

El ABC de Fondos



Índice

Alfa	06
¿Qué es el Alfa?.....	06
¿Cómo se calcula?.....	06
¿Por qué es importante?.....	08
Beta	09
¿Qué es la Beta?.....	09
¿Cómo se calcula?.....	09
¿Por qué es importante?.....	10
Capacidad máxima	11
¿Qué es la Capacidad Máxima de un fondo de inversión?.....	11
¿Por qué es importante?.....	11
Categoría del fondo	12
¿Qué es la Categoría de un fondo de Inversión?.....	12
¿Cómo se clasifican los fondos?.....	12
Código ISIN	16
¿Qué es el Código ISIN?.....	16
¿Cómo se define?.....	16
¿Por qué es importante?.....	17
Comisión de éxito	18
¿Qué es la comisión de éxito?.....	18
¿Cómo se define?.....	18
¿Por qué es importante?.....	19
¿Cuál es el motivo?.....	19
Comisión de gestión	20
¿Qué es la comisión de gestión?.....	20
¿Cómo se define?.....	20
¿Por qué es importante?.....	20
Comisiones de suscripción y reembolso	23
¿Qué son las comisiones de suscripción y reembolso?.....	23
¿Cómo se define?.....	23
¿Por qué es importante?.....	23
Cuartiles	25
¿Qué es un cuartil?.....	25
¿Cómo se calcula?.....	25
¿Por qué es importante?.....	26

Decil de un fondo de inversión	27
¿Qué mide un decil de un fondo de inversión?	27
¿Cómo se calcula?	27
¿Por qué es importante?	28
Divisa	29
¿Qué es la divisa de un fondo?	29
¿Cómo se define?	29
¿Por qué es importante?	29
Domicilio del fondo	31
¿Qué es el Domicilio de un fondo?	31
¿Dónde se domicilian los fondos en Europa?	31
¿Por qué es importante?	31
Estrategia de un fondo de inversión	32
¿Qué es la estrategia de un fondo de inversión?	32
¿Cómo se define?	32
¿Por qué es importante?	33
Estructura legal de un fondo de inversión	35
¿Qué es la estructura legal de un fondo de inversión?	35
¿Qué aparece en la ficha?	36
¿Por qué es importante?	37
Fecha de lanzamiento del fondo	38
¿Qué es la Fecha de Lanzamiento de un Fondo?	38
¿Cómo se define?	38
¿Por qué es importante?	38
Filtros Cuantitativos de un fondo de inversión	39
¿Qué son los filtros cuantitativos de un fondo de inversión?	39
¿Cómo se lleva a cabo?	40
¿Por qué es importante?	41
Gestor del fondo	42
¿Quién es el Gestor de un fondo?	42
¿El gestor está solo?	42
¿Por qué es importante?	42
Gráfico de un fondo de inversión	43
¿Qué es un gráfico de rentabilidad?	43
¿Cómo se construye?	44
¿Por qué es importante?	47
Importe mínimo a invertir	48
¿Qué es el importe mínimo a invertir?	48
¿Cómo se define?	48
¿Por qué es importante?	49

Índice de referencia del fondo	50
¿Qué es el Índice de referencia de un fondo?.....	50
¿Cómo se utiliza?.....	50
¿Por qué es importante?.....	50
I.S.I.N.	52
¿Qué es el Código ISIN?.....	52
¿Cómo se define?.....	52
¿Por qué es importante?.....	53
Máximo drawdown	54
¿Qué es el Máximo drawdown?.....	54
¿Cómo se define?.....	54
¿Por qué es importante?.....	55
5 Mayores posiciones del fondo	56
¿Qué son las mayores posiciones de un fondo?.....	56
¿Qué indican?.....	56
¿Por qué es importante?.....	57
Nombre del fondo	58
¿Qué nos dice el nombre de un fondo?.....	58
¿Qué define la clase de un fondo?.....	58
¿Por qué es importante?.....	59
Otros códigos de un fondo	60
¿Qué son los códigos de un fondo?.....	60
¿Cómo se define?.....	60
¿Por qué es importante?.....	61
Performance Attribution	62
¿Qué es el Performance Attribution?.....	62
¿Cómo se define?.....	62
¿Por qué es importante?.....	63
Periodo de suscripción/reembolso	64
¿Qué es el periodo de suscripción/reembolso?.....	64
¿Cómo se define?.....	64
¿Por qué es importante?.....	65
Proceso de inversión de un fondo	66
¿Qué es el proceso de inversión de un fondo?.....	66
¿Cómo se define?.....	66
¿Por qué es importante?.....	67
Ranking de fondos	68
¿Qué es el Ranking de un fondo?.....	68
¿Cómo se calcula?.....	68
¿Por qué es importante?.....	69

Ratings	70
¿Qué es el rating de un fondo?.....	70
¿Cómo se calcula?.....	70
¿Por qué es importante?.....	71
Ratio de información	72
¿Qué es el Ratio de información?.....	72
¿Cómo se define?.....	72
¿Por qué es importante?.....	73
Ratio rotación	74
¿Qué es el ratio de rotación?.....	74
¿Cómo se calcula?.....	74
¿Por qué es importante?.....	74
Registro del fondo	75
¿Qué es un Fondo Registrado?.....	75
¿Cómo registrar un fondo como traspasable?.....	75
¿Por qué es importante?.....	75
Rentabilidad de un fondo de inversión	76
¿Qué es la rentabilidad de un fondo de inversión?.....	76
¿Cómo se calcula?.....	76
¿Por qué es importante?.....	78
Sharpe	79
¿Qué es el Sharpe Ratio?.....	79
¿Cómo se calcula?.....	79
¿Por qué es importante?.....	80
Valor liquidativo	82
¿Qué es el Valor liquidativo de un fondo?.....	82
¿Cómo se calcula el Valor liquidativo?.....	82
¿Por qué es importante?.....	82
VaR	83
¿Qué es el VaR?.....	83
¿Cómo se calcula?.....	83
¿Por qué es importante?.....	84
Volatilidad de un fondo de inversión	85
¿Qué es la volatilidad de un fondo de inversión?.....	85
¿Cómo se define?.....	85
¿Por qué es importante?.....	85
Volumen del fondo	87
¿Qué es el Volumen de un fondo de inversión?.....	87
¿Cómo se calcula?.....	87
¿Por qué es importante?.....	87
¿Demasiado volumen es bueno?.....	88

Alfa

¿Qué es el Alfa?

Hablar de alfa es, básicamente, hablar de la importancia que un gestor ha tenido en la evolución de los resultados de un fondo. El alfa mide la parte de rentabilidad (positiva o negativa) que se debe única y exclusivamente a la labor del gestor, y no a la evolución del mercado.

¿Cómo se calcula?

El Alfa (α) es un dato estadístico que representa la medida en la que el fondo se ha comportado mejor o peor que su índice de referencia, modulado por la beta (β), o exposición al mercado, del fondo.

$$\alpha = F - \beta * I$$

F = Media aritmética de los excesos de rentabilidad del fondo.

I = Media aritmética de los excesos de rentabilidad del mercado.

Aunque el alfa se suele analizar de una manera independiente, creemos que es importante hablar de este dato relacionándolo con la beta.

Así, mientras el alfa representa el exceso de rentabilidad ajustada al riesgo generado por el gestor, la beta mide cómo ha variado la rentabilidad del fondo si lo comparamos con la evolución del índice de referencia.

O lo que es lo mismo, la beta nos dice la exposición al mercado que está asumiendo el gestor y el alfa mide lo bueno (o lo malo) que ha sido ese gestor en la selección de los valores que ha incluido en su cartera. Por ejemplo, si estamos en un periodo alcista y el gestor quiere aprovecharlo al máximo, puede decidir aumentar su exposición al mercado, por ejemplo, mediante el apalancamiento, consiguiendo así una beta por encima de la de otros fondos y posiblemente una rentabilidad superior a la del mercado. Un ejemplo lo constituye el Santander Aggressive Spain, que invierte en renta variable española, estando su exposición a la misma entre el 100% y el 180% de su patrimonio. Por eso, no es de extrañar que en periodos alcistas del mercado, este fondo consiga batir a otros fondos de su categoría.

Por el contrario, un gestor que hubiera mantenido una exposición a mercado neutral respecto a los demás fondos de su categoría podría conseguir unos resultados superiores a la media en función del acierto en la selección de los títulos que componen su cartera.

Un error común a la hora de definir el alfa es señalar que "se genera alfa si el fondo consigue batir al índice de referencia". Esta afirmación no es del todo correcta.

El cálculo del alfa de un fondo depende en gran medida del índice de referencia utilizado, pero no necesariamente significa que lo tenga que superar. Es factible obtener un alfa positivo y no batir al índice de referencia. La explicación es muy sencilla: el alfa en realidad mide cómo se ha comportado realmente el fondo con respecto a lo que estábamos esperando de él, teniendo en cuenta su beta, es decir, su exposición al mercado o el riesgo sistemático tomado. Si un fondo tiene un alfa positivo, significa que lo ha hecho "mejor de lo esperado"; si tiene un alfa negativo, indica que lo ha hecho "peor de lo esperado".

Un buen ejemplo lo constituye el SGAM AI Equisys Euroland, cuyo índice de referencia es el DJ Eurostoxx 50. La particularidad de este fondo es que no tiene que estar necesariamente expuesto al 100% a renta variable; en momentos en los que el panorama económico no esté claro, el gestor del fondo puede optar por cubrir parte de su cartera, de modo que su exposición al mercado sería inferior. Así, conseguimos una inversión más conservadora, pero como es lógico, en determinados supuestos el fondo no logrará batir al índice referencia, por su menor exposición al mercado.

Así, los resultados de este fondo podrían valorarse desde dos perspectivas:

- Si comparamos sin más el comportamiento del fondo frente al de su índice, podríamos quedar desilusionados al ver que en bastantes periodos, las rentabilidades del SGAM Equisys Euroland quedan por debajo de las del DJ Eurostoxx 50. Esta comparación no sería justa, ya que como hemos comentado, no siempre el fondo ha estado invertido en renta variable al 100%:

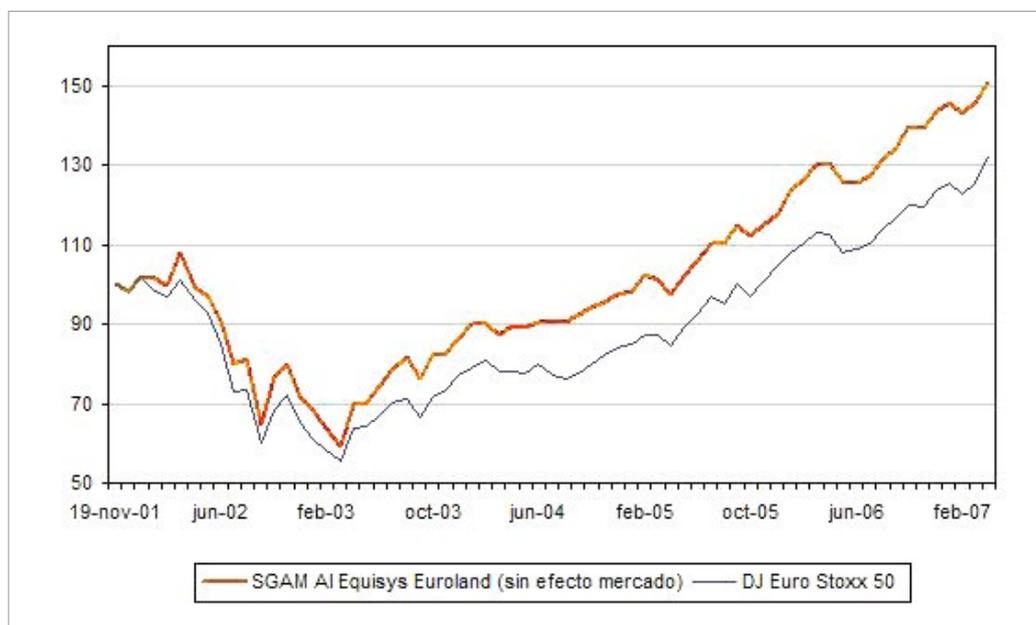
Rentabilidad SGAM Equisys Euroland vs. DJ Eurostoxx 50

	1 mes	En el año	2006	2005	2004	2003	2002
SGAM Equisys Euro	3,24%	5,00%	17,42%	15,86%	7,95%	10,06%	-2,34%
DJ Eurostoxx 50	5,54%	7,28%	18,05%	24,29%	9,39%	18,42%	-36,11%

Fuente: Ficha del fondo a 30/04/2007; base 100 diciembre 2006.

- ¿Cuál sería la manera correcta de medir la calidad de este fondo? Si eliminamos el efecto del mercado, podemos analizar cuál es el alfa que ha generado el fondo en relación a su índice. Aquí, los resultados cambian sustancialmente:

Rentabilidad SGAM AI Equisys Euroland Fund vs DJ Eurostoxx 50. (Noviembre 2001- mayo 2007)



Fuente: Bloomberg; base 100 noviembre 2001

¿Por qué es importante?

El alfa nos puede servir para juzgar si un gestor está aportando valor añadido a un fondo o no. No obstante, primero tendremos que ser conscientes del tipo de inversión que estamos buscando; si lo que buscamos es un fondo de gestión pasiva, que replique el comportamiento de un índice, el alfa será un dato irrelevante para nosotros. Pero si nuestra intención es buscar "algo más" en la gestión del fondo, si lo que queremos es primar las buenas ideas de un gestor, ahí sí será importante que hagamos un análisis del alfa, para conocer cuántos "puntos" de rentabilidad ha obtenido el gestor por encima del mercado. Una comisión de gestión alta debería ir ligada a un alfa elevado.

El concepto de alfa descansa en la idea de que la rentabilidad obtenida en un fondo puede desglosarse entre la rentabilidad que proviene de la revalorización del mercado y la rentabilidad directamente atribuible al gestor. Es también importante vigilar que el alfa sea consistente a lo largo del tiempo, para descartar que el alfa generado en un periodo de tiempo concreto sea únicamente producto de un golpe de suerte del gestor.

Beta

¿Qué es la Beta?

El coeficiente beta mide la sensibilidad del valor liquidativo de un fondo de inversión a los movimientos registrados por su índice de referencia.

Así, la beta nos indica cómo variará la rentabilidad del fondo si lo comparamos con la evolución del índice de referencia. O dicho de otra manera, la beta nos dice la exposición al mercado que está asumiendo el gestor.

¿Cómo se calcula?

La Beta de un fondo es un coeficiente que mide la volatilidad relativa de ese fondo en relación al conjunto del mercado del que forma parte, teniendo siempre en cuenta que la Beta del índice de referencia es 1,00.

$$\beta_i = \frac{Cov_{ij}}{\sigma_j^2}$$

Dónde:

β_i = Beta del fondo i.

Cov_{ij} = covarianza entre i (fondo) y j (índice).

σ_j^2 = varianza del índice.

La Beta puede presentar distintos valores:

- **Beta = 1:** Si la beta del fondo es igual a uno, su valor liquidativo se moverá igual que el índice de referencia. Si, por ejemplo, estamos invirtiendo en un fondo de renta variable española, cuyo índice de referencia es el Ibex 35 y cuya Beta es unitaria, si el Ibex 35 sube un 10%, el fondo de inversión también debería subir un 10%.
- **Beta > 1:** Si la beta del fondo es mayor que uno, eso implica que el fondo de inversión es más volátil que el índice de referencia y, por tanto, su riesgo es mayor en relación a los movimientos del mercado. El fondo de inversión subirá o bajará un porcentaje mayor de lo que lo haga el mercado. Si tuviéramos una beta de 1,5 y el índice bajara un 10%, el fondo bajaría un 15%.
- **Beta < 1:** Si la beta del fondo es menor que uno, el fondo de inversión será menos volátil que el índice de referencia; es decir, su riesgo será menor. En este caso, el fondo debería subir o bajar un porcentaje menor de lo que lo haga el mercado. Si hemos invertido en un fondo con Beta 0,5 y el mercado cae un 10%, mi fondo registrará tan sólo una caída del 5% (la mitad).

Como la beta es un dato relativo, también podemos interpretarla en forma de porcentaje. Por ejemplo, una beta de 1,10 significa que el fondo es un 10% (1,10-1,00) más volátil que el índice. Y si tenemos una beta de 0,5 esto indica que el fondo es un 50% (0,5-1,00) menos volátil que el índice.

En función de lo anterior, podemos deducir que los fondos con betas más altas son más volátiles e implican una mayor posibilidad de obtener un mayor rendimiento, aunque también entrañan un mayor riesgo y podríamos registrar mayores pérdidas.

¿Por qué es importante?

El coeficiente Beta es importante porque nos da una referencia de cómo se ha comportado históricamente nuestro fondo en relación a la evolución del mercado, señalando el riesgo que asume el fondo en relación a su índice de referencia. Puesto que es una medida de riesgo relacionada con el índice de referencia, es incluso más importante ser consciente del nivel de volatilidad del índice de referencia, o mercado en el que invierte el fondo.

