimiento de la indexación encubierta**

La indexación encubierta está más generalizada de lo que creen los inversores. Este proceso es relativamente simple ya que las principales 10 acciones del índice pesan casi un 20%, y el total del índice representa el 75% del total del mercado estadounidense. Parece que el objetivo primordial es evitar rentabilidades inferiores al índice, en lugar de aspirar a rentabilidades absolutas en el largo plazo.

## Fondo indexado, ¿El malo de la película?

Bogle sostiene que el principal motivo de la reacción defensiva de los gestores ante las comparaciones y el surgimiento de la indexación encubierta es del propio fondo indexado. El primer fondo indexado se lanzó en 1.975, pero no se convirtió en un competidor para el sector hasta 1.990. Permite invertir de forma muy barata en la totalidad del mercado, y es la opción favorita para superar a tres de cada cuatro gestores.

Además, van surgiendo nuevas formas de competencia parecida al índice, como por ejemplo la inversión cuantitativa. Según Bogle, estas nuevas metodologías llegarán a ocupar el lugar que le corresponde. Esta estrategia se basa estricta y exclusivamente en fórmulas matemáticas a fin de determinar la estrategia o la selección de acciones. Buscan superar a los índices tratando de encontrar aquellos valores que entren dentro de unos determinados parámetros (Ratios precio – beneficio, precio – valor contable etc.).

A raíz de estos nuevos competidores, los gestores están respondiendo de la manera más ineficaz posible: Con la indexación encubierta. Definir una política inconclusa y no revelada alrededor de la estructura de un índice es un suicidio en términos de gestión. El principal problema, no es encubrir la estrategia, son las consecuencias. Las comisiones y la rotación de la cartera superan ampliamente al de un fondo indexado, lo que aumenta las posibilidades de fracaso.

## Capítulo 12. Sobre el Volumen de Activos.: Nada más Falible que el Éxito

En un lapso de dos décadas los fondos de inversión han incrementado los activos en 82 veces: De 34.000 millones de dólares hace veinte años a los 2,8 billones de dólares que había en el momento de la primera edición del libro. Sin embargo, la industria no ha cambiado únicamente en el aspecto cuantitativo, sino también en el cualitativo. Las políticas intensivas de inversión de alta rotación provocan que sean responsables de más de la mitad de las operaciones diarias en el mercado bursátil. En su estrategia de participación, el sector de los fondos de inversión presenta un sesgo contrario hacia las acciones de mayor capitalización bursátil y a favor de las de mediana y pequeña capitalización cómo se puede observar en la tabla inferior:

Participación Fondos de Inversión por Cap. Bursátil	
Capitalización	Fondos Inv. Gestión Activa (%)
1-100	14,8
101-200	18,7
201-300	20,2
301-400	20,9
401-500	21,0
501-600	21,7
601-700	23,6
701-800	25,4
801-900	29,2
901-1.000	35,7
1.001-7.300	21,6



\*Datos de 1.998.

Ilustración 1

El colosal tamaño de los fondos provoca además que influyan cada vez más en la determinación de las rentabilidades del mercado bursátil. El incremento de la cuota de participación de los fondos alimenta el alza de demanda de acciones lo que empuja una subida del precio de las acciones. Pero, además, estos nuevos partícipes pueden generar riesgos de liquidez, ya que una oleada importante de reembolsos puede empujar el mercado a la baja también.

### El tamaño y la rentabilidad de la inversión de los fondos

Bogle cree que el colosal tamaño del sector puede dificultar y de hecho eliminar cualquier posibilidad de generar rentabilidades superiores. Es paradójico, pero el alza del precio de las acciones por la entrada de más capital puede suponer un efecto negativo en el valor de la industria de fondos. Debido a su colosal tamaño supone un verdadero lastre. El autor sostiene que si los fondos de renta variable aspiran a superar al mercado deben comenzar primero por recortar los costes excesivos: Reducir costes de asesoramiento, de marketing, las ratios de gastos, además de reducir la excesiva rotación y vigilar el lastre que supone el mantenimiento de reservas en el largo plazo.

### Problemas de gran envergadura

¿Qué ocurre cuando los fondos crecen y su tamaño aumenta? En el caso de los cinco fondos más grandes de gestión activa de renta variable su rendimiento se deteriora. En la ilustración 2 se observa como el aumento de tamaño de los fondos precipita una abrupta reversión a la media:

FIGURA 12.4 Los cinco fondos de renta variable de mayor envergadura (1978-2009)

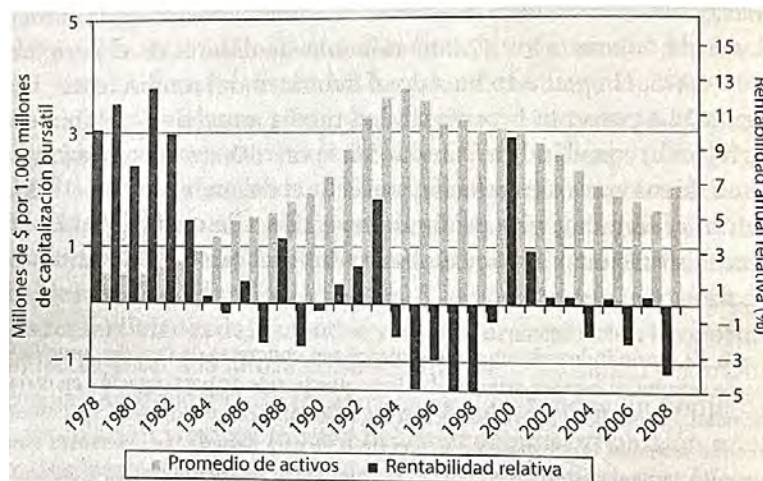


Ilustración 2

Estos fondos consiguieron la ventaja cuando eran relativamente pequeños, y la perdieron cuando ascendieron.