Para ilustrar lo anterior, podemos citar dos fondos que invierten en renta variable de la zona euro, pero aplicando diferentes estrategias de gestión:

- **Santander Aggressive Europe:** Tiene como objetivo mantener una exposición a riesgo Renta Variable Euro superior al 100%, con un máximo de exposición en el entorno del 180% (situándose el porcentaje medio de exposición en torno al 150%). Este porcentaje se conseguirá mediante inversiones de contado y derivados sobre valores/índices. ¿Cuál es su Beta? Un 1,47, implicando una exposición media al mercado de renta variable Euro del 147%.
- **Credit Suisse IndexMatch (Lux) Euro Stoxx 50B:** Por el contrario, este fondo intenta seguir lo más fielmente posible la trayectoria del índice Dow Jones Euro Stoxx 50, y cuenta con una beta histórica de 1,01, implicando una exposición del 101% al mercado de renta variable Euro.

¿En qué se traduce esta diferente forma de gestionar y esa diferencia de Beta? Básicamente, en que en períodos alcistas del mercado el Santander Aggressive Europe será capaz de ofrecernos unas rentabilidades más jugosas. Por ejemplo en 2006 este fondo obtuvo una rentabilidad del 24,9% frente a un 17,4% que consiguió el fondo indexado de Credit Suisse AM. Pero ¡cuidado!, ello a costa de asumir un mayor riesgo, de lo cual da buena muestra la volatilidad de ambos fondos, siendo la del fondo de Santander bastante superior a la del fondo de Credit Suisse AM.

Por último, recordamos que la beta de un determinado activo está basada en su comportamiento histórico por lo que da solamente una estimación de cuál puede ser su beta en el futuro.

Capacidad máxima

¿Qué es la Capacidad Máxima de un fondo de inversión?

Cuando un fondo alcanza un volumen muy grande, existe el riesgo de que su gestión se vuelva más incómoda y que a la larga perjudique la estrategia del gestor así como el propio valor liquidativo.

Para evitar que un fondo se vea afectado por un patrimonio demasiado grande, y para que la vida comercial del fondo se alargue el máximo posible, se suele realizar un cierre "blando" o "suave" cuando el fondo alcanza el 70% de la capacidad que se considera máxima para no perjudicar su gestión. En otras palabras, se trata de no aceptar las inversiones de nuevos clientes, aunque sí nuevas aportaciones de los ya existentes. Si sigue entrando demasiado dinero, entonces el cierre pasa a ser "duro", es decir que no se acepta ninguna nueva suscripción.

Es el caso del fondo JPMorgan Highbridge Statistical Market Neutral, un exitoso hedge fund moldeado a la normativa europea, que anunció su cierre blando el 23 de mayo de 2007, después de haber sido en el primer trimestre de 2007 el segundo fondo que más patrimonio captó en Europa. En apenas ocho meses, este sofisticado producto atrajo cerca de 8.000 millones de euros en toda Europa. Un mes más tarde la gestora anunciaba un cierre "duro" del fondo, restringiendo por completo la entrada de dinero nuevo.

¿Por qué es importante?

Algunos fondos cierran, sus puertas y no vuelven a abrirlas. Es el caso de fondos que se convierten casi en leyendas, como el fondo SocGen International SICAV, uno de los vehículos de inversión en renta variable global más codiciados que cerró sus puertas a nuevas aportaciones en 2004 cuando su patrimonio había alcanzado los 1.400 millones de dólares. Con este volumen, los gestores del fondo decidieron que todavía era manejable. El fondo busca las mejores ideas globales de inversión en empresas de mediana capitalización.

SocGen Internacional SICAV. Principales datos de Rentabilidad/Riesgo a largo plazo

	Rentabilidad 5 años (anualizada)	Volatilidad 5 años (anualizada)	Máxima Pérdida 5 Años	Sharpe 5 Años
Categoría RV Global	6,39	14,92	-23,88	0,28
SocGen International Sicav	11,37	9,86	-12,08	0,85

Fuente: Morningstar; datos recabados en junio 2007.

El fondo ha estado en el primer cuartil en 6 de los últimos ocho ejercicios, situándose en el segundo cuartil los dos años restantes. Solo ha registrado pérdidas en el año 2002, cuando cayó un 3,5%, frente a una caída del 29% para el conjunto de fondos de su categoría. En 2000 y 2001 logró revalorizarse a pesar de las caídas registradas por la categoría. Con este palmarés, si abriera de nuevo sus puertas tendría muchos adeptos.

Categoría del fondo

¿Qué es la Categoría de un fondo de Inversión?

Aunque compartan ciertas características básicas, hay grandes diferencias entre las distintas categorías de fondos. Cada fondo se distingue por su política de inversión, es decir, por la intención de los gestores de invertir el patrimonio en una u otra clase de activos financieros. Tiene mucho más riesgo un fondo que sólo esté invertido en valores de renta variable emergente, que otro que invierta en letras del tesoro. Por lo tanto, es importante que el ahorrador sepa exactamente cuál es la política de inversión del fondo donde tiene pensado adquirir participaciones, para poder determinar el nivel de riesgo que asume, así como el horizonte temporal de su inversión.

¿Cómo se clasifican los fondos?

La clasificación de fondos por categorías puede detallarse tanto por tipo de activo, como por área geográfica, estilo de gestión, etc. La clasificación por categorías tiene su importancia de cara a los premios y los rankings, pero esto es algo que debe preocupar más a la gestora del fondo que al ahorrador. Una clasificación básica por categorías, sería la siguiente:

Fondos Monetarios

Invierten en instrumentos financieros del mercado monetario como letras del tesoro, pactos de recompra de deuda pública (repos) y pagarés de empresa, con vencimiento inferior a dieciocho meses. La rentabilidad de estos fondos está muy relacionada con los tipos de interés a corto plazo. Se trata de fondos con muy poca volatilidad y especialmente indicados para los inversores muy conservadores.

Fondos de Renta Fija

Son fondos que invierten en bonos y obligaciones del Estado, así como en renta fija privada (deuda emitida por compañías) y letras del tesoro. El vencimiento medio de los activos que componen estos fondos es mayor que el de los monetarios, situándose entre uno y treinta años. Cuanto más lejano en el tiempo está el vencimiento de un bono o de una obligación, más incertidumbre habrá sobre la evolución de los tipos de interés hasta esa fecha, por lo que el precio de dichos activos se comportará de manera más volátil. Los fondos de renta fija pueden ser muy volátiles y registrar pérdidas, tanto como los de renta variable.

Fondos Mixtos

El inversor en esta categoría de fondos tiene por objetivo diversificar el riesgo invirtiendo en dos clases de activos en un mismo fondo- renta fija (RF) y variable (RV)- a través de una cartera que le permita mitigar la mayor volatilidad de los activos de renta variable. Los fondos mixtos pueden tener una exposición baja, media o alta a renta variable. Generalmente, se subclasifican en: 30% RV/70% RF (mixtos conservadores), 50% RV/50% RF (mixtos equilibrados) y 70% RV/30% RF (mixtos agresivos)

Fondos de Renta Variable

Son fondos que invierten mayoritariamente en acciones cotizadas en las bolsas de las principales plazas financieras del mundo. Su evolución por tanto está ligada al comportamiento de los mercados bursátiles. La volatilidad de estos fondos es mayor que la de los de renta fija, por lo que el inversor debe ser capaz de soportar pérdidas importantes en el corto plazo atraído por la posibilidad, igualmente, de obtener mayores ganancias en el largo plazo.

Categorías de fondos por tipos de activos

Categoría	Número de fondos	Subcategoría	Número de fondos
Fondos Renta Variable	3.659	Renta Variable Sectorial	523
		Renta Variable Global	508
		Renta Variable Europa	486
		Renta Variable Norteamérica	433
		Renta Variable Garantizados	348
		Renta Variable Otros Países	347
		Renta Variable Pequeña Empresa	247
		Renta Variable Japón	218
		Renta Variable Zona Euro	172
		Renta Variable Asia Pacífico	169
		Renta Variable España	129
		Renta Variable Latinoamérica	52
		Renta Variable BRIC	18
		Renta Variable Singapur	9
		Fondos Renta Fija	1.627
Renta Fija Euro	320		
Renta Fija Garantizados	250		
Renta Fija Corto Plazo	236		
Renta Fija USD	194		
Renta Fija Europa	122		
Renta Fija Otras Divisas	110		
Renta Fija Asia Pacífico sin Japón	12		
Renta Fija Asia Pacífico	6		
Renta Fija Escandinavia	3		
Renta Fija Latinoamérica	3		
Renta Fija Norteamérica			
Fondos Mixtos	1.106	Mixtos Renta Variable	312
		Mixtos Renta Fija	287
		Mixtos Garantizados	236
		Mixtos Flexibles	185
		Mixtos Dinámicos	76
		Mixtos Estilo de Vida	9
		Mixtos Europa Central	1
Fondos Mercado Monetario	526	Monetarios	321
		Dinero Plus	183
		Dinero GBP	14
		Dinero Global	5
		Dinero Europa	3
Fondos Derivados	227	Mixtos Gestión Dinámica	121
		Monetario Dinámico	73
		Derivados Gestión	23
		Alternativa	7
		Derivados Materias Primas	2
		Derivados Divisas	1
Otros	120	Rentabilidad Absoluta	87
		Protección Activa	33
Convertibles	49	Convertible Global	24
		Convertible Europa	14
		Convertible Zona Euro	9
		Convertible Asia sin Japón	2

Fuente: Morningstar, en base a los 7314 fondos registrados en España en junio 2007.

Fondos de Inversión Libre o "Hedge Funds"

Persiguen rendimientos absolutos en lugar de rendimientos relativos, utilizando técnicas de inversión financiera no permitidas por los fondos tradicionales. La inversión libre está autorizada en España a través de dos tipos de fondos: los Directos de Inversión Libre, en los que el límite mínimo de inversión son 50.000 € y otra categoría distinta, los Fondos de Fondos, donde no hay un límite mínimo de inversión. Los Directos son para los inversores institucionales o cualificados, mientras que los Fondos de Fondos de Inversión Libre están destinados a los inversores particulares.

Fondos Garantizados

Los fondos garantizados aseguran una rentabilidad al partícipe que mantiene la inversión durante un plazo de tiempo determinado. Para ello, el inversor debe comprar participaciones del fondo en el periodo de suscripción y mantener la inversión hasta el vencimiento del fondo. Si el partícipe abandona el fondo antes del plazo estipulado, pierde la garantía. El patrimonio está mayoritariamente invertido en renta fija con el fin de garantizar el capital a vencimiento. La pequeña parte restante se invierte en derivados que, mediante el pago de una prima, permiten el apalancamiento de la inversión para obtener la revalorización pactada del activo de referencia. Cuanto menor sea el capital garantizado, mayor es la cantidad destinada a la compra de derivados, por lo que se puede ofrecer una mayor participación en la revalorización del activo de referencia.

Existen varias clases de fondos garantizados.

- **Fondos garantizados tradicionales:** la gestora garantiza al partícipe una revalorización mínima al final de un plazo determinado.
- **Fondos garantizados con pago de rentas periódicas:** la gestora garantiza el pago de una renta periódica y la cantidad invertida al final del periodo.
- **Fondos garantizados referenciados a un índice bursátil:** siempre se garantiza un porcentaje (entre el 85% y el 100%) de la inversión inicial, aunque baje el índice bursátil de referencia. Si éste sube, el partícipe recibe un porcentaje del incremento que experimente dicho índice durante el periodo garantizado.
- **Fondos garantizados con barrera:** garantizan al inversor un porcentaje del capital invertido, más un porcentaje de la revalorización de uno o varios índices, con un tope máximo de rentabilidad.
- **Fondos garantizados cliquet:** garantizan al inversor un porcentaje del capital invertido, más un porcentaje de la revalorización sobre el índice o activo de referencia. El fondo está mayoritariamente invertido en Renta Fija, mientras que una pequeña parte se dedica a comprar una opción "cliquet con barrera", mediante la cual se van consolidando rentabilidades parciales durante cada año, por lo que ya no se pierden, y al final se suman para calcular la rentabilidad final.

A modo de conclusión, cabe destacar que la clasificación de un fondo en una categoría específica no queda siempre muy clara, por lo que es recomendable leer bien la ficha para entender en qué clase de activos está invirtiendo el fondo.

Código ISIN

¿Qué es el Código ISIN?

El Código ISIN es un código único alfanumérico de 12 caracteres que identifica internacionalmente una emisión o un instrumento financiero.

¿Cómo se define?

ISIN es un acrónimo que corresponde a las palabras: International Securities Identification Numbering System.

El código ISIN tiene como finalidad identificar de forma unívoca a un valor mobiliario a nivel internacional. Se compone de 12 caracteres alfanuméricos con la siguiente estructura:

- Los dos primeros corresponden al código del país de la agencia de codificación que asigna el código según se trate de valores de renta fija, variable, ADRs, etc.
- Los siguientes nueve caracteres contienen el código nacional de identificación del valor en cada país. La estructura y tamaño de este código quedan al criterio de la agencia de codificación nacional.
- El último carácter es un dígito de control.

En España la CNMV, a través de la Agencia Nacional de Codificación, asigna código ISIN a los distintos productos: acciones, futuros, opciones, participaciones en fondos de inversión...

Tomemos el ISIN del fondo Pioneer Top European Players C (LU0119426103) para analizar su estructura:

LU	011942610	3
Código de país (1)	Código nacional (2)	Dígito de control (3)

(1) Código de país: los dos primeros caracteres constituyen un prefijo alfabético que identifican las siglas del país al que pertenece el emisor del valor. Algunas de las que veremos con más frecuencia en los fondos de inversión comercializados en España son:

ES: España

LU: Luxemburgo

GB: Gran Bretaña

FR: Francia

IE: Irlanda

(2) Código nacional: los siguientes 9 caracteres son un código de identificación del valor en cada país. Indica la categoría de valor de que se trata (un fondo, una acción,...), la emisión y el emisor.

(3) Dígito de control: se calcula a partir del valor de los 11 caracteres anteriores, a través de la aplicación de una fórmula.

¿Por qué es importante?

En 1989, el Grupo de los Treinta recomendaba la utilización del estándar internacional ISO 6166 (código ISIN), para la identificación de los valores mobiliarios. El código ISIN identifica unívocamente a un valor mobiliario a nivel internacional, y ha tenido gran acogida, de modo que todos los mercados importantes del mundo lo han incorporado a sus procesos de liquidación y custodia.

Para el inversor, puede ser de gran utilidad, ya que debido a la gran cantidad de fondos de inversión existentes en el mercado, a veces puede resultar complicado encontrar el que estamos buscando. El código ISIN es como el "DNI" de los fondos, y podemos utilizarlo para localizar un determinado fondo tanto en prensa como en buscadores financieros. ¡Con el ISIN nunca nos equivocaremos!

Comisión de éxito

¿Qué es la comisión de éxito?

La comisión de gestión de un fondo es aquella que cobra la sociedad gestora por el conjunto de los servicios prestados al mismo. Puede calcularse en función del patrimonio y/o de los rendimientos obtenidos. Si la comisión de gestión se cobra sobre los resultados obtenidos, se denomina gestión de éxito.

¿Cómo se define?

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, hace referencia en su artículo 8 a las comisiones de los fondos, estableciendo que las sociedades gestoras podrán percibir de los fondos comisiones de gestión, y que estas comisiones se fijarán:

- Como un porcentaje sobre el patrimonio del fondo.
- Como un porcentaje sobre el rendimiento del fondo.
- Como una combinación de las variables anteriores.

En el folleto se deberán recoger la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones.

El R.D. 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de IIC, establece los siguientes límites máximos para las comisiones de gestión:

- Si se calcula sólo en función del patrimonio del fondo, el 2,25% del mismo.
- Si se calcula sólo en función de los resultados, el 18% de los mismos.
- Cuando se utilizan ambas variables, el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados.

En el Reglamento se introduce una novedad: la obligatoriedad de la práctica conocida como high watermark (marca de agua) en las comisiones sobre resultados (comisión de éxito). El RIIC exige que no se cobren comisiones sobre resultados hasta que no se supere el mayor valor liquidativo alcanzado por el fondo de inversión en los últimos tres años. Este cómputo puede ser individual, en cuyo caso será el mayor nivel del valor liquidativo alcanzado por la IIC desde que el inversor suscribió el fondo. ¿Por qué se establece este límite? Muy sencillo, para evitar que el partícipe pague dos veces. La denominada "marca de agua", que ha adoptado la legislación española, consiste en no permitir que la gestora cobre la comisión cuando el fondo no haya superado su valor liquidativo máximo después de un descenso. La "marca de agua" ayuda a reducir la volatilidad, porque el gestor se esfuerza por no perder.

Pongamos un ejemplo: Un inversor ha adquirido participaciones a 10 euros; pasado 1 año, el fondo tiene un valor liquidativo de 15 euros, por lo que se cobraría comisión de éxito. A continuación, el fondo empieza a ir mal, y baja a 9 euros. Si posteriormente vuelve a recuperar, y llega de nuevo a 13 euros, en teoría el partícipe tendría que volver a pagar, ya que se ha superado el mayor valor liquidativo. Bien, pues la "marca de agua" impide que este partícipe vuelva a pagar comisión de éxito, y el valor de referencia sigue estando fijado en los 15 euros por los que pagó la primera vez.

¿Por qué es importante?

En nuestro país el método más utilizado es el cobro de la comisión de gestión sobre el patrimonio del fondo, si bien algunos productos nuevos, normalmente de alto riesgo, comienzan a aplicar la comisión sobre resultados o fórmulas mixtas.

La comisión de éxito existe desde hace muchos años en nuestro ordenamiento, pero en nuestro país pocos fondos la emplean. Aproximadamente sólo un 10% de los fondos de entidades españolas aplican esta fórmula de cálculo.

¿Cuál es el motivo?

Uno de ellos podría ser el tipo de inversor predominante en España; las comisiones de éxito tienen sentido sobre todo en los fondos de renta variable, pero en nuestras fronteras los productos que mayor arraigo han tenido tradicionalmente son aquellos incluidos en las categorías más conservadoras, como los fondos garantizados, o los de renta fija a corto plazo.

Además, a pesar de que estas comisiones son una buena opción para los inversores, desde el punto de vista de las gestoras no siempre serían viables. Imaginemos un fondo indexado al Ibex 35 en una fase de mercado bajista como la que caracterizó el mercado entre los años 2000-2002. Con comisiones sobre resultados, este fondo, por ejemplo, no hubiera cobrado nada, y no hay que olvidar que las gestoras cuentan con unos costes fijos, que deben cubrir independientemente de los resultados del fondo: remuneración de la red comercial, sueldo de los gestores, etc. En cambio, a partir de 2003, cuando se inicia la recuperación de las Bolsas, la situación cambia radicalmente, y prácticamente sin hacer nada, casi todas las gestoras habrían obtenido jugosas comisiones de éxito, un éxito debido fundamentalmente al efecto del mercado.

Obviamente, desde el punto de vista del inversor la comisión de éxito es una fórmula perfecta, ya que sólo se cobrará cuando el fondo obtenga rentabilidad positiva. Además, la comisión de éxito supone también un aliciente para los gestores, que obtendrán un "buen bono" a fin de año si su fondo obtiene buen un comportamiento, lo cual les hará esforzarse en mayor medida para conseguir esos buenos resultados.

En España, algunos de los fondos que cobran comisión de éxito son el Santander Dinámico Alternativo, que cobra un 1,50% sobre el patrimonio más un 10% sobre beneficios, o el BBVA Bolsa Ibex Quant, con una comisión sobre patrimonio del 1,35% y el 9% de comisión de éxito.

En el último año, se han creado más de 50 fondos que ya incluyen comisión de éxito, por lo que parece que estamos asistiendo a un cambio en la tendencia en lo que a las comisiones de gestión de los fondos se refiere.

Comisión de gestión

¿Qué es la comisión de gestión?

La comisión de gestión de un fondo es aquella que cobra la sociedad gestora por el conjunto de los servicios prestados al mismo. Puede calcularse en función del patrimonio y/o de los rendimientos obtenidos.

¿Cómo se define?

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, hace referencia en su artículo 8 a las comisiones de los fondos, estableciendo que las sociedades gestoras podrán percibir de los fondos comisiones de gestión, y que estas comisiones se fijarán:

- Como un porcentaje sobre el patrimonio del fondo.
- Como un porcentaje sobre el rendimiento del fondo.
- Como una combinación de las variables anteriores.

En el folleto se deberán recoger la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones.

El R.D. 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de IIC, establece los siguientes límites máximos para las comisiones de gestión:

- Si se calcula sólo en función del patrimonio del fondo, el 2,25% de éste.
- Si se calcula sólo en función de los resultados, el 18% de los mismos.
- Cuando se utilizan ambas variables, el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados.

Se trata de una comisión implícita, ya que se descuenta diariamente del valor de la participación. Es una comisión que se cobra al fondo, no al partícipe.

¿Por qué es importante?

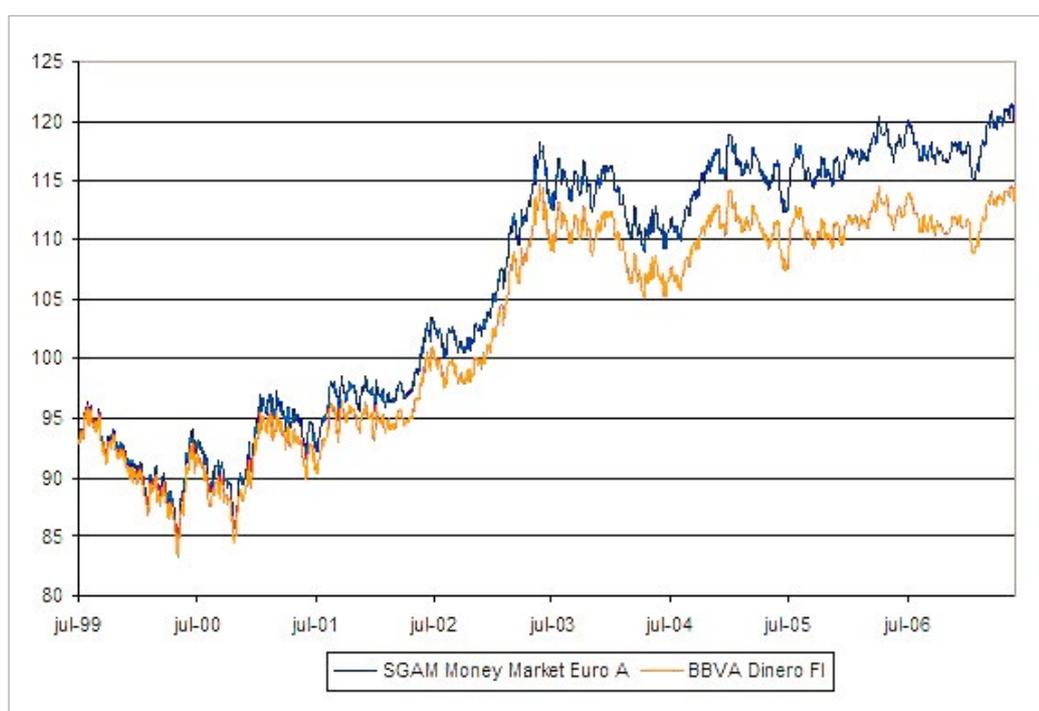
En nuestro país el método más utilizado es cobrar la comisión de gestión sobre el patrimonio del fondo. La inmensa mayoría de los fondos venía utilizando esta fórmula hasta el momento, si bien la aparición de nuevas categorías de fondos, como los fondos de inversión libre o "hedge funds", y la cada vez mayor competencia en el campo de los fondos de inversión, hace que estén empezando a tomar fuerza las comisiones cobradas sobre los resultados del fondo.

La comisión de gestión es un factor que debemos tener muy presente, ya que es un coste que va a suponer una menor rentabilidad para mi inversión.

Según un estudio reciente efectuado por Pablo Fernández, profesor del IESE (Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991 - 2006), sólo las comisiones explícitas de los fondos se comieron un 31% de la rentabilidad generada por los mismos, en el periodo que comprende el estudio. En este periodo, los fondos de inversión españoles lograron una apreciación de 28.013 millones de euros, y los gastos y comisiones repercutidas (gastos de gestión, depósito suscripción y reembolso) ascendieron a 12.805 millones de euros. Es decir, que sin dichas comisiones, la apreciación hubiera sido de 40.818 millones de euros, ¡jehen la cuenta!

La importancia de la comisión de gestión no es la misma en todas las categorías de fondos. Por ejemplo, en el caso de los fondos monetarios, es un factor determinante. ¿A qué puede deberse la diferencia de rentabilidad entre dos fondos de la misma categoría (Mercado Monetario Euro) como el SGAM Money Market Euro A y el BBVA Dinero? El SGAM Money Market Euro A tiene una rentabilidad en el 2006 de 2,5%, frente al 1,8% del BBVA Dinero. Al margen de las pequeñas diferencias en cuanto a su política de inversión, mucho tiene que ver su comisión de gestión, ya que el fondo de SGAM cobra tan sólo un 0,30% de comisión de gestión, frente al 1% que cobra el monetario de BBVA. Cuando hablamos de fondos de bajo riesgo y rentabilidades ajustadas, sí es importante echarle un vistazo a las comisiones de gestión, ya que probablemente en este detalle radique la posibilidad de obtener una rentabilidad más interesante.

Rentabilidad SGAM Money Market Euro vs BBVA Dinero FI. (Julio 1999-mayo 2007)



Fuente: Bloomberg; base 100 julio 1999.

Cuando invertimos en renta variable, la comisión de gestión sigue siendo importante, pero pasa a un segundo plano. Así, si queremos invertir en renta variable latinoamericana, lo más importante será dar con un buen gestor, que sepa conseguir un buen comportamiento para mi inversión, y si lo consigue, poco nos importará pagar un 2,25% de comisión de gestión.

Ahora bien, eso no significa que debamos olvidarnos de las comisiones de gestión que cobra cada fondo. Existen muchos fondos en el mercado español que cobran la comisión de gestión más alta permitida por nuestro ordenamiento, y sin embargo su comportamiento es mucho peor que el índice de referencia. Es decir, que podríamos haber conseguido resultados superiores sin tener ningún conocimiento especial del mercado, por ejemplo, comprando un fondo indexado con unas comisiones de gestión mucho más bajas. Los fondos que hacen una gestión pasiva suelen tener comisiones de gestión mucho más ajustadas. Tienen la ventaja de ser más baratos, y el defecto de generar poco alfa.

Conclusión: si está usted pagando un alto coste por que le gestionen su fondo, exija que el gestor haga su trabajo y justifique con excelentes resultados ese plus de comisión que le cobra.

Comisiones de suscripción y reembolso

¿Qué son las comisiones de suscripción y reembolso?

La definición de estas comisiones es muy sencilla:

- **Comisión de suscripción:** Es la comisión que se cobra al comprar un fondo de inversión.
- **Comisión de reembolso:** Es la comisión que se cobra al vender un fondo de inversión.

¿Cómo se define?

Las comisiones de suscripción y reembolso son comisiones explícitas, ya que no se cobran al fondo, sino al partícipe de forma individual.

Según establece el R.D. 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de IIC, estas comisiones no podrán ser superiores al 5% del valor liquidativo de las participaciones, y se cobran en el momento en que se realiza la operación, como un porcentaje del importe suscrito o reembolsado y deduciéndose de éste.

Estas comisiones suponen una retribución adicional para la gestora, que puede optar por cobrarlas o no. Su efecto sobre la rentabilidad puede llegar a ser tan apreciable que suelen usarse como mecanismo para desincentivar la entrada o salida de partícipes.

En ocasiones, la gestora cede al fondo una parte de la cantidad percibida; es lo que se denomina comisión de descuento a favor del fondo, y beneficia a los partícipes que se encuentran en el mismo.

¿Por qué es importante?

Estas comisiones no suelen ser habituales en España, pero cuando se cobran, representan un porcentaje considerable, que va a afectar directamente a la rentabilidad de la inversión.

La comisión de suscripción/reembolso sí se cobra de forma casi unánime en los fondos garantizados, cuando se suscriben o reembolsan las participaciones de los mismos fuera de las ventanas habilitadas expresamente al efecto. Analicemos esto con mayor detalle:

- **Comisión de suscripción:** Los fondos garantizados tienen un periodo inicial de comercialización, durante el cual se pueden suscribir participaciones sin ningún coste adicional. Fuera de dicho periodo, también se puede comprar el fondo, pero a menudo se debe hacer frente a la comisión de suscripción y además el partícipe que entra fuera del plazo no está amparado por la garantía que otorga el fondo. Por estos motivos, no es nada recomendable suscribir un fondo garantizado fuera del periodo inicial de comercialización.
- **Comisión de reembolso:** Para rescatar las participaciones de un fondo garantizado, igualmente suelen especificarse en el folleto del fondo las condiciones para el reembolso. Tradicionalmente, sólo se puede rescatar el fondo en una fecha determinada, que coincide con la fecha de finalización de la garantía; si el cliente reembolsa anticipadamente, se verá penalizado con una importante comisión de reembolso, generalmente el 5%, el máximo permitido legalmente.

Esto constituye una de las principales desventajas de los fondos de inversión garantizados, ya que obligan al partícipe a estar invertido durante largos periodos de tiempo: 3, 5 o incluso 10 años, sin poder disponer de su capital, o a expensas de sufrir las comisiones de reembolso para rescatar el mismo antes de tiempo. Por ello, últimamente se ha podido apreciar un cambio en las políticas de reembolso de los fondos garantizados y se han flexibilizado en gran medida estas restricciones. Así, ya son muchos los fondos que no cobran dicha comisión si se rescata anticipadamente, aunque se pierde la garantía; o que al menos habilitan ventanas en determinadas fechas en las que poder retirar total o parcialmente la inversión.

Pongamos un ejemplo real de un fondo garantizado, donde se comprueba el impacto de estas cuestiones.

El fondo Santander 150 Aniversario FI Acc es un fondo garantizado, con fecha de vencimiento 16-02-2010. Su período de comercialización se extiende hasta el 12-07-2007. Según se especifica en su folleto, la comisión de suscripción y reembolso será de un 5%, desde el 19-06-07. Asimismo, se dice que únicamente se podrá proceder al reembolso o traspaso de participaciones sin comisión de reembolso del 5%, los días 23-06-08, 23-06-09, 23-06-10 y 23-06-11, aplicando el valor liquidativo de dichas fechas y perdiéndose la garantía.

Aunque este tipo de fondos son los que más frecuentemente cobran las comisiones de suscripción/reembolso, no son los únicos casos.

Algunas gestoras también establecen una comisión de salida para el conjunto de sus fondos, para disuadir del reembolso de participaciones en los primeros meses de inversión. Un ejemplo lo constituye BBVA, cuyos fondos tienen en su mayoría una comisión de reembolso del 2% sobre las participaciones reembolsadas con una antigüedad inferior a tres meses.

En otras ocasiones, es el comercializador el que, en los casos en los que lo autoriza la legislación, cobra una comisión en las suscripciones de fondos. En España esta opción no es muy frecuente en la práctica, pero en otros países europeos está a la orden del día. En relación a este tema, es importante aclarar una cuestión que es objeto de consulta frecuente por parte de los inversores: ¿Por qué existen varios fondos con el mismo nombre, cambiando únicamente la letra final?. Por ejemplo, si buscamos el fondo Fidelity European Fund, nos encontramos con dos alternativas:

- Fidelity European Fund E
- Fidelity European Fund A

¿Cuál escoger? La diferencia entre estos dos fondos estriba en las comisiones que cobran; el E tiene una comisión de gestión de 2,25% y el A del 1,50%. Pero además, en el A existe la opción de cobrar una comisión de suscripción máxima de hasta el 5%. Esta comisión puede cobrarla o no el comercializador, es potestativo, y encontraremos unas entidades que la cobran y otras que no.

¿Por qué esta dualidad de comisiones, y cuál es preferible? Esto tiene que ver mucho con la tipología de inversor. En algunos países, existe mayor tradición a la hora de combinar una comisión de gestión más baja con una comisión de entrada, y los partícipes no se suelen extrañar al encontrarse con esta fórmula.

Pero en otros países, como es el caso de España, el inversor no suele estar acostumbrado a “pagar” por comprar un fondo; en cambio, no suele estar tan atento a la comisión de gestión que es una comisión implícita en el valor liquidativo. Al no verla, es menos “dolorosa” de pagar.

Determinar qué opción es mejor va a depender también del horizonte temporal de la inversión; si prevemos estar invertidos en el mismo fondo durante un periodo de tiempo muy prolongado, a lo mejor compensa pagar menos comisión de gestión, lo que va a repercutir en la rentabilidad del fondo año a año, y abonar a cambio la comisión de entrada. Sin embargo, si prevemos invertir a corto plazo, probablemente no compensará pagar esa comisión de entrada y será preferible elegir el fondo con la comisión de gestión más alta.

Cuartiles

¿Qué es un cuartil?

Los gestores de fondos suelen tener entre sus objetivos de final de año quedar en el primer cuartil de su categoría en los rankings de rentabilidad. Esto, que puede sonar raro, es simplemente una forma de clasificar los fondos según su rentabilidad se haya situado en el primer 25% de la categoría (primer cuartil), entre el 25% y el 50%, segundo cuartil, y así sucesivamente.

La pertenencia de un fondo al primer cuartil es tanto más valiosa cuanto más largo sea el periodo estudiado. No tiene el mismo valor haber quedado en el primer cuartil en el último año, que haberlo conseguido durante tres años consecutivos, y mucho mejor si son cinco, que en teoría completa un ciclo entero de mercado.

¿Cómo se calcula?

Los cuartiles permiten la división del ranking en cuatro, es decir, se divide el número total de fondos que cubren una misma categoría, entre cuatro.

Por ejemplo, si se analiza los fondos que invierten en compañías europeas, y se cuenta con un universo de 100 fondos, los 25 con mejor rentabilidad se situarían en el cuartil número 1, los 25 siguientes en el cuartil número 2, y así sucesivamente.

En realidad, la categoría Renta Variable Europea contaba con 346 fondos registrados en el año 2006. Por tanto, los que consiguieron estar entre los 86 primeros por rentabilidad pertenecen al primer cuartil. En realidad lo interesante no es llegar a esta posición, sino mantenerse. Por tanto los fondos estrella son aquellos que han conseguido mantenerse en el primer cuartil de una categoría al menos tres años consecutivos, lo idóneo es hacerlo durante todo un ciclo de mercado (cinco años). Partiendo de los mejores fondos de la categoría en 2006, obtenemos el siguiente ranking.