## ¿Qué tiene que ver el tamaño?

Hay tres motivos fundamentales que provocan la reducción de rentabilidad: El universo de las acciones disponibles, aumento de los costes de transacción y la gestión de la cartera (Cada vez más estructurada, más grupal y menos dependiente del sentido común de las personas).

- a) Un Universo en Contracción: Existen restricciones legales y prácticas con respecto a la titularidad de los valores. Los gestores no suelen superar el 3% con el objeto de ampliar la diversificación. En el gráfico inferior se puede observar cómo se reduce el universo de acciones disponibles para la compra:

FIGURA 12.5 **Universo de acciones disponibles para la compra (2009)**

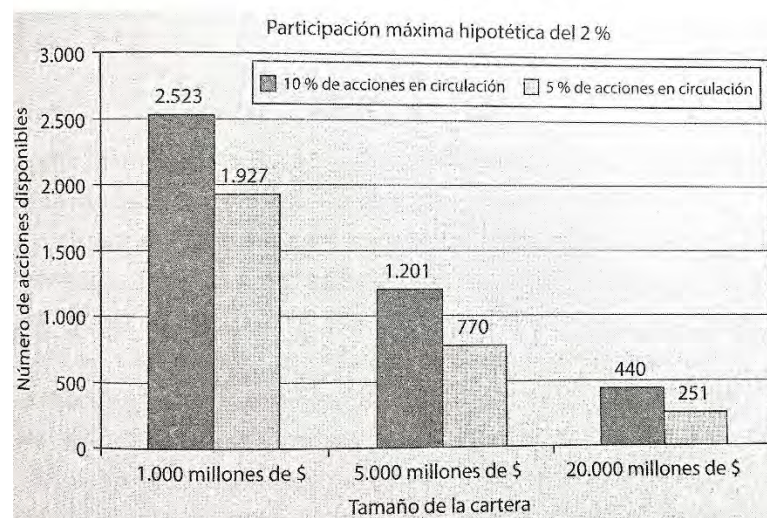


Ilustración 3

- b) El incremento de los costes de transacción: Aumentan en función del tamaño del fondo.
- Implementar estrategias a corto plazo es más cara que las estrategias a largo.
  - Las operaciones basadas en el indicador momento son más caras que las basadas en los fundamentales de inversión.
  - Las operaciones sensibles a información (Conocimiento del mercado) son más costosas que las que no (Transacciones de fondos indexados).
  - Realizar operaciones agresivas con objetivo de rápida ejecución son más costosas que las operaciones oportunistas

Todos estos gastos aumentan conforme el volumen del fondo crece. Por ello los gestores cuyos fondos crecen, tienen que añadir algún tipo de valor que supere el incremento de los costes de transacción, sino estarían añadiendo una carga adicional que le alejara de los fondos indexados y sus bajos costes.

- c) El triunfo del procedimiento sobre el discernimiento: Conforme crece la entidad, el impacto de la gestión individual mengua y aumenta la burocratización en el proceso de inversión (Proceso de inversión, comité de aprobación, regulación, enfoque

procedimental...). Todo ello provoca que el gestor no pueda tomar todas las decisiones de inversión que él cree oportunas.

Las grandes firmas no cierran los fondos con objeto de no lastrar la rentabilidad de sus clientes, ya que el crecimiento ilimitado y descontrolado de alguno de sus fondos les permite no sólo aumentar los ingresos por comisiones sino beneficiarse de economías de escala para aumentar los márgenes.

¿Qué cambios deberían exigir los inversores para aumentar las probabilidades de rentabilidad en los fondos de gestión activa en los que invierten?

1. Modificar la estrategia del fondo, pero no los objetivos: Volver a estrategias de inversión de largo plazo y disminuir la rotación de cartera.
2. Cerrar el fondo a nuevos inversores una vez adquiere una determinada dimensión.
3. Permitir que el fondo crezca, pero incorporar nuevos gestores: Contratar un nuevo gestor al que asignarle la nueva afluencia de capital de la cartera.
4. Disminuir las comisiones básicas, pero añadir un incentivo extraordinario de gestión (Simétrico: Es decir aplícalo si se cumplen objetivos o disminúyelo por el mismo porcentaje en caso de no hacerlo).
5. Ofrecer un fondo de inversión que pueda crecer, con una tasa de rotación mínima y comisiones simbólicas.

### Capítulo 13. Sobre la Fiscalidad.: El mensaje de la paralaje

El profundo impacto de los impuestos sobre las rentabilidades es un tema que se ha pasado por alto durante mucho tiempo. El aumento de la rotación ha exacerbado el déficit fiscal suponiendo una carga más en la espalda de los partícipes. La rotación media de la cartera ha pasado de un 30% a un 90% en sólo 20 años, con el consiguiente peaje fiscal al que se somete cada una de las operaciones realizadas

Otra problemática es la rotación de gestores la cuál es cada vez más frenética (Una media de cinco años). Cuando hay un cambio de gestor, aunque el fondo por política aspire a reducir la rotación, esta se dispara para adaptarse a los nuevos criterios de gestión.

Garlan, presidente de Jeffrey Company, sostiene que "*la inversión sujeta a impuestos es un juego de perdedores, quienes pierden menos (En impuestos y comisiones) son los que más ganan a final del juego*". Garland contrastó las rentabilidades hipotéticas después de impuestos del inversor del típico fondo de inversión y del indexado entre 1971 y 1995 (Media de crecimiento de S&P 500 del 12%). Los datos se pueden ver en la siguiente tabla:

FIGURA 13.1 **Costes, la tercera dimensión: gastos de los fondos más impuestos; inversión de 1.000.000 \$; rentabilidades a 25 años (1971-1995); rentabilidad de mercado del 12 %**

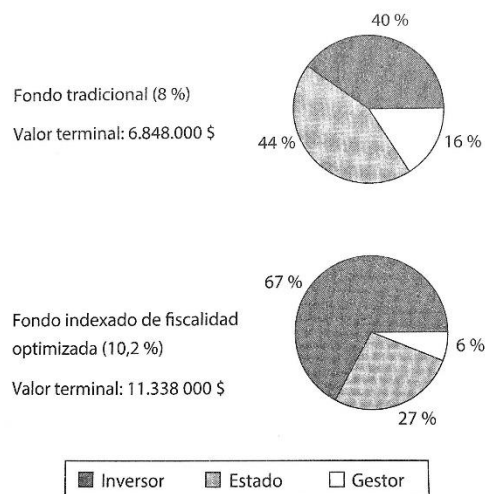


Ilustración 1

Como se puede observar la incidencia de los impuestos y gastos en las rentabilidades son notables.

### Fondos de Optimización Fiscal

A partir de 1.994 surgió una nueva modalidad de fondos cuyo objetivo es reducir la carga impositiva de los fondos indexados convencionales. Los que más éxito han tenido cuentan con las siguientes características:

- Empleo de una estrategia indexada, con énfasis en acciones de crecimiento y tenencia de valores de menor rendimiento para minimizar la carga fiscal.
- Materialización de las minusvalías derivadas de la venta de valores que se han depreciado en cuanto se producen.
- Sustitución de las participaciones vendidas con minusvalías una vez transcurridos 30 días.
- Limitación del accionariado a participes con enfoques de largo plazo por medio de una sanción económica.
- Continuidad de los costes mínimos de los fondos de bajo coste.

Los inversores no sólo deben comprender la importancia de la reducción de la carga fiscal, sino también la importancia de la maximización de las rentabilidades después de impuestos. El nuevo concepto de fondo que ofrece Bogle, está basado en un concepto perdurable de los principios básicos de antaño (Inversión inteligente con enfoque de largo plazo).

### Capítulo 14. Sobre el tiempo.: La cuarta dimensión; Magia o tiranía?

La rentabilidad de la inversión tiene cuatro dimensiones según Bogle: Longitud (Recompensa), anchura (Riesgo) y profundidad (Coste). A estas habría que añadirle una

cuarta: la temporal. No se debería invertir sin tener una idea clara sobre el impacto que cada una de estas dimensiones tiene sobre un programa financiero.

**Recompensa: La primera dimensión**

Esta dimensión debería ser un factor prioritario en el proceso de acumulación de capital. Si bien en el periodo de 1982 a 1997 la rentabilidad se daba por descontada (La totalidad del mercado tuvo una rentabilidad del 17,2% anualizada), con los años, los mercados financieros han demostrado una clara tendencia de reversión a la media.

**Riesgo: La segunda dimensión**

Aún siendo factor importante en la inversión, no tiene la misma relevancia que la recompensa o que el coste.

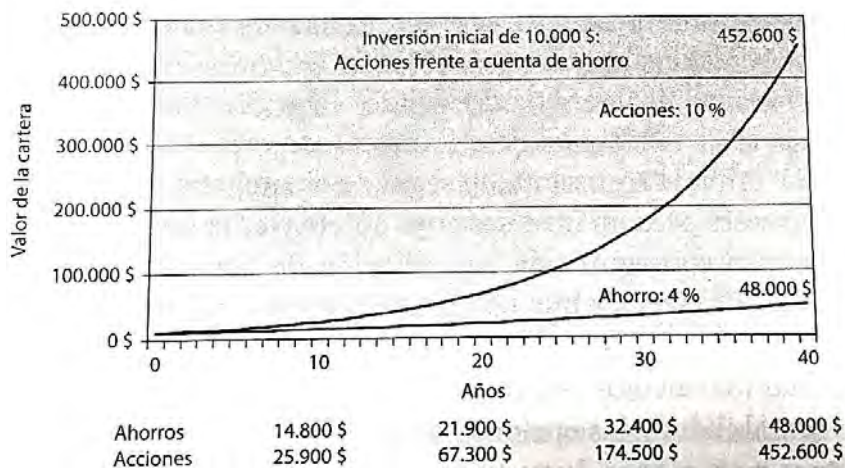
**Coste: La tercera dimensión**

La repercusión de los costes tanto en la recompensa como en el riesgo no es un asunto menor. Como el autor ha ido demostrando a lo largo del libro, estos tienen una gran relevancia incluso obviando la disminución de rentabilidad provocada por los impuestos.

**Tiempo: La cuarta dimensión**

Hoy en día, la mayor parte del mercado de fondos de inversión se rigen por el corto plazo. Sólo unos pocos fondos de gestión activa y de gestión pasiva tienen una clara orientación hacia el largo plazo. Existe una estrecha vinculación entre tiempo y recompensa, lo que comúnmente denominamos "La magia de la capitalización compuesta". En la siguiente tabla podemos ver los efectos de la capitalización compuesta de una inversión de 10.000 \$ en acciones frente al mismo importe en una cuenta de ahorro:

**FIGURA 14.2 La primera dimensión: la recompensa y la magia de la capitalización compuesta**



*Ilustración 1*

En la tabla inferior vemos los mismos efectos causados por la capitalización compuesta, pero operando de manera distinta. En ambos casos se genera la misma acumulación de capital (500.000\$), pero mientras que para las acciones tienes que destinar 79\$ al mes, para una cuenta de ahorros necesarias destinar 423\$.