Ranking Fondos Renta Variable Europea 2006. Revalorizaciones anuales en %

	2006	2005	2004	2003	2002
RV Europa	18,1	25,0	10,9	0,9	-28,4
DekaLux-MidCap TF A	36,9	43,3	12,6	24,4	-38,6
Ranking	1/346	2/312	103/278	7/237	199/205
Cuartil	1º	1º	2º	1º	4º
Resolution Int Arg Eur Alpha I €	32,12				
Ranking	2/346				
Cuartil	1º				
Oddo Europe Mid Cap A	30,91	31,13	24,32	28,98	-16,95
Ranking	3/346	28/312	2/278	3/237	11/205
Cuartil	1º	1º	1º	1º	1º
Baring Europa \$	30,55	31,15	8,46	10,58	-29
Ranking	4/346	27/312	184/278	116/237	96/205
Cuartil	1º	1º	3º	2º	2º
Ed Roths Europe Mid Caps A	30,11	32,75	16,7	29,14	-24,39
Ranking	5/346	19/312	36/278	2/237	48/205
Cuartil	1º	1º	1º	1º	1º

Fuente: Morningstar.

Los cinco fondos de la tabla tuvieron un excelente año 2006, batiendo con soltura a su categoría. Uno de los fondos solo tiene un año completo de existencia, por lo que su ranking no es relevante. Lo realmente interesante es que dos de los cinco fondos han conseguido mantenerse en el primer cuartil cinco años seguidos, incluyendo 2002, en el que los fondos de renta variable europea cayeron de media un 28%.

¿Por qué es importante?

Este criterio debería servir para comparar el tiempo de permanencia del fondo en cada cuartil, y la regularidad en el ranking. Así, un fondo que siempre se haya mantenido en el primer cuartil, siempre se ha mantenido en las primeras posiciones de su grupo y, por lo tanto, se ha comportado consistentemente mejor que la media. La pertenencia a uno y otro cuartil no debería ser tenida en cuenta para periodos inferiores a un año.

Decil de un fondo de inversión

¿Qué mide un decil de un fondo de inversión?

Cada categoría de fondos tiene muchos representantes. En renta variable americana, por ejemplo, existen más de cuatrocientos fondos registrados en la CNMV. Si dividimos estos cuatrocientos fondos por cuartiles de rentabilidad (25%), medida generalmente reflejada en las fichas de los fondos, nos estaríamos quedando con los cien mejores. Todavía son demasiados.

Sin embargo, si dividimos esos cuatrocientos fondos por deciles de rentabilidad, nos estaremos quedando con el 10% que lo ha hecho mejor. Los cuarenta primeros fondos por rentabilidad representan el primer decil y serán la crema de los fondos de esa categoría, en especial, si repiten puesto en el primer decil para varios periodos de rentabilidad (1 año, 3 años y 5 años, por ejemplo).

¿Cómo se calcula?

Para cada periodo estudiado, debemos ordenar la lista de fondos de una misma categoría de mejor a peor rentabilidad. Una vez ordenada la lista, se divide en diez tramos con el mismo número de miembros. Cada uno de estos diez tramos es un decil. Las fichas de fondos y en especial, los proveedores de análisis cuantitativo de fondos hacen este trabajo por nosotros, y generalmente nos muestran el puesto absoluto y relativo (en tanto por ciento), del fondo respecto a su categoría.

Muestra de fondos de renta variable americana. Posición absoluta y relativa por rentabilidad

Fondo	1 Año	3 Años	5 Años
Categoría RV Norteamérica	404 fondos registrados	334 fondos registrados	259 fondos registrados
AB American Growth A	370/92%	264/79%	229/88%
AB American Value Portfolio A\$	177/44%	191/57%	123/47%
Aberdeen Global Opp A2 Acc	90/22%	96/29%	133/51%
Alger American Asset Growth B	1/1%	18/7%	81/31%
American Equities at Work C	216/53%	153/46%	83/32%

Fuente: Morningstar; datos recabados en junio 2007.

En la tabla hemos seleccionado algunos fondos de RV Norteamericana que aparecen en primer lugar por orden alfabético. La mayor parte están en la parte media del ranking total de fondos por rentabilidad con excepción del fondo Alger American Asset Growth, que aparece en el primer decil tanto a un año (1% mejor), como a tres años 7% mejor. A cinco años el comportamiento no es tan bueno, situándose en el tercer decil (31% mejor).

¿Por qué es importante?

En realidad es suficiente que un fondo se sitúe en el primer cuartil (25% mejor por rentabilidad) de forma consistente en el tiempo para asegurarnos que se trata de un buen fondo. Si además, encontramos fondos que consiguen acaparar los primeros dos deciles de rentabilidad en plazos largos, estamos ante lo mejor de cada categoría. En ocasiones hay que preguntarse por qué el comportamiento es tan bueno. Las comparativas pueden no ser del todo justas.

Tabla de rentabilidad del fondo BK Índice América (Gesbankinter)

	Rentabilidad 1 Año	Rentabilidad 3 Años	Rentabilidad 5 Años
BK Índice América	18,44%	35,59%	35%
Categoría RV Norteamérica	11,72%	24,18%	-5,89%
Ranking en la categoría	6/404	39/334	2/259
Porcentaje en la categoría	1%	12%	1%
Cuartil	1	1	1
Decil	1	2	

Fuente: Morningstar; datos recabados en junio 2007.

El comportamiento de este fondo indexado es extraordinario. La baja comisión de gestión (0,60%) puede ser una de las claves de su éxito.

Divisa

¿Qué es la divisa de un fondo?

La divisa del fondo es la moneda en la cual se encuentra denominado el fondo de inversión. Es, ni más ni menos, la moneda en la que queda "traducido" el valor de todas las inversiones de la cartera del fondo, y en la cual se expresa el valor liquidativo del mismo.

¿Cómo se define?

En muchas ocasiones, la divisa del fondo será coincidente con la del mercado en el que invierte. Por ejemplo, un fondo que invierte en compañías estadounidenses y que está denominado en dólares. En otras ocasiones, bien por la diversidad geográfica del fondo -supongamos un fondo que invierte en Europa, EEUU, Japón y Australia-, bien por las dificultades de convertibilidad de la divisa -un fondo que invierte en renta variable china-, se hace necesario elegir una divisa concreta y adecuada -generalmente, el dólar o el euro- como divisa base del fondo.

La divisa del fondo es un dato que siempre viene reflejado en la ficha del fondo, y las más frecuentes que nos encontraremos son:

- **EUR:** euro
- **USD:** dólar americano
- **GBP:** libra esterlina
- **JPY:** yen
- **AUD:** dólar australiano
- **CAD:** dólar canadiense
- **DKK:** corona danesa
- **SEK:** corona sueca
- **HKD:** dólar hongkonés
- **CHF:** franco suizo

¿Por qué es importante?

A la hora de invertir es muy importante tener en cuenta el tema de la divisa, ya que va a suponer una fuente de riesgo adicional para mi inversión. Por ello, deberemos invertir en otras divisas sólo en determinados casos:

- Si creemos que una divisa está claramente infravalorada con respecto al euro y queremos aprovechar esta circunstancia.
- Si creemos que la divisa está sobrevalorada, pero el potencial de revalorización del mercado o sector en el que queremos invertir nos compensa sobradamente.

Si queremos invertir en divisas distintas del euro, podemos seguir dos estrategias:

- Jugar sólo a la revalorización de la divisa. En ese caso, nos decantaremos por activos de bajo riesgo, en los que el factor que va a ser determinante en mi rentabilidad va a ser la divisa. Podemos invertir, por ejemplo, en el JPMF US Dollar Enhanced Yield D (USD) si apostamos por el dólar o en el Skandia SEK Reserve A si creemos que la corona sueca está infravalorada con respecto al euro.
- Conseguir una rentabilidad extra combinando potencial de mercado y divisa atractiva.

Es conveniente saber que, aunque un fondo esté denominado en euros, ello no significa que esté exento del riesgo de divisa. Veamos un ejemplo: el fondo Templeton Global Total Return N lo podemos encontrar bajo 3 modalidades:

- **Templeton Global Total Return N \$** (LU0170477797)
- **Templeton Global Total Return N €** (LU0260870745)
- **Templeton Global Total Return N € H** (LU0294221253)

En el primer caso, queda claro que el fondo está en dólares y que, por tanto, estamos asumiendo riesgo divisa. Pero un error muy frecuente en el que incurren los inversores es pensar que si invierten en la segunda opción, no incurren en el riesgo divisa. Nada más lejos de la realidad, lo cierto es que el riesgo es el mismo en ambos casos.

Si compro el primer fondo, será la entidad depositaria la que deberá determinar el tipo de cambio a aplicar, para hacer la conversión a euros y que podamos ver la información integrada en nuestra cuenta de valores.

Si invertimos en el segundo de los fondos, es la propia gestora la que hace la conversión, y ofrece el valor liquidativo directamente en euros. Pero si se produce una depreciación del dólar, no debo olvidar que ello lastrará el comportamiento de mi inversión, ya que al fin y al cabo, estoy invirtiendo en activos en dólares. La denominación en euros será una ventaja simplemente a efectos prácticos, ya que nos facilita el seguimiento de nuestro fondo puesto que en algunos buscadores se muestra la rentabilidad del fondo en dólares y en otros en euros, y ello hace difícil a veces tener una idea clara de la rentabilidad real de mi inversión, pero no nos deja al margen de la evolución de la divisa.

Únicamente podremos olvidarnos del riesgo divisa en el caso de que compremos el último de los fondos. En este caso, el fondo cuenta con cobertura -hedge, que se identifica por la letra H al final del nombre-, la cual se puede llevar a cabo por parte de la gestora a través de distintas estrategias. Así, si el dólar se deprecia, no tendremos que preocuparnos; pero igualmente, si la divisa se aprecia tampoco quedará recogido el beneficio procedente de dicha revalorización.

¿Qué estrategia debemos seguir? La respuesta es sencilla: dependerá de las previsiones que tengamos acerca de la evolución de una divisa y del riesgo que queramos asumir. Si queremos centrarnos en el riesgo país/sector, y olvidarnos de la volatilidad extra que supone invertir en divisas, nos convendrá buscar fondos con cobertura -aunque hay que decir que en la actualidad, y aunque las gestoras van incorporando nuevas opciones poco a poco, todavía no son muy abundantes-.

A un inversor a largo plazo generalmente no le debería molestar tanto la fluctuación de la divisa, pero hablamos de periodos mínimos de cinco años.

Domicilio del fondo

¿Qué es el Domicilio de un fondo?

El domicilio de un fondo corresponde al país de registro de su emisor. En España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo regulador encargado de aprobar la comercialización de un fondo de inversión, en base al cumplimiento de varios requisitos establecidos por la normativa europea, siendo uno de ellos el domicilio del fondo.

En efecto, para que un fondo pueda recibir la aprobación de la CNMV y posteriormente ser comercializado en el mercado nacional, tiene que cumplir con la normativa UCIT III, o bien, estar expresamente aprobado por parte de la CNMV. En la práctica, estar domiciliado dentro de la Unión Europea es un requisito prácticamente indispensable para que la CNMV apruebe la comercialización del fondo.

¿Dónde se domicilian los fondos en Europa?

Según lo mencionado anteriormente, cualquier fondo extranjero que no sea procedente de la Unión Europea primero tiene que domiciliarse en algún país miembro para luego poder someter su comercialización a los organismos reguladores. El domicilio de predilección suele ser en países que cumplen todos los requisitos de la normativa europea y además presentan ciertas ventajas fiscales, como Irlanda o Luxemburgo.

Asimismo, son numerosas las gestoras extranjeras que se establecen en Luxemburgo - revistiendo la forma de un fondo común de inversión, de una sociedad de inversión de capital variable (SICAV) o de una sociedad de capital fijo - para poder comercializar sus fondos en Europa. La ley luxemburguesa prevé también la constitución de fondos diversificados en múltiples compartimientos (umbrella funds). Cada compartimiento está destinado a una estrategia de inversión específica.

Un ejemplo de esta estrategia es la llevada a cabo por Highbridge, Caxton y Renaissance, tres gestoras norteamericanas especializadas en *hedge funds* que decidieron hace menos de un año abrir su base de inversores, buscando socio en Europa para su comercialización. Firmaron entonces un acuerdo con la gestora francesa Société Générale Asset Management, la cual creó una SICAV en Luxemburgo con un compartimiento para un fondo de cada gestora. La SICAV fue luego presentada ante la CNMV para su aprobación, y finalmente quedó registrada en España y "apta para la comercialización" el 26 de mayo de 2007. De hecho, una de estas tres gestoras, Highbridge, firmó otro acuerdo con JP Morgan para comercializar otro de sus fondos en otra SICAV domiciliada en Luxemburgo.

Este caso es una buena ilustración de la globalización creciente del sector de los fondos de inversión, donde hoy en día una gestora francesa puede perfectamente comercializar en España unos fondos americanos, domiciliados en Luxemburgo.

¿Por qué es importante?

A efectos prácticos, para el inversor particular lo importante no es dónde esté domiciliado el fondo, sino que la CNMV lo haya registrado como "apto para la comercialización" y además, por motivos fiscales, lo haya calificado como "fondo traspasable".

Estrategia de un fondo de inversión

¿Qué es la estrategia de un fondo de inversión?

Cada fondo de inversión, con independencia de que sea un fondo de renta variable o de renta fija, va a tener una estrategia predeterminada por la gestora y que debe estar recogida en el folleto del fondo. También suele estar plasmada con un pequeño párrafo en la ficha del fondo.

La estrategia nos resume generalmente:

- Cuál es el objetivo del fondo
- Cuál es el estilo de gestión
- Cómo se seleccionan los activos que forman parte del fondo
- Cómo se controla el riesgo

Todos estos datos son muy útiles. De hecho, el párrafo que define la estrategia de un fondo es, junto con su rentabilidad y volatilidad histórica, la parte más importante de una ficha.

¿Cómo se define?

Algo tan relevante debería ser extremadamente sencillo de entender para el inversor. La realidad es otra. Lo normal es que nos encontremos con descripciones confusas que no aclaran ninguno de los cuatro puntos anteriores.

Veamos un ejemplo. La estrategia del fondo de renta fija europea **Schroder Euro Bond** que aparece en la ficha es la siguiente:

“El objetivo del Fondo es proporcionar crecimiento de capital e ingresos principalmente a través de la inversión en una cartera de bonos y otros títulos de renta fija y tipo de interés flotante denominados en euros y emitidos por gobiernos, organismos públicos y emisores supranacionales y empresariales de todo el mundo, en la que se incluyen valores emitidos por Estados, entidades supranacionales y empresas”

Este párrafo nos viene a explicar que el fondo invierte “principalmente” en renta fija emitida en euros, pero nada más.

Análisis de la estrategia del fondo Schroder Euro Bond

Asunto	Lo que dice la ficha	Lo que realmente nos interesa
Objetivo del Fondo	Proporcionar crecimiento de capital e ingresos	Desde su creación, el fondo ha dado una rentabilidad anualizada del 3%, y el objetivo del gestor es batir al índice en 50-70 pb ex comisión de gestión.
Estilo de Gestión	Inversión en una cartera de bonos y otros títulos de renta fija y tipo de interés flotante denominados en euros y emitidos por gobiernos, organismos públicos y emisores supranacionales y empresariales de todo el mundo, en la que se incluyen valores emitidos por Estados, entidades supranacionales y empresas	Estilo mixto. Puede invertir en emisiones que no estén en su índice de referencia siempre que el riesgo divisa se cubra, hasta en un 80%. Un 5% de la cartera puede estar en fondos high yield. Busca obtener retorno absoluto positivo.
Selección de Activos	No se detalla	El comité de estrategia de renta fija de Schroder marca las pautas de duración y posicionamiento en la curva de tipos, y esto se combina con la selección de las mejores emisiones de bonos disponibles para esas directrices estratégicas.. Las emisiones se estudian en base a criterios de análisis fundamental de crédito.
Control del riesgo	No se detalla	Hasta un 20% del fondo puede estar invertido fuera del índice (en deuda de empresas o gobiernos con calificación de bono basura o en emisiones no euro), con un tracking error máximo del 1,5%. Los gestores cuentan con una sofisticada herramienta de control de riesgo que alertan al gestor cuando se sobrepasan determinados niveles de riesgo crediticio.

Fuente: ficha del fondo a 28 de febrero de 2007 e informe de S&P actualizado en diciembre 2006.

¿Por qué es importante?

Es muy importante porque el principal factor para el éxito de una inversión es que nos sintamos cómodos con lo que compramos.

Si estoy buscando un fondo de renta fija en euros, el nombre del fondo que nos está sirviendo de ejemplo, Schroder Euro Bond, es un buen reclamo. Es un excelente fondo de renta fija, pero es muy importante conocer a grandes rasgos la estrategia que sigue.

Posiblemente, solo con mirar el nombre del fondo un inversor puede pensar que su dinero va a estar invertido solo en Bonos del área Euro. A priori, un activo sin riesgo.