Inversión mensual para acumular 500.000\$ en activos: 79\$ al mes en acciones frente a 423\$ al mes en ahorros				
N° de Años	Inversiones mensuales acumulativas		Valor Final *	
	Acciones (\$)	Ahorros (\$)	Acciones (\$)	Ahorros (\$)
10	9500,0	50800,0	16200,0	62300,0
20	19000,0	101500,0	60000,0	155200,0
30	28600,0	152300,0	178700,0	293600,0
40	37950,0	203000,0	500000,0	500000,0

\*Tasas de rentabilidad contempladas: Acciones 10%; ahorros 4%

Ilustración 2

Casi tan asombrosa es la interacción entre tiempo y recompensa como entre tiempo y riesgo. Conforme transcurren los años, la capitalización compuesta modera el riesgo de mercado. En la inversión en acciones, el mayor grado de reducción de riesgo se obtiene al cabo de una década. Si analizamos la ilustración inferior, podemos observar que descender la pendiente del riesgo es mucho más sencillo que escalar la pendiente de recompensa:



Ilustración 3

**Rango de Rentabilidades**

N° de Años	Rent. Máx. (%)	Rent. Mín (%)
10	10,3	3,4
15	8,7	4,7

Ilustración 4

El sector de fondos casi nunca muestra la interacción entre tiempo y coste, y si lo hiciera, el gráfico sería alarmante. En la gráfica siguiente se puede observar el capital adicional generado por una rentabilidad bruta del 12% respecto de la rentabilidad neta del 10%:

**FIGURA 14.6 La tercera dimensión: los costes y la tiranía de la capitalización compuesta**

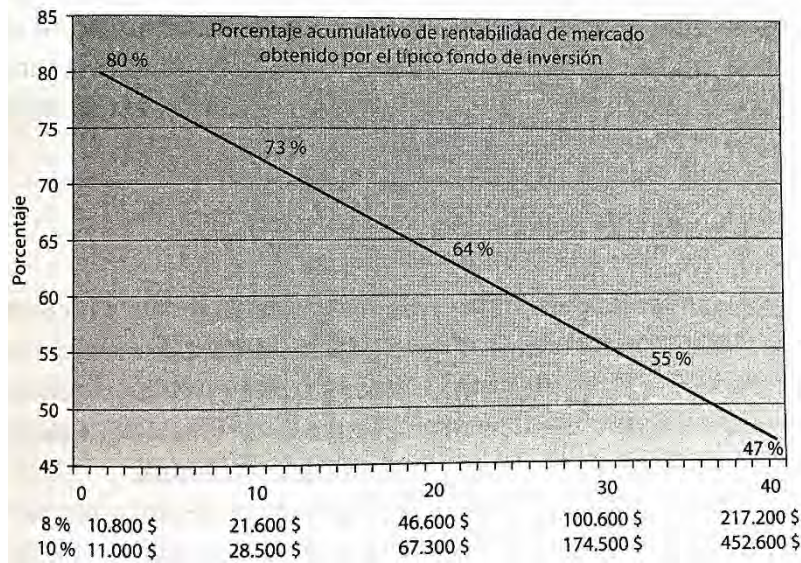


Ilustración 5

La conclusión que se extrae es que los costes importan. Una leve diferencia en el interés compuesto da lugar a diferencias desorbitadas con el paso de los años.

## PARTE IV: SOBRE GESTIÓN DE FONDOS

### Capítulo 15. Sobre principios.: Los principios importantes deben ser inflexibles

En este capítulo el autor examinará la desvinculación del mercado de fondos de inversión de los principios fundadores de la industria: Gestión, diversificación y servicio. De estos principios el más importante es el de la gestión. Esta, en opinión del autor, debería caracterizarse por el espíritu de Administración fiduciaria, la competencia y la disciplina profesionales. En la actualidad, lo que ocurre en el sector es:

- Administración fiduciaria: Implica hacer de los intereses de los partícipes la máxima prioridad y cobrarles un precio razonable. Hoy se está sustituyendo por el enfoque de acumulación de activos y costes de fondos desorbitados.
- La competencia y disciplina profesionales: Antes centradas en la inversión, ahora, en la especulación. Sus distintivos: Rápida rotación de cartera, concentración en segmentos del mercado bursátil cada vez más estrechos y estrategias de "pistoleros" (Entrada y salidas rápidas de los mercados).
- El enfoque de largo plazo, que alguna vez regía como principio inquebrantable, se ha convertido en un enfoque centrado en la titularidad de acciones a corto plazo. Más aún, se induce a los partícipes de los fondos a emplearlos como vehículos para rápidos intercambios.

En el sector de los fondos de inversión la distribución ha adquirido mayor relevancia que la gestión, y la acumulación de activos está suplantando a la administración fiduciaria. El mercado se orienta hacia un capitalismo de casino, que únicamente beneficia a las gestoras, en detrimento del interés de los partícipes generando de manera sistemática rendimientos inferiores a los del mercado.

La única manera de revertirlo es a través de una competencia que se rija por los principios que antaño dirigieron a los fondos de inversión, junto a un inversor informado y sofisticado que sea capaz de diseñar un plan financiero basado en el sentido común.

Pero ¿Qué información debería tener una influencia decisiva a la hora de invertir en un fondo de inversión?