En realidad:

- El fondo invierte en renta fija pública y privada (deuda del estado y de empresas)
- El fondo puede invertir en emisiones de bonos high yield. Los bonos high yield son emitidos por estados o empresas con calificación de bono basura. Si la economía va mal, podrían no pagar ni los intereses ni el principal. Puesto que el fondo solo puede alcanzar un 5% del patrimonio en este tipo de activos, el riesgo es bajo.
- La gestora da mucha importancia a las expectativas macroeconómicas, que determinarán la duración de la cartera. La duración es el vencimiento medio de la cartera de bonos del fondo. A duraciones más largas, mayor riesgo. El índice de referencia tiene una duración de 5,5 años. Como el fondo no se despega demasiado del índice, ya que tiene un sistema de control de riesgo muy exhaustivo, sabemos que la duración media del fondo estará en ese entorno. Si bien la rentabilidad anualizada del fondo ha sido positiva desde su creación, rentando un 3% anual, este fondo puede perder dinero. La máxima caída en su historia ha alcanzado un -3%. No es una gran pérdida, pero hay que valorarlo.
- El fondo puede invertir hasta un 20% de su patrimonio en emisiones ajenas al área euro, aunque cubriendo el riesgo divisa. Es importante saber que movimientos en los tipos de interés británicos, americanos o japoneses, pueden afectar a la rentabilidad del fondo.

Recordemos el párrafo que aparece en la ficha del fondo Schroder Euro Bond

"El objetivo del Fondo es proporcionar crecimiento de capital e ingresos principalmente a través de la inversión en una cartera de bonos y otros títulos de renta fija y tipo de interés flotante denominados en euros y emitidos por gobiernos, organismos públicos y emisores supranacionales y empresariales de todo el mundo, en la que se incluyen valores emitidos por Estados, entidades supranacionales y empresas"

Si bien tiene carencias, da mucha más información que el nombre del fondo, por eso es importante leer la estrategia del fondo que vamos a comprar.

Estructura legal de un fondo de inversión

¿Qué es la estructura legal de un fondo de inversión?

El inversor particular en España tiene acceso a distintas figuras societarias para invertir en lo que comúnmente denominamos “fondos de inversión”.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), organismo regulador de los mercados financieros en España, es nuestra fuente más fiable. Por un lado, define la Institución de Inversión Colectiva, y por otro, distingue entre las armonizadas (UCITS), y las no armonizadas. Estas últimas no están sujetas a la Directiva europea y para poder comercializarse en España deben inscribirse en los registros de la CNMV.

¿Qué es una IIC?

Institución de Inversión Colectiva, IIC (collective investment scheme): fondos y sociedades de inversión, que tienen como objeto la captación de fondos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos (financieros o no). La característica determinante de estos productos es que el rendimiento del inversor se establece en función de los resultados colectivos.

Para las IICs extranjeras, la CNMV distingue entre IIC armonizadas e IIC no armonizadas.

- **IIC armonizadas (UCITS, Collective Investment in Transferable Securities):** fondos y sociedades de inversión extranjeras, domiciliadas en un Estado miembro de la Unión Europea y sujetas a la Directiva europea que regula las instituciones de inversión colectiva. Pueden comercializarse en España entre los inversores particulares, previa inscripción en los registros de la CNMV y a través de entidades comercializadoras también registradas en este organismo.
- **IIC no armonizadas (non-UCITS):** fondos y sociedades de inversión extranjeras, que no están domiciliadas en un Estado miembro Unión Europea o que, si lo están, no se encuentran sujetas a la Directiva europea que regula las instituciones de inversión colectiva. Para que puedan comercializarse en España entre inversores particulares es necesario que se inscriban en los Registros de la CNMV y que no tengan su domicilio en un Estado considerado como paraíso fiscal.

Tipos de IICs y principales características de interés para el inversor

	IIC		Por compartimento		Aportación Mínima
	Patrimonio	Inversores	Patrimonio	Inversores	
FI financiero	3.000.000 €	100	600.000 €	20	Libre
SICAV	2.400.000	100	480.000	20	Libre
FI inmobiliario	9.000.000	100	2.400.000	20	Libre
IIC de Inversión Libre (Hedge Funds)	= FI/SICAV	25	= FI/SICAV	20	50.000 €
IIC de IIC de Inversión Libre (Fondos de hedge funds)	= FI/SICAV	100	= FI/SICAV	20	Libre

Fuente: elaboración propia.

Invertir en IIC es más seguro, porque están regulados por la CNMV y además, es mucho más ventajoso desde el punto de vista fiscal porque los fondos de inversión (FI) son traspasables sin carga fiscal y las sociedades de inversión (SICAV) con más de 500 partícipes también son traspasables sin carga fiscal. Este beneficio fiscal es aplicable solo para las personas físicas.

¿Qué aparece en la ficha?

En la ficha de un fondo, o en su folleto simplificado, generalmente aparece cuál es la figura societaria de un fondo. La mayor parte de los fondos que se comercializan a particulares en España tienen forma jurídica de FI financiero, o de SICAV.

Algunos ejemplos

Nombre del fondo	Tipo de IIC	Domicilio	Traspasable
Santander índice España	FI Financiero	Nacional	Sí
BBVA Propiedad	FI Inmobiliario	Nacional	Sí
Skandia US Value Funds	SICAV	Irlanda	Sí
SGAM Equisys Euroland	SIVCAV	Luxemburgo	Sí

Fuente: elaboración propia.

Con el desembarco de las gestoras internacionales en España, es cada vez más común que los fondos comercializados en los supermercados de fondos tengan forma jurídica de SICAV. La gestora suele tener una o más SICAVs domiciliadas en un país de la Unión Europea (generalmente Luxemburgo o Irlanda), y dedica cada compartimento de la SICAV a distintos fondos de inversión, con distintas políticas y distintas comisiones. Veamos qué dice la CNMV al respecto de estas sociedades de inversión.

Sociedades de Inversión (SICAV)

En el caso de la inversión mobiliaria, los fondos y las sociedades tienen en común que invierten principalmente en valores mobiliarios, tales como acciones, deuda pública y obligaciones emitidas por empresas.

La principal diferencia entre ambos es que un fondo es sólo un patrimonio del que el ahorrador se convierte en partícipe; puesto que no tiene personalidad jurídica ha de ser gestionado por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). En cambio, las sociedades sí tienen personalidad jurídica, ya que se trata de sociedades anónimas; los ahorradores que aportan su dinero se convierten en accionistas de la sociedad. Suelen considerarse un vehículo de inversión de banca privada, es decir, orientadas a grandes patrimonios.

Las SICAV pueden autogestionarse o bien encargar la gestión a una SGIIC o a otro tipo de entidad financiera habilitada por ley. Debe intervenir también una entidad financiera que actúe como depositaria del patrimonio.

Al igual que los fondos de inversión, las SICAV también pueden tener compartimentos con distintas políticas de inversión, así como emitir series de acciones con su propio régimen de comisiones.

Las acciones de las SICAV pueden negociarse en las bolsas de valores o en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB); también se puede invertir en ellas mediante un procedimiento similar a la suscripción y reembolso de fondos de inversión, según determine la propia sociedad.

El tratamiento fiscal de las sociedades de inversión es muy similar al de los fondos, de forma que las ganancias obtenidas por la venta de acciones en un periodo inferior o igual a un año se someten a la escala general del IRPF; las generadas en un plazo superior tributan al 15%. Sin embargo, el accionista deberá practicar una auto-retención sobre la ganancia patrimonial obtenida.

Las sociedades de inversión también pueden beneficiarse de la exención de tributación de los traspasos entre instituciones de inversión colectiva, con las limitaciones que se señalan en el apartado Tratamiento fiscal de la inversión en fondos (500 partícipes).

¿Por qué es importante?

Si un fondo está registrado en la CNMV como traspasable para el inversor particular, no debe preocuparnos su forma jurídica.

Fecha de lanzamiento del fondo

¿Qué es la Fecha de Lanzamiento de un Fondo?

La fecha de lanzamiento de un fondo es el primer día en el que el fondo comienza a operar. Más que su fecha de creación que suele ser un poco anterior, es la fecha en la cual está autorizada su comercialización.

¿Cómo se define?

Cuando en la ficha de un fondo de inversión se actualiza la fecha de lanzamiento - reemplazando la antigua por una nueva - es que suele haberse producido un cambio en la filosofía de inversión del fondo. En otras palabras, el fondo sigue siendo el mismo, con el mismo código ISIN, pero el cambio de categoría o de estrategia implica un nuevo lanzamiento del fondo. Esto es relevante sobre todo de cara a considerar su antigüedad, factor relevante para muchos inversores que prefieren dejar pasar un tiempo prudencial antes de confiar su dinero a una nueva estrategia.

Un ejemplo que ilustra perfectamente este posible cambio de fecha es el del fondo Aviva Morley Pan European Equity, originalmente denominado Aviva Euro Smaller Companies: en su primera versión, el fondo invertía en pequeñas compañías de Europa, cuando decidió cambiar su filosofía por una inversión en grandes compañías de la misma zona. A raíz de este cambio, el nombre de Euro Smaller Companies pasó a ser el de Pan European, y la fecha de lanzamiento inicial del fondo - el 5 de noviembre de 2002 - se actualizó con una nueva - el 13 de septiembre de 2004 - momento en el que empezó a ser operativa la nueva estrategia de inversión.

¿Por qué es importante?

Conocer la fecha de lanzamiento de un fondo es muy importante a la hora de medir su antigüedad. Por regla general, un fondo tiene que tener un histórico mínimo de tres años para que se puedan apreciar sus resultados de forma consistente. Lo idóneo son cinco años a fin de poder cubrir un ciclo económico completo y observar el comportamiento del fondo tanto en momentos de crecimiento como en periodos de recesión.

De hecho, las casas de calificación como Standard & Poors no otorgan calificaciones cualitativas para los fondos de menos de tres años, como consecuencia de la dificultad de medir la constancia del equipo gestor así como la estrategia empleada en históricos inferiores.

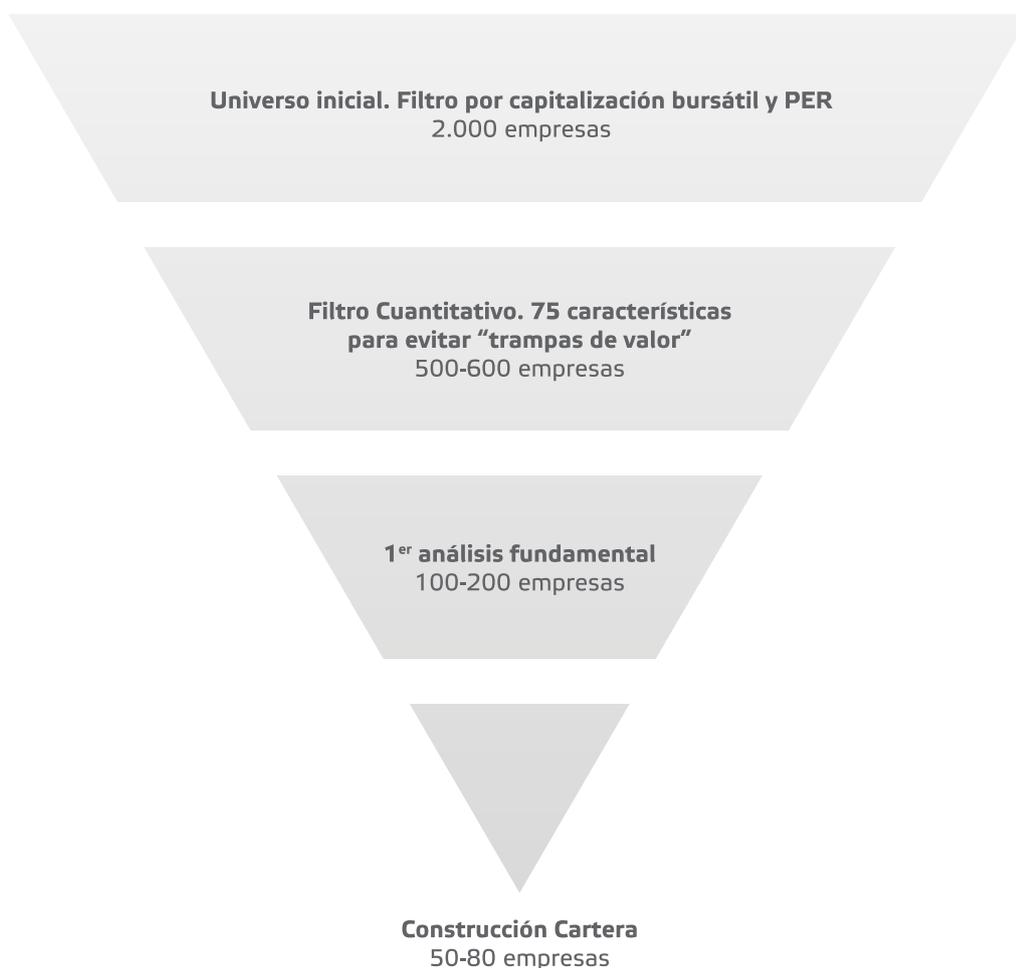
Filtros Cuantitativos de un fondo de inversión

¿Qué son los filtros cuantitativos de un fondo de inversión?

La tecnología ha ayudado mucho a la gestión de capitales. Cada día tenemos más información aunque las máquinas nos permiten hacer filtros que focalizan la atención del gestor. Casi todos los fondos de gestión activa parten de un universo de inversión muy grande y van reduciéndolo hasta llegar a la cartera definitiva que compone el fondo.

Los filtros cuantitativos suelen ser la primera herramienta que utiliza el gestor para reducir el universo de inversión, generalmente en más de la mitad.

Proceso de inversión del fondo de Valor Skandia US Value



Fuente: Hotchkis and Wiley Capital Management.

En el proceso de inversión que se describe en la figura anterior se ve como el gestor de la boutique norteamericana Hotchkis and Wiley, cuyo fondo de valor de renta variable americana se comercializa en España con el nombre Skandia US Value, parte de un universo unos 2.000 valores que cumplen con criterios de capitalización bursátil mínima y PER máximo dentro del índice.

La gestora tiene capacidad para analizar detalladamente entre 500 y 600 valores, de los que al final solo entre 50 y 80 pasan a formar parte de la cartera del fondo US Value. El primer filtro es cuantitativo, y es el más importante porque excluye unas 1.500 candidatas para formar parte del fondo. Después entra en juego el análisis sectorial y fundamental de cada compañía, las visitas a la dirección de la empresa, las proyecciones financieras, las valoraciones y el control de riesgo. Es comprensible que un análisis tan detallado no se pueda llevar a cabo sobre 2.000 empresas, máxime con los recursos de una boutique. Es necesario acotar.

¿Cómo se lleva a cabo?

El análisis cuantitativo puede ser de muy variadas características. De hecho, cada gestora vigila cuantitativamente ratios diferentes y mientras unas dan mucha importancia al precio partido por el valor en libros de una empresa, otras se fijarán más en su calificación crediticia, otras en la liquidez en bolsa del valor y otras en el potencial de crecimiento futuro de beneficios.

Lo importante es que el análisis cuantitativo sea:

- Disciplinado
- Consistente
- Replicable
- Objetivo
- Comparable

El análisis cuantitativo reduce los candidatos a entrar en la cartera de un fondo restando "corazón" o subjetivismo al equipo gestor. Cuanta más experiencia se tiene en los mercados financieros, más se respeta el objetivismo.

En el fondo Skandia US Value que nos sirve de ejemplo, el primer filtro que se pasa sobre las compañías cotizadas en el índice Russel 3000 es de capitalización bursátil y PER, las 2.000 empresas resultantes son compañías que están baratas bien porque están en un sector con poca visibilidad, bien porque tienen problemas transitorios, bien porque tienen problemas sin solución. El fondo querrá invertir en las dos primeras categorías, pero nunca en la tercera. Las compañías con problemas irresolubles nunca suben de forma sostenida en bolsa.

La gestora se ha marcado setenta y cinco variables que se pueden cuantificar y medir cuantitativamente para evitar trampas de valoración. Estas setenta y cinco "banderas rojas" son capaces de identificar compañías que están baratas porque son malas. Estadísticamente, este análisis cuantitativo les reduce el objetivo de inversión a 500-600 empresas. A partir de ahí, el trabajo es más fundamental que cuantitativo.

¿Por qué es importante?

Comprobar que un fondo tiene filtros cuantitativos consistentes y efectivos es tranquilizador. Sobre todo porque evita la dependencia del fondo a un único ser humano, o equipo de personas, que demasiado a menudo cambian de una gestora a otra dejando desamparado al inversor.

De hecho, hay toda una gama de fondos exclusivamente cuantitativos que cada día tienen más adeptos. He aquí, una pequeña muestra.

Algunos fondos cuantitativos de interés

Nombre del fondo	Código ISIN	Fecha de lanzamiento
Dexia Quant Equities Europe	LU0149700378	26/03/03
SGAM AI Equisys Japan	LU0138170815	16/01/04
Renaissance Institutional Equity	LU0261338155	31/08/06
Highbridge Steep US	LU0261335300	08/09/06
Highbridge Statistical Market Neutral	LU0273799238	16/11/06

Fuente: elaboración propia.

Gestor del fondo

¿Quién es el Gestor de un fondo?

Cuando un ahorrador decide invertir su dinero en fondos de inversión, generalmente adopta su decisión partiendo de la base de que debe confiar sus ahorros a la entidad financiera con la que trabaja o que más le gusta. Luego escoge el fondo que más le apetece o corresponde a su perfil de inversión, y por lo general, ahí terminan sus pesquisas. Son todavía muy pocos los inversores españoles que toman su decisión en función del gestor de fondos que más les gusta, ignorando por tanto su importancia.

El gestor es la persona que dirige el fondo de inversión, por lo que está encargado de gestionar el patrimonio de los partícipes invirtiéndolo en una cartera de activos financieros. El gestor puede ser director de uno o varios fondos, como es el caso por ejemplo de Mark Mobius, que está al mando de muchos fondos de Franklin Templeton como cabeza pensante de la rama de mercados emergentes. Aparte, durante estos últimos años, ha ido construyendo una red de más de diez oficinas situadas en Latinoamérica, Asia y Europa del Este.

Otro ejemplo de gestor multi fondo es el de Mario Frontini, actual gestor del fondo FF Italy de Fidelity, y que también ha sido nombrado en junio de 2007 gestor de otro fondo de la casa: el FF European Aggressive.

¿El gestor está solo?

Según una encuesta de Morningstar, el 63% de las gestoras afirma que sus fondos están gestionados de forma colegiada, por un grupo de gestores o analistas que intentan alcanzar un consenso en sus decisiones. Y apenas un 30% dice que sus fondos están gestionados por un gestor principal que apoya sus decisiones en el trabajo de un equipo de analistas. Por lo tanto, muchas veces está detrás del nombre del gestor todo un equipo que no está nombrado en la ficha del fondo, pero que efectúa un trabajo en la sombra muy importante. Por ejemplo, Frédéric Tempel figura en la ficha del Axa WF Aedificandi Global como gestor del fondo, pero en realidad el equipo de gestión está compuesto por tres personas más: Foulé Diabi-Ancel, François-Xavier Aubry y Antoine de Crépy. Es bueno que el gestor principal del fondo tenga un sólido equipo de apoyo puesto que cada vez es más común la fuga de "gestores estrella" de una gestora a otra.

¿Por qué es importante?

La experiencia es un grado... sobre todo cuando se trata de gestionar el dinero de los demás. En este sentido, resulta más seguro tener un gestor experimentado dirigiendo la evolución de un fondo, aunque evidentemente no es garantía para conseguir buenos resultados. Hay gestores noveles que lo hacen muy bien. Pero es más difícil encontrar un gestor con experiencia que lo haga mal ya que si ha conseguido mantener su puesto durante tanto tiempo es que, de alguna forma, los resultados han acompañado. Por último, el tener a un mismo gestor al frente de un fondo, idealmente desde su creación, garantiza una cierta estabilidad en el proceso de inversión.

Como conclusión, cabe destacar que la mayoría de gestoras nacionales proporcionan muy poca información en cuanto al nombre de los gestores responsables de los fondos. En este sentido, existe una diferencia fundamental con respecto a las entidades extranjeras donde la transparencia es mucho mayor. Lamentamos por ejemplo que el cambio de un gestor no sea considerado como un hecho relevante por la CNMV, con lo que podría ser consultado por todos.

Gráfico de un fondo de inversión

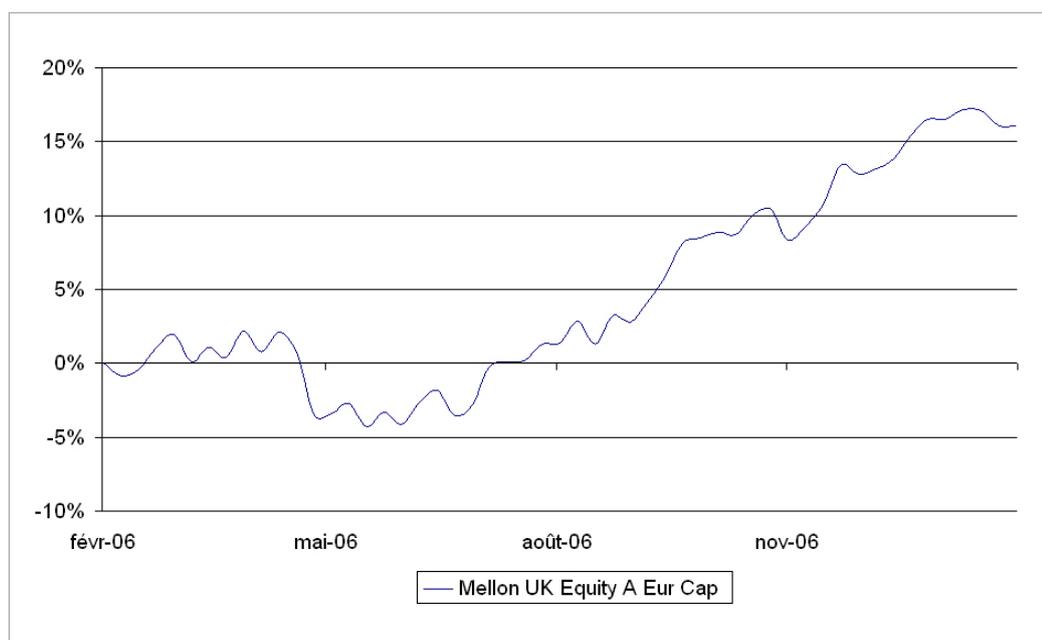
¿Qué es un gráfico de rentabilidad?

La forma más visual de ver la evolución pasada de un fondo de inversión es a través de un gráfico. Generalmente todas las fichas lo incluyen, aunque no todos los gráficos son iguales.

El más sencillo muestra la rentabilidad del valor liquidativo del fondo en un periodo determinado en tanto por ciento. Si no se especifica lo contrario, la rentabilidad vendrá denominada en la moneda del valor liquidativo.

Vamos a utilizar como ejemplo el fondo Mellon UK Equity A Eur Cap. Fondo denominado en euros que invierte en acciones británicas. La divisa de origen de los activos, la libra esterlina, no está cubierta, por lo que la rentabilidad del fondo dependerá, por un lado, de cómo evolucionen las acciones británicas en las que invierte el fondo, y que cotizan en libras esterlinas, y por otro, de la evolución de la libra esterlina contra el euro.

Rentabilidad del valor liquidativo del fondo Mellon UK Equity A Eur Cap en el último año



Fuente: Bloomberg; datos a 23 de febrero 2007.

Este gráfico nos muestra la evolución del fondo en el periodo de un año. Si hubiéramos invertido 1.000 € el 24 de febrero de 2006, en junio, llevaríamos perdidos unos 40 €, aproximadamente un 4% de lo invertido, sin embargo vemos como en febrero de 2007, un año más tarde de la inversión inicial, habríamos obtenido una rentabilidad algo superior al 16%, por lo que nuestra inversión valdría unos 1.160 €, 160 € más de lo invertido.

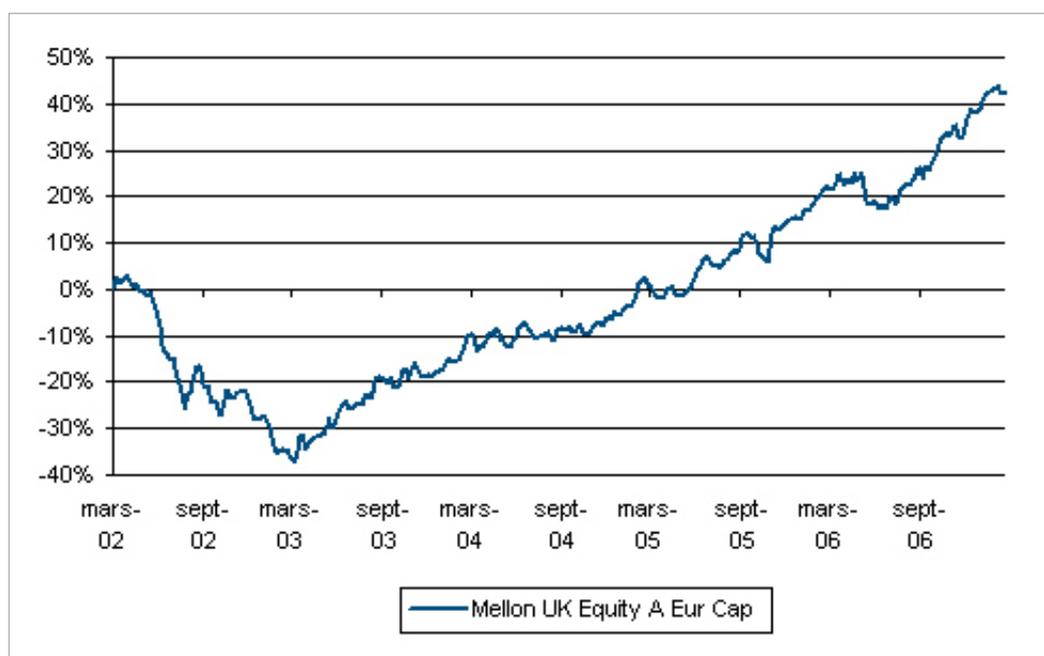
Es importante resaltar que la rentabilidad de un fondo se grafica casi siempre neta de comisiones, puesto que es un gráfico de la evolución del valor liquidativo. Es decir, lo que veo es lo que realmente tengo que tener en mi cuenta, no hay que restarle después la comisión de gestión.

¿Cómo se construye?

Hemos visto el ejemplo más sencillo para un gráfico de rentabilidad. Sin embargo, ese primer gráfico tiene muchas carencias.

La primera carencia es el plazo. El gráfico nos muestra la rentabilidad del fondo a un año. Generalmente invertimos en fondos a un plazo superior, y además, cuando es un fondo de renta variable como este, necesitamos ver cómo ha evolucionado el fondo en un ciclo bursátil completo que suele durar cinco años.

Rentabilidad del valor liquidativo del fondo Mellon UK Equity A Eur Cap en los últimos cinco años

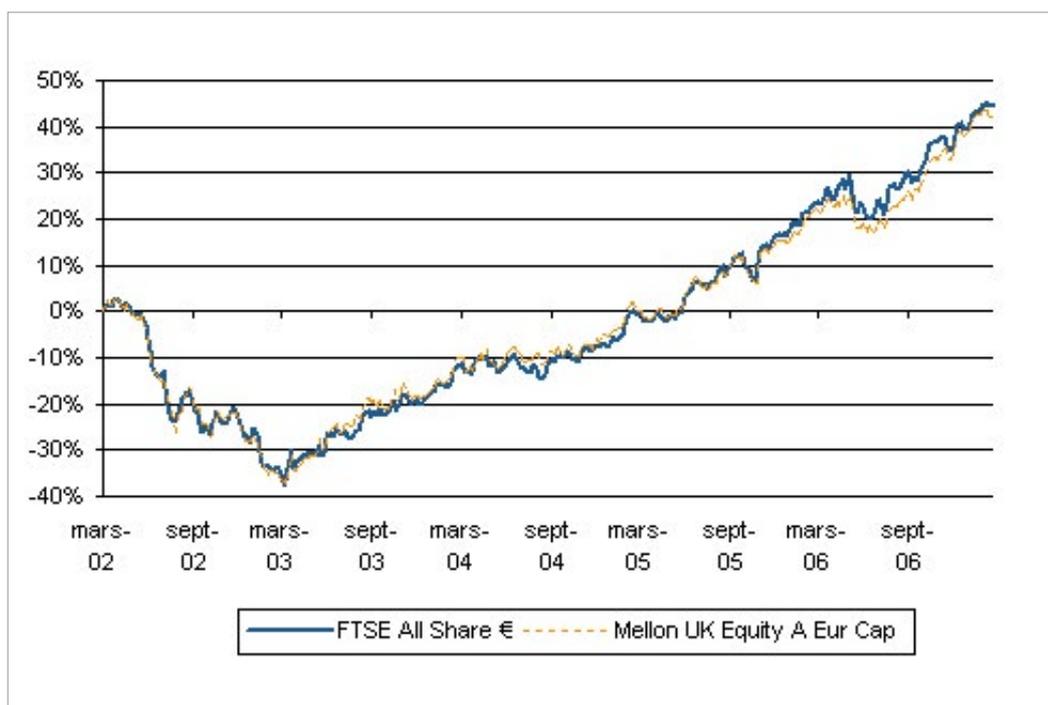


Fuente: Bloomberg; datos a 23 de febrero 2007.

Vemos como en un periodo de cinco años el fondo ha obtenido una rentabilidad acumulada total del 42%, que en términos anualizados, se traduce en una rentabilidad anual, en euros, del 7,3%. Para un ciclo completo de bolsa el retorno anualizado de este fondo es muy inferior al obtenido en el último año. Lógico, teniendo en cuenta que el año 2006 fue excelente para la bolsa, pero si consideramos cinco años metemos también el año 2002, que fue muy negativo para la renta variable. De hecho, de marzo de 2002 a marzo de 2003 el fondo perdió un 36%, como se ve reflejado en el gráfico

Este gráfico sigue careciendo de algo muy importante. No tenemos referencia para comparar si lo hace mejor o peor que su índice de referencia. En este caso, el índice de referencia es el FTSE All Share Index, equivalente al Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) pero para el mercado británico. Este índice está denominado en libras esterlinas, pero el Mellon UK Equity A Eur es un fondo en euros. Debemos comparar la rentabilidad del fondo con la del índice pasado a Euros.

Rentabilidad del valor liquidativo del fondo Mellon UK Equity A Eur Cap en los últimos cinco años frente a su índice de referencia



Fuente: Bloomberg; datos a 23 de febrero 2007.

Este gráfico muestra que la diferencia entre el fondo Mellon UK Equity A Cap Eur y su índice de referencia es mínima. Si acaso, el fondo lo hace un poquito peor que el índice. En términos anualizados el fondo da un 7,3% anual y el índice un 7,7%. En definitiva, considerando que esta clase lleva una comisión de gestión del 2% anual y que el gráfico es neto de comisiones, en realidad el gestor sí bate al índice, porque está obteniendo una rentabilidad anualizada del 9,3% frente al 7,7% del índice, pero la comisión de gestión se queda con la diferencia.

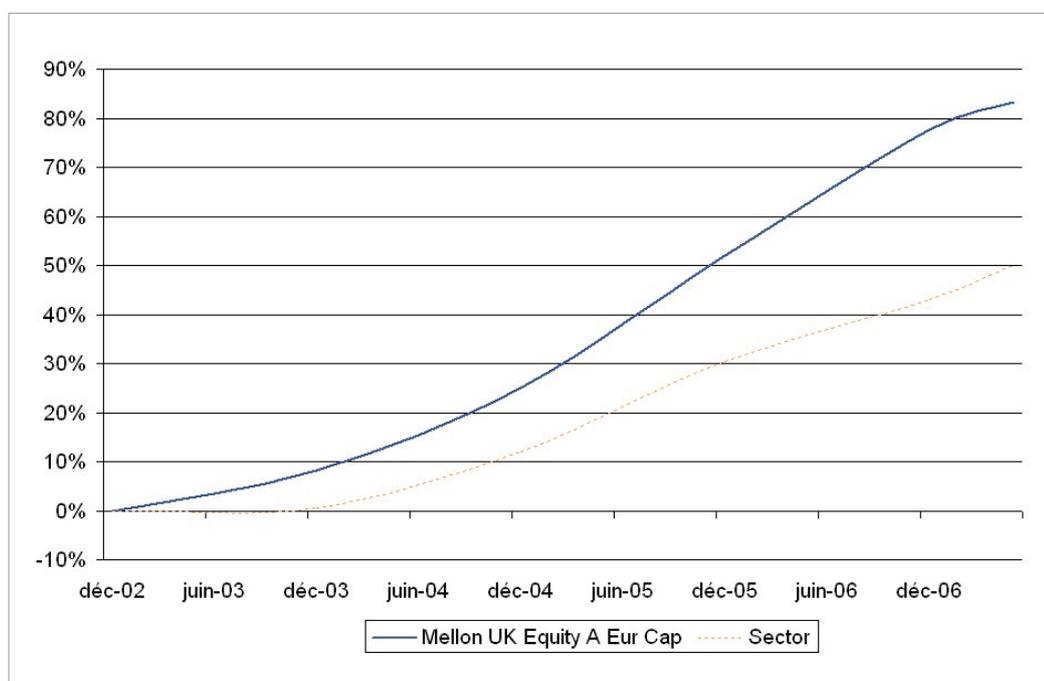
A lo mejor no merece la pena comprar este fondo, porque parece que es caro, y no añade valor sobre el índice. Habría que buscar un punto de comparación adicional. ¿Cómo evoluciona la rentabilidad del fondo comparado con los de su categoría?

Rentabilidad del fondo Mellon UK Equity A Eur Cap frente a su categoría

	2006	2005	2004	2003
Mellon UK Fund A Eur	16,79	21,59	15,63	8,17
Categoría RV Reino Unido Morningstar	9,6	16,33	11,36	0,67
Mejor Fondo Categoría	31,25	32,75	27,04	36,71
Peor Fondo Categoría	-0,84	2,18	-1,75	-11,15
Posición Mellon UK en Categoría	15/204	66/183	28/171	18/154
Cuartil	1	2	1	1

Fuente: Morningstar.

Rentabilidad del valor liquidativo del fondo Mellon UK Equity A Eur Cap en los últimos cinco años frente a su índice de referencia



Fuente: Morningstar.