1. **Costes:** Para un inversor los costes son tan importantes como el riesgo y la rentabilidad, puesto que, o reducen directamente la rentabilidad, o dificultan la consecución de la rentabilidad objetivo. Poco a poco se van incluyendo nuevos requerimientos legales para la transparencia de información de costes por parte de las gestoras a los inversores.
2. **Exención de comisiones:** Muchas veces el sector emplea costes muy bajos o exenciones como señuelo comercial que aplica únicamente de manera temporal. Los inversores deberían exigir información realista acerca del rendimiento del fondo después de rescatar su capital.
3. **Rendimiento:** Las tasas de rentabilidad convencionales que miden el rendimiento del fondo, salvo en escasas excepciones, reflejan un rendimiento muy superior a la que perciben los partícipes. El inversor tiene derecho y debería exigir explicaciones claras sobre el rendimiento real y el nivel de riesgo que tiene la inversión.
4. **Voto por representación:** Pocos partícipes prestan atención a sus derechos, o quizá confían en que los consejeros protegerán sus intereses, lo que puede acabar generando abusos por parte de la gestora en sus decisiones.
5. **Estrategias de inversión alternativas:** La industria se ha construido con el embrujo de los mercados alcistas que permite obtener muy buenos resultados, pero la realidad es que las rentabilidades netas de los fondos, tarde o temprano revierten a la media. La tenencia de acciones o los fondos indexados (Ambos con visión a largo plazo) pueden ser una buena alternativa para obtener buenos rendimientos.
6. **Orientación en materia de inversión.** Los inversores quieren asesoramiento final a la hora de tomar una decisión de inversión. Tratan de adivinar cuáles serán los fondos que obtendrán mejores rendimientos, sin pararse a analizar el papel de los costes o la reversión a la media.

La única manera de revertir esta situación es dirigirse hacia un sistema que cambie el enfoque de gobierno y control de los fondos de inversión. Los fondos deberían operar bajo una estructura de gobierno lúcida, formada por consejeros que respondan a los partícipes de los fondos por los rendimientos, ya que en última instancia es el único indicador de beneficios.

## Capítulo 16. Sobre marketing.: El mensaje es el medio

Durante gran parte de la primera mitad de siglo que siguió al inicio de la industria de los fondos (1924), el objetivo era la administración de los fondos de los partícipes. Desde finales de la década de los ochenta, el enfoque tornó claramente hacia el marketing en lugar de



sobre la gestión, cambiando la consideración del partícipe como propietario del fondo, a ser visto como un mero cliente.

Los gastos en marketing y distribución que realizan las gestoras implican unos costes altísimos, pero son los partícipes quienes los soportan a través de las excesivas comisiones que pagan. Según el autor, el mercado llegó a gastar hasta 10.000 millones anuales en el año 1.998 en la promoción de sus productos, lo que supone una quinta parte de lo que pagaron la totalidad de partícipes por sus fondos.

A estos costes, habría que añadirles la de los supermercados de fondos, en los cuales los precios de exposición están al alza, representando en 1.998 un 0,35% de los activos del fondo para los compradores del mercado. Estos costes, los soportan el total de los inversores, tanto los que utilizan el supermercado como los que no. Esto es así ya que las comisiones de marketing se dividen entre todos los partícipes del fondo. En contadas ocasiones el inversor es informado sobre los gastos derivados de los supermercados.

### **Pregonar productos, ocultar el riesgo**

No sólo los costes de marketing suponen un lastre para los inversores, sino que hay que añadir otro efecto pernicioso: la creación de miles de productos que no han sido puestos a prueba y suelen ser atractivos únicamente durante un breve periodo de tiempo. El sector ha probado su destreza comercial, pero la gestión no estuvo a la altura de las circunstancias que los inversores prudentes merecen, siendo estos quienes sufren los platos rotos.

No hay duda de que el inversor debería preocuparse por el reemplazo de la obligación fiduciaria por la del marketing, ya que esta última se opone diametralmente a sus intereses. El verdadero negocio hoy en día de la industria es la acumulación de activos. La solución para poner fin a todos estos abusos no es sencilla. Pasa porque los reguladores exijan unos estándares de información: Transparencia y divulgación de los datos del sector sobre comisiones de asesoramiento y distribución, gastos destinados a servicios de cartera, gastos en materia de inversión, publicidad y marketing, operaciones de los fondos, beneficios de las consultoras...

El deber fiduciario para con los activos de los inversores entraña no solamente potenciar al máximo los beneficios de los fondos. Pasa por ofrecerles a los "propietarios-partícipes" un trato justo. Como Bogle sostiene en su tesis de fin de grado de Princeton en 1.951 *"la función principal de las sociedades de inversión es la gestión de carteras de inversión, Todo lo demás es secundario con respecto al desempeño de esta función."*

### **Capítulo 17. Sobre tecnología.: ¿Con qué fin?**

Los avances tecnológicos han traído cambios sustanciales al sector de los fondos de inversión:

- Sistema financiero con gran diversidad de productos, disponer de una liquidez extraordinaria para las transacciones y operar en todo el mundo a la velocidad de la luz.
- Red de información actualizada que ofrece datos sobre las carteras y sobre el rendimiento de los fondos.
- Red de comunicaciones tan eficiente que cualquier inversor puede ordenar las operaciones al instante desde donde desee.

Si bien ha tenido un impacto muy positivo en los mercados, ha propiciado una profunda transformación. El autor da una lista de algunos de los instrumentos que apenas se podrían haber concebido sin la evolución tecnológica:

- 20 billones de dólares en valor nominal de derivados.
- 1,5 billones de dólares de negociación en los mercados cambiarios mundiales.
- Un mercado de futuros financieros con un valor nominal de 200.000 millones de \$ sobre el índice S&P 500.
- Índices bursátiles y por consiguiente fondos indexados.
- 30.000 millones de participaciones cambian de manos cada día.

En este frenesí de operaciones la industria ha desarrollado técnicas de inversión mucho más agresivas y sofisticadas de lo que se podría haber imaginado hace 15 años, lo que en buena medida ha conducido a que los inversores profesionales y particulares, otrora inversores de largo plazo, se hayan convertido en agentes de especulación a corto plazo.

Otro tema de relevancia es la información frente a la sabiduría. La tecnología ha provisto de una fuente de información abrumadora. El conocimiento, siempre que se transforme en sabiduría es poder, pero la tecnología ha brindado acceso a la información sin ofrecer conocimiento y sin engendrar sabiduría.

Además, la tecnología permite negociar fondos con práctica inmediatez. La rotación de participaciones de los fondos se ha disparado: Entre 1.960 y 1.970 el promedio de reembolsos de los fondos era del 9% anual, mientras que en la década de los 90 alcanzó un 30%. Esto ha supuesto cercenar el propósito de inversión a largo plazo, el de amplia diversificación, de gestión sólida y que opera de manera eficiente. Además, los beneficios derivados de la innovación tecnológica (Reducción de costes de transacciones) ha beneficiado a los gestores de fondos, rara vez revierte en los partícipes.

Los inversores deberíamos plantearnos con más detenimiento como poner freno al monstruo que se ha creado para someterlo a nuestra voluntad, y no estar nosotros sometidos a la suya. Comenzando por erradicar el concepto de que los fondos se manejen como acciones individuales, renunciando a la publicidad masiva, estableciendo limitaciones oportunas a la frecuencia de los traspasos y aplicando comisiones a los partícipes que reembolsen participaciones en periodos de tenencia cortos. Cada una de estas medidas revertirá en el beneficio de los inversores a largo plazo, que es a quien la industria de los fondos se ha comprometido a servir.

### Capítulo 18. Sobre consejeros.: Servir a dos señores

El papel fundamental de los consejeros corporativos es servir a un único señor: Los accionistas. Sin embargo, en la actualidad el equilibrio de intereses se inclina claramente hacia los de la gestora. ¿Por qué? Porque el presidente de los fondos suele ser también presidente de la gestora, además, uno de cada tres consejeros es un alto cargo de la gestora, de ahí que la independencia sea discutible. Además, los pagos a los consejeros independientes suelen ser muy superiores a los de otros sectores, pagos soportados por los partícipes de los fondos.

Los resultados de esta estructura son evidentes. El aumento de gastos de los fondos desemboca en el resultado mediocre de los fondos de renta variable y especialmente en

renta fija. De hecho, a pesar del gran incremento de capital que ha habido en los fondos, las comisiones no han parado de aumentar.

FIGURA 18.1 Tasa de comisiones de gestión a través del tiempo (1920-2008, base 100)

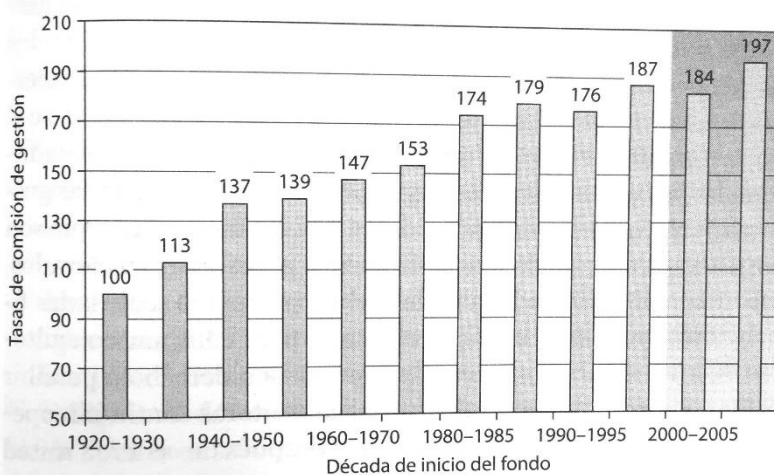


Ilustración 1

La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 de EE.UU. sostiene que “el interés público nacional y el de los inversores se ven perjudicados cuando las sociedades de inversión se establecen, operan y se gestionan en base a los intereses de las consultoras de inversión y no en base a los intereses de los partícipes.” A pesar de ello, no hay voces oficiales que se hayan manifestado contra ellos. ¿Los consejeros independientes realmente velan por los intereses de los partícipes de los fondos? La respuesta a esta pregunta debe tener en cuenta la eficacia de la estructura de gobierno: Registro de costes al alza, rentabilidades que no superan al mercado, compleja estructura de gobierno junto a la ausencia de participación significativa por parte de las acciones de los fondos da a entender que los supervisores no están muy atentos. Observadores independientes como Warren Buffet empiezan a mostrar su contrariedad hacia estas tendencias.

La única manera de que esto cambie pasa tanto por una nueva ley o por lo menos una renovación del recurso legal vigente. También pasa por un cambio de la estructura societaria. El enfoque de los consejeros corporativos es la creación de valor para los accionistas, contrasta con la manifiesta incapacidad de los consejeros de fondos para respetar el valor de los partícipes, actuando como tímidos supervisores y que parecen ajenos al principio de que los costes importan. Pero ¿Cuál es la mejor forma de lograr un alineamiento entre consejeros y partícipes? Un buen inicio sería a través del establecimiento por escrito de una nueva declaración de misión que abogue claramente por favorecer el interés de los partícipes.

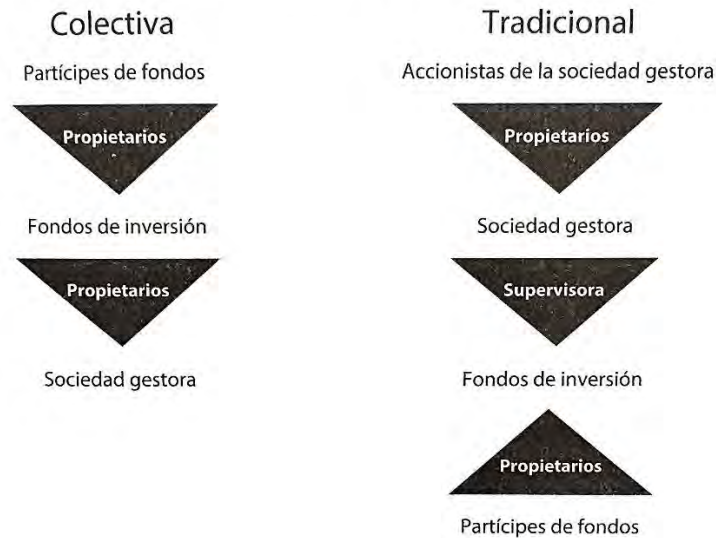
### Capítulo 19. Sobre estructura.: El imperativo estratégico

La estructura organizativa puede tener un fuerte impacto sobre las rentabilidades y a pesar de todo casi nadie presta atención a esta cuestión. Todos los fondos de inversión, salvo Vanguard, operan bajo una única estructura: Un grupo de sociedades de inversión (Fondos) cuya propiedad la ostentan los partícipes, y cada uno de los fondos contrata a una gestora

que se compromete a llevar a cabo las funciones necesarias para el fondo a cambio de una comisión.