Ahora tenemos un dato adicional para tomar una decisión de inversión. Podemos comparar la evolución del fondo de Mellon con la evolución de los fondos de su misma categoría registrados en España según Morningstar (Renta variable Reino Unido).

El fondo Mellon UK Equity en euros que estamos estudiando ha conseguido hacerlo mejor que la media de su categoría en todos los periodos. En conjunto, la rentabilidad del fondo anualizada es del 15% en el periodo 2002-2007 y la categoría, ha dado un 10% anualizado en el mismo periodo. Visto así, el fondo es una excelente opción de inversión.

¿Por qué es importante?

Un buen gráfico que tenga la información adecuada es un instrumento perfecto para tener una idea rápida sobre qué podemos esperar de un fondo. Nos muestra si es muy volátil en el caso de que el gráfico sea como una montaña rusa, o bien si es un fondo tranquilo, con rentabilidad siempre creciente. También nos muestra si bate al índice, y a su categoría.

Si el fondo no bate al índice, probablemente merezca la pena comprar un ETF, si no bate a la media de su categoría, hay que seguir buscando una mejor opción. El corto plazo no basta, lo idóneo es comparar cinco años, y si esto no es posible por falta de datos, que al menos sean tres.

Importe mínimo a invertir

¿Qué es el importe mínimo a invertir?

En realidad, este concepto viene definido por sí mismo. La cantidad mínima a invertir es el importe mínimo, en unidades monetarias o en número de participaciones, que debemos aportar al adquirir participaciones o solicitar un traspaso en un determinado fondo.

¿Cómo se define?

El importe mínimo a invertir puede expresarse tanto en número de participaciones como en importe. Esta información puede consultarse en la propia ficha del fondo. Veamos algunos ejemplos:

- Si accedemos a la ficha del fondo Aviva Morley-European Convergence Equity Fund, vemos que nos indica que la inversión mínima para la Clase de acciones A es de 2.000 euros.
- En la ficha original del Santander Mixto Renta Fija 90/10 se especifica que la aportación mínima es de 1 participación, estando en la actualidad el valor liquidativo de la participación en torno a los 11,24 euros.

En ocasiones, como en el caso de Aviva Morley, la gestora establece un mínimo común para todos o para la mayoría de sus fondos.

Otras veces, una misma gestora puede exigir mínimos diferentes de entrada para los distintos fondos de su gama, y estos mínimos pueden variar de forma sustancial. Es el caso de la gestora Santander Gestión de Activos, que para muchos de sus fondos exige un mínimo simbólico, como hemos visto para el fondo Santander Mixto Renta Fija 90/10; para algunos una aportación de entrada asequible, como en el fondo Santander Dividendo Europa que puede suscribirse desde 3.000 euros; y para otros una aportación mínima tan elevada que hace que no puedan acceder a ellos la mayoría de los inversores, como en el Santander Dinero Plus FI en el que no podemos entrar por menos de 600.000 euros.

Como hemos tenido ocasión de comentar en algún capítulo anterior, algunas veces nos encontramos con un mismo fondo con distintas clases de acciones. Estas distintas clases de muchas veces identifican las diferentes tipologías de clientes a las que se va a dirigir el fondo. El JPM Europe Strategic Value Fund (EUR) tiene una clase D destinada al público minorista que puede adquirirse desde 1.000 euros, y también una clase I, con comisiones de gestión más bajas pero con un mínimo de entrada tan elevado (10.000.000 euros) que obviamente indica que se está dirigiendo hacia un cliente institucional.

Para terminar, indicarles que al margen del mínimo establecido por la gestora, a veces el distribuidor de los fondos marca sus propios mínimos. Generalmente, se busca un equilibrio, valorando que sea un mínimo razonable desde un punto de vista financiero y por otro lado que sea una cantidad al alcance de la mayoría de los inversores.

¿Por qué es importante?

Es importante saber cuál es el mínimo de entrada en un fondo, ya que si damos una orden de suscripción o traspaso por debajo de dicha cantidad, nuestra orden será rechazada y no podrá ejecutarse.

Tampoco hay que olvidar que determinadas gestoras no permiten que el partícipe, una vez invertido, se quede por debajo de una cantidad mínima. Con un ejemplo lo veremos claramente; un partícipe compra participaciones de un fondo por 10.000 euros, siendo el mínimo de inversión 5.000 euros. Pasado el tiempo, el partícipe desea diversificar e invertir una parte de esos 10.000 euros en un fondo diferente de otra gestora, y solicita un traspaso parcial de 6.000 euros con destino al nuevo fondo. Bien, en este caso, si la gestora tiene establecido que el partícipe no puede quedar en ningún caso por debajo del mínimo de inversión (5.000 euros), no nos permitirá hacer este traspaso parcial: nos exigirá hacer un traspaso total (de los 10.000 euros), o un traspaso parcial por una cantidad inferior (5.000 euros o menos).

Índice de referencia del fondo

¿Qué es el Índice de referencia de un fondo?

La rentabilidad histórica es un método objetivo para medir la buena o mala gestión de un fondo en el pasado, pero dice poco si no se compara con la evolución del índice que mide al mercado en el que invierte, es decir la rentabilidad de su índice de referencia o benchmark.

Por ejemplo, un fondo de renta variable española se comparará generalmente contra el Ibex 35 (su benchmark), a no ser que sea un fondo de renta variable español de empresas de pequeña y mediana capitalización, en cuyo caso probablemente se compare contra el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM). Un fondo de renta variable europea se medirá probablemente contra el DJ Stoxx 600 o si es un fondo que invierte solo en área euro y en empresas de gran capitalización, contra el índice Eurostoxx 50. Algunos fondos más especializados se miden con otros índices más específicos, así un fondo de farmacia global se podría medir contra el FTSE Global Health por ejemplo.

¿Cómo se utiliza?

A la hora de seleccionar un fondo de inversión es importante tener en cuenta su consistencia en el tiempo frente a su índice de referencia. Es decir que hay que fijarse en que el fondo haya batido de forma consistente, no esporádicamente, la evolución de su benchmark. Esa comparación da una idea precisa de la calidad de sus gestores y de su habilidad a la hora de obtener rentabilidades por encima de la media. El alfa de un fondo es un buen instrumento para medir la evolución de un fondo respecto a su índice de referencia (ver definición de alfa en capítulo previo).

Por ejemplo, un fondo que en el año 2000 haya tenido una rentabilidad del 15% no es tan bueno si su índice de referencia ha registrado en el mismo periodo una revalorización del 25%. Igualmente, un fondo que ha perdido un 10% y su benchmark lo ha hecho en un 20%, el fondo ha tenido un buen comportamiento, al menos respecto al mercado en el que invierte.

Normalmente la mejor manera de ver si un fondo bate a su índice de referencia es mediante un gráfico.

¿Por qué es importante?

Es importante porque el ahorrador confía su dinero a una gestora para que maximice su inversión. A cambio, le paga una comisión de gestión. El índice de referencia deber ser siempre el objetivo a batir para un fondo de inversión.

Cada vez es más común que los fondos, especialmente los de gestión alternativa, tengan índices de referencia que fijan un objetivo de retorno absoluto. El inversor no quiere que el fondo bata al mercado, quiere ganar dinero todos los años. Los índices de referencia de estos fondos suelen definirse con la rentabilidad del EONIA más 100, 200 o 400 puntos básicos, en función de la volatilidad que quiera asumir el fondo. Cuanto más conservador sea el perfil de riesgo del inversor, más atractivos son estos índices de referencia que suelen llevar a aparejado un estricto control de riesgo.

Algunos fondos de Rentabilidad Absoluta y sus objetivos

Fondo	Gestora	Objetivo
ABN Amro Funds-Euro Plus Fund	ABN Amro Asset management	Eonia+125 pb
Invesco Bond Return Plus II Fund	Invesco	Euribor+260 pb
Robeco Flex-O-Rente	Robeco	Euribor+200 pb

Fuente: S&P FMR.

I.S.I.N.

¿Qué es el Código ISIN?

El Código ISIN es un código único alfanumérico de 12 caracteres que identifica internacionalmente una emisión o un instrumento financiero.

¿Cómo se define?

ISIN es un acrónimo que corresponde a las palabras: International Securities Identification Numbering System.

El código ISIN tiene como finalidad identificar de forma unívoca a un valor mobiliario a nivel internacional. Se compone de 12 caracteres alfanuméricos con la siguiente estructura:

- Los dos primeros corresponden al código del país de la agencia de codificación que asigna el código según se trate de valores de renta fija, variable, ADRs, etc.
- Los siguientes nueve caracteres contienen el código nacional de identificación del valor en cada país. La estructura y tamaño de este código quedan al criterio de la agencia de codificación nacional.
- El último carácter es un dígito de control.

En España la CNMV, a través de la Agencia Nacional de Codificación, asigna código ISIN a los distintos productos: acciones, futuros, opciones, participaciones en fondos de inversión,...

Tomemos el ISIN del fondo Pioneer Top European Players C (LU0119426103) para analizar su estructura:

LU	011942610	3
Código de país (1)	Código nacional (2)	Dígito de control (3)

(1) Código de país: los dos primeros caracteres constituyen un prefijo alfabético que identifican las siglas del país al que pertenece el emisor del valor. Algunas de las que veremos con más frecuencia en los fondos de inversión comercializados en España son:

ES: España

LU: Luxemburgo

GB: Gran Bretaña

FR: Francia

IE: Irlanda

(2) Código nacional: los siguientes 9 caracteres son un código de identificación del valor en cada país. Indica la categoría de valor de que se trata (un fondo, una acción,...), la emisión y el emisor.

(3) Dígito de control: se calcula a partir del valor de los 11 caracteres anteriores, a través de la aplicación de una fórmula.

¿Por qué es importante?

En 1989, el Grupo de los Treinta recomendaba la utilización del estándar internacional ISO 6166 (código ISIN), para la identificación de los valores mobiliarios. El código ISIN identifica unívocamente a un valor mobiliario a nivel internacional, y ha tenido gran acogida, de modo que todos los mercados importantes del mundo lo han incorporado a sus procesos de liquidación y custodia.

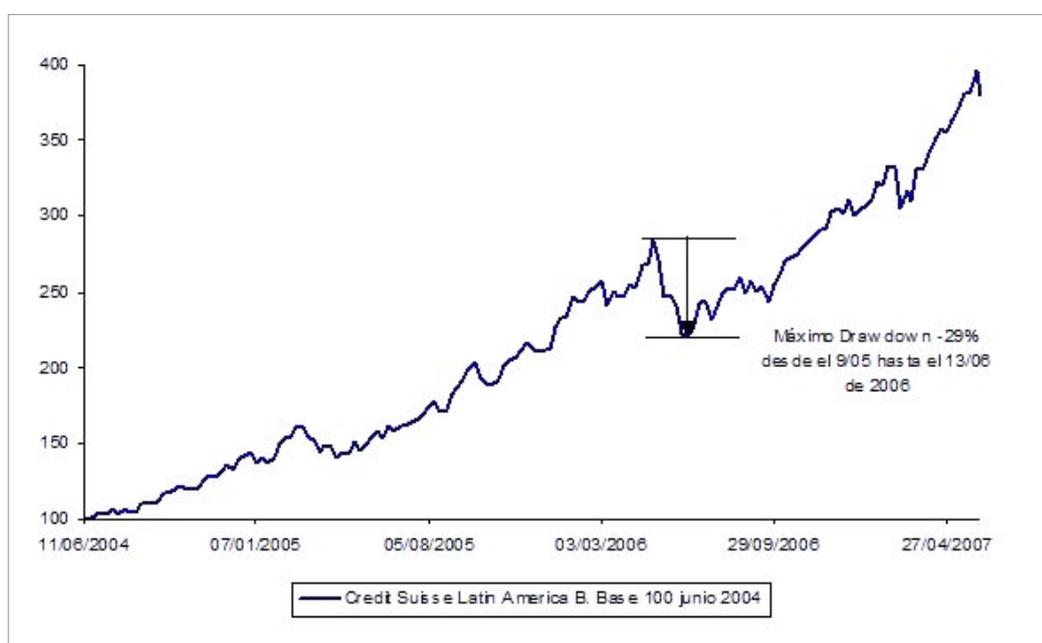
Para el inversor, puede ser de gran utilidad, ya que debido a la gran cantidad de fondos de inversión existentes en el mercado, a veces puede resultar complicado encontrar el que estamos buscando. El código ISIN es como el "DNI" de los fondos, y podemos utilizarlo para localizar un determinado fondo tanto en prensa como en buscadores financieros. ¡Con el ISIN nunca nos equivocaremos!

Máximo drawdown

¿Qué es el Máximo drawdown?

El máximo drawdown se define como la máxima caída experimentada por un fondo en el periodo comprendido desde que se registra un máximo, hasta que vuelve a ser superado.

Credit Suisse Latin America B. Máximo Drawdown-3 años



Fuente: Bloomberg; datos a junio 2007.

Supone la máxima pérdida que ha sufrido una inversión en un horizonte temporal dado. En el futuro, el fondo puede comportarse mejor o peor. El máximo drawdown representa una mera guía para el inversor..

¿Cómo se define?

El máximo drawdown mide la diferencia entre el máximo y el mínimo registrados por el fondo entre un máximo y el siguiente. Se suele expresar en porcentaje con respecto al máximo alcanzado por el fondo.

Un Drawdown no finaliza hasta que el valor liquidativo alcanza un nuevo máximo.

Este concepto no suele venir reflejado en la ficha de los fondos de manera frecuente. Una gestora que sí lo incorpora es Credit Suisse AM.

¿Por qué es importante?

Normalmente, a esta medida de riesgo no se le dedica mucha atención, y es complicado encontrar información específica sobre la misma. En realidad, no debería ser así, ya que tiene gran importancia para las gestoras, e igualmente debería tenerla para los inversores.

Los gestores vigilan de cerca el drawdown, ya que éste puede indicar, entre otras cosas:

- La probabilidad de tocar un stop loss, que podría provocar una oleada de reembolsos por parte de los inversores.
- La probabilidad de alcanzar la "marca de agua" (o high water mark, definida en el capítulo dedicado a la comisión de éxito) antes de fin de año, y poder cobrar así las comisiones sobre resultados.

Los inversores también deberían ser conscientes de la importancia de esta medida, ya que permite cuantificar la pérdida máxima ha sufrido el capital invertido en ese fondo.

5 Mayores posiciones del fondo

¿Qué son las mayores posiciones de un fondo?

En la mayor parte de las fichas de fondos, se suelen especificar cuáles son los títulos en los que el gestor del fondo tiene una mayor posición en el momento de actualizar la ficha. En los fondos de renta fija, suelen ser distintas emisiones de bonos; cuando hablamos de renta variable, se trata de las compañías en las que el fondo tiene invertido un mayor patrimonio.

Algunas gestoras identifican las cinco mayores posiciones del fondo, la mayoría llegan hasta las diez mayores posiciones.

¿Qué indican?

Lo más común es que una ficha especifique el nombre de los activos en el que el fondo tiene mayor patrimonio invertido, y además, el porcentaje del patrimonio del fondo que está invertido en el activo.

Principales Participaciones del fondo Amex Emerging Market Debt

Emisión de Deuda	Porcentaje del patrimonio del fondo
Russia 2030 Reg S	14,8%
UNITED MEX ST GLBL 2017	4,3%
Brazil A Bond	3,7%
Russia 11 2018	3,7%
Brazil Global 2022	3,1%
United Mex State Gbl 2015	3,0%
Brazil Global 2017	3,0%
CASH FUND-US	2,8%
BRAZIL GLOBAL 2025	2,3%
Philippine Govt Global	2,3%
Suma	43,1%

Fuente: Ficha del fondo de abril 2007.

A la vista de las principales posiciones del Amex Emerging Market Debt, se observa que el gestor confía la mayor parte del patrimonio del fondo a emisiones de deuda de tres países emergentes: Rusia, México y Brasil. Además, las diez primeras posiciones del fondo suman un 43% de su patrimonio. Se echa de menos conocer el peso de estas emisiones en el índice de referencia para ver qué grado de sobreponderación tiene el gestor a estos mercados, así como el nivel de concentración del fondo.

Principales Participaciones del fondo Axa Aedificandi

Acción	Ponderación	
	Cartera	Índice de Referencia
Klepierre	8,6%	4,6%
Unibail Holding	7,6%	13,5%
Rodamco Europe	5,0%	10,3%
Corio	4,4%	6,0%
IVG Holding	4,3%	3,9%
Beni Stabili	4,1%	2,2%
Immoeast Immobilien Anlagen	3,6%	6,5%
Silic	3,5%	2,4%
Wereldhave	3,5%	3,2%
Eurocommercial Properties NV	3,2%	2,1%
Suma	47,7%	54,7%

Fuente: Ficha del fondo de mayo 2007.

La ficha del fondo del sector inmobiliario europeo Axa Aedificandi incluye, además de la ponderación de las diez principales posiciones en el patrimonio del fondo, su peso en el índice de referencia. Así, vemos que la inversión en Klepierre, el valor que más pesa del fondo, es una apuesta muy fuerte puesto que la posición en el fondo casi dobla la del valor en el índice de referencia. Sin embargo, la segunda compañía con más peso del fondo, Unibail Holding, es en realidad una apuesta a la baja, puesto que este valor pesa bastante más en el índice de referencia que en el fondo.