Por el contrario, Vanguard, en lugar de contratar a una empresa externa se autogestiona a base de coste.

**FIGURA 19.1 Estructura de propiedad colectiva frente a estructura corporativa tradicional**



*Ilustración 1*

Bajo la estructura convencional, el fondo no es más que una estructura fantasma, siendo su único papel la de dueño de la cartera. Los participes son los propietarios últimos, pero como hay miles de ellos, es la sociedad gestora la que realiza todas las funciones necesarias, incluso la contratación de los empleados. Bajo la estructura actual del sector, la familia de fondos está controlada por el consultor, y completamente separada de la propiedad. Los consejeros de la gestora de los fondos y de la gestora son los mismos, y ninguno ostenta participaciones de la gestora lo que hace complicado que se vele por los intereses de los participes. Por el contrario, en una estructura colectiva, la entidad no tiene opción más que de satisfacer los intereses de los propietarios, es decir, de los participes de los fondos.

Esta diferencia fundamental entre ambas estructuras da lugar a dos estrategias completamente diferenciadas: La colectiva, en la que los participes están en el centro de las decisiones corporativas, y otra en la que hay una bifurcación entre los intereses de los accionistas de los fondos y los de la gestora. No cabe duda de que las mejores gestoras buscan la maximización del beneficio de los participes, pero han contraído dos obligaciones fiduciarias contrapuestas: hacia los accionistas de la gestora, por un lado, y con los accionistas de los fondos por otro. En la tabla siguiente podemos ver las diferencias de orientación entre ambas estructuras:

La estrategia sigue a la estructura		
Estrategia	Est. Colectiva	Est. Convencional
1. Beneficios	Altos (Para los partícipes)	Muy altos (Para la gestora)
2. Precio	Al coste	Máx. dentro del rango tolerable
3. Servicio	Excelente	Excelente
4. Gestión de Riesgos	Intolerante al riesgo	Tolerante al riesgo
5. Producto	Útil	De última moda
6. Indexación	Afán Misionero	A rastras
7. Marketing	Conservador	Agresivo

Ilustración 2

1. **Estrategia de Fijación de Precios:** La estrategia del complejo de fondos tradicional radica en cobrar el máximo posible dentro de los límites tolerables. Quizá la aceptación pública o acritica de los inversores, o las épocas de altas rentabilidades bursátiles hayan permitido fijar estos costes, pero como ya ha demostrado el autor con anterioridad, los costes tienen un impacto enorme sobre las rentabilidades finales.
2. **Estrategia de Servicio:** En la estructura convencional se da un servicio de aparente generosidad y desinterés. Un partícipe satisfecho es dinero asegurado, pero la realidad es que, en una estructura colectiva, con costes mucho menores, les permite poder realizar mejoras de servicio a los partícipes sin afectar a sus costes. Por el contrario, una mejora del servicio en una estructura convencional supone ir contra los beneficios, por lo menos en el corto plazo.
3. **Estrategia de gestión del riesgo:** Mientras que las estructuras convencionales tienen una mayor tolerancia al riesgo con el que ofrecer rentabilidades que justifiquen las altas comisiones, las entidades colectivas pueden ser intolerantes al riesgo, ya que, debido a sus costes mucho menores, les permite incurrir en menos riesgos para obtener rentabilidades similares.
4. **Estrategia de Productos:** La nueva deriva del mercado convierte a los fondos de inversión en productos de consumo, sin embargo, la entidad colectiva no tiene necesidad de participar en la carrera de nuevos productos. Un complejo de fondos que busca maximizar la rentabilidad de sus clientes (No los beneficios de la gestora) puede prescindir de entrar en la carrera de modas pasajeras.
5. **Estrategia de Indexación:** Los bajos costes de los fondos indexados los hacen un producto idóneo para una entidad colectiva. El éxito del fondo indexado es una mala noticia para la estructura tradicional. Debido a su éxito han empezado a ofertarlos, pero boicoteándolos, sobrecargándolos de costes tales como comisiones de suscripción y altos costes operativos.
6. **Estrategia de Marketing:** La estructura convencional, al buscar la maximización de sus beneficios, invierte ingentes sumas de dinero en publicidad y distribución. Esto va en contra del partícipe ya que en última instancia son los que soportan estos gastos. La estructura colectiva estará atenta a su cuota de mercado, pero solo porque le permitirá conocer el nivel de satisfacción de sus partícipes.

Desde un enfoque más optimista, la creciente divulgación de información en materia de inversión puede ir cambiando gradualmente la marea. Si los inversores en su conjunto comienzan a exigir unos costes más bajos y una orientación de beneficio al partícipe, quizás las gestoras pasen de promesa de generar rentabilidad, a la búsqueda de la aproximación del ciento por ciento de rentabilidad del mercado. Con independencia de la estructura que

se adopte, hay que orientarse a la adopción de acuerdos por el cual tanto partícipes como consejeros ejerzan control sobre los fondos, colmando las necesidades de los partícipes.

## PARTE V: SOBRE EL ESPÍRITU

### Capítulo 20. Sobre el espíritu empresarial.: El placer de crear

¿Cómo se creó Vanguard? Tras publicar la tesis sobre fondos de inversión Bogle comenzó a trabajar en Wellington Management. Con 35 años se convirtió en el sucesor de Walter Morgan, dueño de la compañía. Bogle con intención de rescatar la empresa de los graves problemas que tenía la fusionó con una gestora llamada Boston. Resultó un fracaso, acabo despedido y trataron de trasladarla desde Filadelfia a Boston. Consiguió retener los fondos de Wellington por una ligera diferencia en la estructura de gobierno. Bogle alegaba que estos eran propiedad de los partícipes, y la sociedad gestora Wellington, pertenecía a sus exsocios.

A finales de 1.975 se lanzó el primer fondo indexado de Vanguard (Y de la historia). Además de estrenar una estructura societaria y un fondo nunca vistos en la industria, se prescindió de todos los agentes comerciales, confiando en que serían los compradores quienes fueran a ellos. Con los costes muy bajos, la decisión de suprimir la comisión de suscripción resultó oportuna. Al principio la industria se rió de este modelo de negocio y no fue hasta finales de la década de los 80 cuando los fondos indexados comenzaron a captar la atención del mercado, hasta convertirse en el éxito apabullante que es hoy en día.

### Capítulo 21. Sobre liderazgo.: Aspirar a una meta

¿Cómo Vanguard que comenzó siendo una empresa familiar que gestionaba 1.000 millones ha pasado a convertirse en un complejo de fondos de inversión con más de 450.000 millones bajo gestión? El fondo se lanzó en 1974, el final del mercado bajista más prolongado desde la Gran Depresión, que dio paso a los mejores años de la bolsa. Esta situación de mercado favoreció el auge de la compañía.

Pero como dice el autor, no basta con tener suerte, sino que hay que estar preparado cuando la suerte aparece. Cuando las familias e instituciones se recuperaron de la crisis, Vanguard estaba preparado para ofrecer el mejor valor posible. Se aspiraba a una meta: Servir a los partícipes y que estos les confiaran la administración de su futuro económico. Un aspecto esencial para ofrecer este servicio es instaurar en la compañía una cultura de liderazgo de servicio, es decir, comprender que en una compañía todos son en parte líderes y en parte servidores.

Otro aspecto esencial del liderazgo es el fracaso. Este te incita a perseverar, a luchar y a aprender de los errores. Al comienzo todo fueron errores, primero fue el despido y más tarde la nueva compañía. Vanguard encadenó 80 meses de salidas netas, pero finalmente con el paso del tiempo el nuevo modelo de negocio fue triunfando y ganando cuota de mercado.

Muy ligado al fracaso esta la paciencia. Esta es la virtud de dar tiempo a obtener los frutos. En 1.976, la oferta prevista de Vanguard era de 150 millones de dólares y apenas atrajo 11

millones. Incluso en pleno auge de los fondos de inversión, no fue hasta 1.990 cuando el primer fondo indexado rebasó los 1.000 millones de dólares.

Por último, el coraje. Coraje para mantener el curso cuando el mercado de fondos va hacia otra parte, y a pesar de todo mantener la convicción. "A largo plazo, cuando hay una discrepancia entre percepción y realidad, es sólo una cuestión de tiempo hasta que prevalezca la realidad":

## Capítulo 22. Sobre seres humanos.: Clientes y equipo

El objetivo primordial es ayudar a que los clientes tengan buenos resultados de la actividad de la inversión, ejercicio que depende tanto de las emociones como de la economía. Este éxito permite a los inversores alcanzar éxitos humanos como comprarse una casa, estudios etc. El fracaso supone el no poder completar estas aspiraciones. Tras el prolongado periodo alcista (1.982 – 1.997) la industria de fondos parece haber perdido de vista la realidad (A día de hoy no parece que haya cambiado nada).

Vanguard aboga por la honestidad. Esto implica que las comunicaciones con los partícipes se rijan por una política de plena divulgación y transparencia. Este atributo, que parece básico, brilla por su ausencia en el sector de los fondos.

La honestidad reafirma el segundo elemento de la relación entre fiduciario y cliente: la integridad. En caso de conflicto de intereses entre gestora y partícipes, prevalecerán los intereses de estos últimos.

La integridad es el tercer elemento de la relación fiduciaria: el compromiso de ofrecer un trato justo. Servir a sus clientes de la mejor manera posible, asegurar que se mantengan costes mínimos y ofrecer la máxima rentabilidad, en relación con las clases de activos, a los partícipes

Estas palabras representan un homenaje a la obligación fiduciaria de los partícipes, pero también a la cultura corporativa de Vanguard y por extensión al equipo que lo conforma. Para que una compañía pueda basarse en estos principios es necesario que lo haga desde los cimientos, que son los propios empleados.

A modo de conclusión, el autor sostiene la necesidad de tratar a las personas como seres humanos y a partir de la cual sostiene la siguiente regla de oro: "Trata a quienes sirves en calidad de Administrador como te gustaría que te trataran a ti tus administradores, y trata a las personas con las que sirves, como te gustaría que te trataran a ti".

# PIES DE PÁGINA

\*Navaja de Occam: principio de economía o principio de parsimonia (lex parsimoniae), es un principio metodológico y filosófico según el cual: En igualdad de condiciones, la explicación más sencilla suele ser la más probable.

\*\*Ratio de Sharpe: Mide numéricamente la relación Rentabilidad / Volatilidad Histórica (desviación standard) de un Fondo de Inversión. Cuanto mayor es el Sharpe Ratio, mejor es la rentabilidad del fondo en relación a la cantidad de riesgo que se ha tomado en la inversión. No se puede aplicar a rentabilidades negativas.

## Coste Máximo

---

2,20%

---