¿Por qué es importante?

Esta información es relevante porque es la principal evidencia que tiene el inversor sobre el tipo de activos que realmente tiene el fondo. Generalmente, no hay sorpresas, y cuando un fondo dice invertir en deuda emergente, como en uno de los ejemplos expuestos, las principales posiciones del fondo son efectivamente en emisiones de deuda emergente. Sin embargo, en ocasiones las principales posiciones del fondo revelan sorpresas, como por ejemplo en fondos con comisión de gestión alta, propia de la gestión activa generadora de alfa, en la que se ve como la principal posición del fondo es un ETF, o fondo cotizado que replica el índice de referencia. Invertir en fondos indexados suele ser una buena idea, pero siempre que se pague en consonancia.

Nombre del fondo

¿Qué nos dice el nombre de un fondo?

El nombre de un fondo suele proporcionar la información necesaria para entender a qué tipo de inversión se dedica y cuál es la gestora que lo dirige. Óptimamente, tendría que llevar el nombre de la gestora, la categoría del fondo (renta variable, monetario, inmobiliario...), el estilo de gestión y la clase de comercialización. Por ejemplo, el nombre del fondo Axa Aedificandi Global refleja de manera bastante obvia los siguientes aspectos: 1) pertenece a la gestora Axa Investment Managers; 2) el término "Aedificandi" implica que es un fondo inmobiliario; 3) el sector geográfico es "global", en este caso con inversiones en valores de Estados Unidos, Europa y Asia.

Otro ejemplo representativo es el del fondo Templeton Global Bond, cuyo nombre expresa claramente que es un fondo de renta fija global de la gestora Franklin Templeton.

Sin embargo, algunos nombres son mucho menos explícitos y proporcionan una información incompleta sobre el fondo. Por ejemplo, el nombre del Axa Optimal Income indica en cierta medida que se trata de una estrategia de retorno absoluto, pero no dice nada de su categoría que en este caso es la de un fondo mixto. Otro nombre poco transparente es el de Carmignac Investissement de la gestora francesa Carmignac, que es un fondo de renta variable global, con un objetivo de rendimiento máximo a través de una gestión activa y no indexada.

¿Qué define la clase de un fondo?

El nombre de un fondo viene generalmente acompañado de una letra que indica su clase de comercialización. En efecto, la comisión de gestión así como la suscripción mínima de una participación varía en función del perfil del cliente: asimismo, la clase institucional es más barata que la minorista, pero generalmente requiere una suscripción mínima más elevada. No obstante, la frontera entre las distintas clases es a veces difusa, y en muchos fondos los minoristas tienen acceso a la clase institucional. Existe también una diferencia entre un fondo de clase de acumulación y otro de clase de distribución: el primero reinvierte los dividendos de los activos mientras que el segundo los reparte.

Clases del Fondo Highbridge Statistical Market Neutral (fondo cerrado en junio de 2007)

Nombre	Código ISIN	Comisión de Gestión	Comisión Operativa y gastos	Suscripción mínima en US\$
JPM Highbridge Statistical Market Neutral A (acc)-EUR	LU0273792142	1,50%	0,40%	25.000
JPM Highbridge Statistical Market Neutral A (acc)-USD	LU0273793033	1,50%	0,40%	25.000
JPM Highbridge Statistical Market Neutral D (acc)-EUR	LU0273799238	2,25%	0,40%	5.000
JPM Highbridge Statistical Market Neutral D (acc)-USD	LU0273799584	2,25%	0,40%	5.000

Fuente: JPMorgan Asset Management, Marzo 2007.

¿Por qué es importante?

La existencia de diversas clases para cada fondo, a las que se suma la posibilidad de que el fondo sea de distribución o de acumulación, ha convertido el nombre del fondo en una herramienta de carácter comercial más que identificativo. Además la identificación se puede complicar aún más si hablamos de un fondo que originalmente esté denominado en una divisa distinta a euro pero que cuente con una clase en euros y el tipo de cambio cubierto. Debido a esto, lo relevante al comprar un fondo no es fijarse solo en el nombre, sino también en el código ISIN que sí sirve como identificación inequívoca del mismo.

Otros códigos de un fondo

¿Qué son los códigos de un fondo?

Los códigos de un fondo tienen como finalidad identificarlo de forma unívoca. Estos códigos son igualmente aplicables a cualquier tipo de valores mobiliarios, si bien aquí nos referiremos siempre exclusivamente a los fondos de inversión.

El código ISIN es el único código reconocido por todos los operadores internacionales, pero hemos de saber que también existen otros códigos identificativos.

¿Cómo se define?

Revisando la ficha de los fondos de distintas gestoras, nos podremos encontrar con varios códigos. Indicamos a continuación algunos de ellos.

La gestora Mellon Global Mellon Investments es una de las que incorpora un mayor número de códigos en sus fichas técnicas. El fondo Mellon UK Equity Fund, por ejemplo, podría ser identificado a través de los siguientes:

- **Código ISIN:** IE0004156828
- **Código Sedol:** 0415682. Es el código local utilizado en Gran Bretaña.
- **Valoren 1339245:** Es el código local utilizado en Suiza.
- **WKN 798162:** Es el código local utilizado en Alemania.

En las fichas de la gestora Skandia Global Funds, se hace referencia, aparte de al código ISIN, a otros códigos como:

- **Código CUSIP:** código usado en Norteamérica (son las siglas de Committee on Uniform Security Identification Procedures). Es un código numérico de identificación que está asociado a cualquier acción, bono, fondo de inversión, y demás clases de activos negociables, como opciones, futuros y materias primas. El fondo Skandia US Value A tiene el código CUSIP G81790 25 8

Pictet Funds incluye en sus fichas otras opciones adicionales. Si vamos a la ficha del fondo Pictet (Lux) Asian Equities (ex Japan) R, encontramos:

- **Código Bloomberg:** PICASER LX
- **Código Reuters (RIC: Reuters Instrument Code):** PICTET09

Los códigos nacionales (Sicovam en Francia, Sedol en Gran Bretaña, Valoren en Suiza, WKN en Alemania) se utilizan como códigos de identificación local, siendo válidos en los respectivos países. Pero es importante recordar que el ISIN es el único código reconocido por todos los operadores internacionales.

Los códigos Bloomberg o Reuters sirven para la localización de los fondos dentro de los respectivos sistemas de información financiera.

¿Por qué es importante?

Estos códigos pueden servirnos de gran utilidad para conseguir información amplia de los fondos en distintos medios (Bloomberg, internet,...). Cada fondo de inversión está identificado con un código diferente, que nos permite su rápida identificación y localización.

Performance Attribution

¿Qué es el Performance Attribution?

El término performance, en sentido amplio, hace referencia a todas las disciplinas relacionadas con los resultados de la inversión, entre las que se encuentran la medición y la presentación de los mismos.

Y si seguimos profundizando en el concepto, nos encontramos con el término Performance Attribution, cuyo objetivo es determinar cuál ha sido el diferencial de rentabilidad entre un fondo de inversión y su índice de referencia.

¿Cómo se define?

El Performance Attribution, que es práctica muy habitual en otros países en la gestión profesional de carteras, es prácticamente desconocido en nuestro país. Les resultará complicado encontrar páginas especializadas en las que se profundice en este concepto.

En su estudio, generalmente se identifican 3 niveles, que van desde el análisis más sencillo al más completo:

- **Medición de resultados (Performance Measurement):** En este nivel, se trataría de desagregar la rentabilidad obtenida entre los distintos activos, en función de su naturaleza (renta fija, renta variable, dividendos, cupones, etc...). Estaríamos ante un nivel muy rudimentario y de escasa utilidad, e incluso podría llevarnos en ocasiones a conclusiones equivocadas.
- **Evaluación de resultados (Performance Evaluation):** Aquí, se intenta determinar si el gestor del fondo ha sido capaz, a través de sus decisiones de inversión, de generar valor añadido para la inversión.
- **Atribución de resultados (Performance Attribution):** Esta es la metodología más útil, a través de la cual se intentará desagregar la rentabilidad total y atribuirla a distintos factores dentro del proceso de inversión.

En general, los análisis de Performance tratan de cuantificar la rentabilidad adicional que un determinado fondo ha conseguido por encima de su índice de referencia (benchmark); el análisis del Performance Attribution va más allá, y permite determinar cómo se ha producido dicho diferencial.

Así, lo realmente importante no es saber que se ha conseguido una rentabilidad por encima de la del mercado, si no determinar los factores que han determinado ese exceso de rentabilidad.

Este exceso de rentabilidad vendrá condicionado esencialmente por los principales factores que intervienen en una decisión de inversión:

- Selección de los activos por criterios geográficos (Allocation).
- Selección de los activos dentro de cada país (Security Selection).
- Realización de apuestas en distintas divisas (Currency).

¿Por qué es importante?

La importancia que está adquiriendo la medición y control de los resultados de los fondos es cada vez más evidente, y se ha incrementado con la irrupción en nuestro mercado de un gran número de nuevas gestoras. La creciente competencia existente hace que se tengan cada vez más en cuenta los departamentos de análisis y control.

El Performance Attribution proporciona las bases para realizar una revisión crítica de:

- Procesos de toma de decisiones.
- Remuneración de gestores.
- Renovación de Mandatos de Gestión.
- Identificación de límites y atribuciones.

Si realizamos este análisis a lo largo del tiempo, podremos determinar:

- Las causas que han determinado el éxito o el fracaso de una determinada estrategia de inversión.
- Qué factores son más determinantes y con cuáles se obtiene éxito más repetidamente.
- Qué parte del exceso de rentabilidad proviene realmente de la habilidad del gestor, o qué parte es más bien atribuible a un golpe de suerte de éste.
- Las causas que son capaces de producir diferencias de rentabilidad entre la cartera y su índice de referencia.

Periodo de suscripción/reembolso

¿Qué es el periodo de suscripción/reembolso?

Podríamos definir este periodo como el número de días que transcurren entre que damos una orden de suscripción o reembolso de un fondo y vemos materializada dicha operación en nuestra cuenta.

¿Cómo se define?

En la determinación del plazo de suscripción/reembolso, deberíamos tener en cuenta 3 cuestiones importantes;

- Lo primero que deberíamos saber es existe una "hora de corte", establecida por cada una de las gestoras y que viene especificada en el folleto del fondo. Esta hora de corte es muy importante, ya que todas las órdenes que se den antes de esa hora se considerarán, a efectos del valor liquidativo aplicable, órdenes del día; pero si damos una orden con posterioridad, se considerará como se si hubiera dado al día siguiente.

Esta hora de corte es definida por cada gestora, y puede variar bastante en algunos casos. Por ejemplo, el fondo AXA Eonia tiene como hora límite las 11:00 de la mañana, y en cambio la hora de corte de Pioneer Investments son las 17:00 horas. Además, una misma gestora puede establecer distintas horas de corte para los distintos fondos de su gama; dentro de la gestora Dexia AM, el fondo Dexia Equities L Australia corta a las 12:00 horas, y el Dexia Equities L Germany a las 15:00 horas.

- Una vez que hemos dado una orden de suscripción/reembolso, según la regla anterior, el valor liquidativo que se aplicará a la operación será el del mismo día de la solicitud -que se publica al día siguiente- o el del día siguiente de la solicitud -publicado 2 días después-. Esta circunstancia debe venir reflejada en el folleto del fondo

- Por último, hemos de diferenciar la fecha de la operación -ya sabemos que el valor liquidativo que se aplica es el del día de la operación o el del día siguiente; a la fecha de la operación se la denomina D- y la fecha de liquidación -el día que la operación se hace definitivamente efectiva-. Del mismo modo que cuando nos hacen una transferencia de dinero desde otra entidad no vemos el efectivo al minuto siguiente, si no que hemos de esperar generalmente 48 horas, igual pasa en el caso de las suscripciones/reembolsos de fondos de inversión.

Se establece a este respecto que, con carácter general, existe un plazo máximo para el pago de la suscripción/reembolso de 3 días hábiles (D + 3), contados desde la fecha del valor liquidativo que resulte aplicable. Excepcionalmente, este plazo se podrá ampliar hasta 5 días hábiles (D + 5). Advertir aquí que un mismo fondo puede tener establecidos distintos plazos para la suscripción y el reembolso, como es el caso de los fondos de la gestora Fidelity Internacional donde el plazo de suscripción es de D + 3 y el de reembolso de D + 5.

Todos estos plazos serán igualmente aplicables para el caso de los traspasos; debemos tener en cuenta que un traspaso, en realidad, no es más que un reembolso más una suscripción, con la particularidad de estar exento a efectos fiscales cuando se cumplan los requisitos legales marcados. Por tanto en la solicitud de traspaso, entrarán en juego todos los plazos que hemos mencionado -un traspaso, por regla general, deberá realizarse en 8 días hábiles-.

Veamos algunas excepciones a lo hasta ahora comentado:

- Para las solicitudes de reembolso de cantidades superiores a los 300.000 euros, la gestora puede exigir preavisos de hasta 10 días.
- En determinadas categorías de fondos, como los fondos inmobiliarios no se puede solicitar una suscripción o reembolso siempre que se desee, sino que sólo se habilitan determinadas fechas en el año en el que se pueden solicitar reembolsos. Por ejemplo, el folleto del BBVA Propiedad establece:
 - **Suscripción:** las solicitudes de suscripción podrán realizarse en cualquier momento anterior a la fecha de fijación del valor liquidativo mensual. Las suscripciones se materializarán con fecha valor del día siguiente de la fecha de fijación mensual del valor liquidativo que sea de aplicación.
 - **Reembolso:** los partícipes podrán solicitar el reembolso parcial o total de sus participaciones cuatro veces al año, en los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre.
- Los fondos de inversión libre -hedge funds- tienen sus propias reglas de suscripción/reembolso, a las que deberemos estar muy atentos, en especial en lo que a reembolsos se refiere, ya que suponen importantes restricciones a la liquidez:
 - Estos fondos pueden fijar un periodo mínimo de permanencia, durante el cual a los partícipes no se les permite reembolsar.
 - El valor liquidativo puede publicarse con una periodicidad de 3 o incluso 6 meses, aunque en la práctica ya estamos viendo que muchos de los fondos de inversión libre que están saliendo al mercado establecen frecuencias inferiores, para dotarlos de mayor flexibilidad.
 - Igual que ocurre con el valor liquidativo, pueden permitirse únicamente reembolsos cada 3 o 6 meses.
 - Pueden establecer periodos de preaviso de hasta 15 días.
 - El pago de los reembolsos se puede demorar hasta el doble del periodo de cálculo del valor liquidativo, con un límite de 6 meses desde la fecha de la solicitud.

¿Por qué es importante?

Conocer los plazos de suscripción/reembolso es importante, en primer lugar, para saber si nuestra entidad ha realizado diligentemente nuestra solicitud, o si por el contrario, ha habido alguna demora operativa que nos haya podido perjudicar.

También es fundamental en los casos en que necesitemos que la operación esté realizada en una fecha concreta, ya que en este caso deberemos realizar la operación con la suficiente antelación. Veamos algunos casos a modo de ejemplo:

- Si necesitamos una cantidad de efectivo en una fecha determinada.
- Cuando queremos que una operación tenga fecha del año en curso y la estemos realizando el último día hábil del año.
- Cuando queramos suscribir un fondo que va a cerrar.

Para conocer los plazos de suscripción y reembolso, algunas gestoras nos facilitan la gestión y muestran este dato en la ficha del fondo, como en el caso de Dexia AM.

Otras gestoras omiten esta información en su ficha técnica, por lo que no nos quedará más remedio que consultar el folleto o preguntar a nuestra entidad.

Proceso de inversión de un fondo

¿Qué es el proceso de inversión de un fondo?

El proceso de inversión de un fondo define las líneas de actuación que desarrolla el gestor de un fondo, para cumplir con su estrategia. Cada fondo de inversión tiene una estrategia y unos objetivos de inversión fijados en el folleto, y esta estrategia se materializará a través de la inversión en determinados activos. Para unir estrategia y resultados, se elabora el proceso de inversión, que trata de definir las políticas de inversión y las herramientas que se utilizarán en el día a día de la gestión.

¿Cómo se define?

Al definir el proceso de inversión, lo primero que suele hacerse es decidir qué tipo de análisis va a constituir la directriz principal del fondo:

- **Análisis macro (top-down).** Consiste en ir de lo más global a lo más específico. Es decir, se empieza con el estudio de la macroeconomía y se llega al estudio de los activos que componen la cartera del fondo. El gestor comienza por un análisis del entorno macroeconómico, intentando detectar las regiones con mejores perspectivas; a continuación, se trata de identificar, dentro de cada país, qué sectores son los que ofrecen mejores oportunidades, y ya por último, se procede a la selección de los valores concretos.
- **Análisis micro (bottom-up).** Consiste en considerar la situación económica y financiera de una empresa o emisión de bonos individualmente antes de analizar el impacto de las tendencias económicas y sectoriales sobre la misma. Este análisis no se realiza al margen de la situación macroeconómica, pero se da prioridad al análisis individual de valores.
- **Análisis cuantitativo.** El análisis cuantitativo pone en un segundo plano el análisis macro y micro, y se centra en la elaboración de sistemas matemáticos y estadísticos, que interpretan distintos tipos de datos; teniendo en cuenta cómo se ha comportado un valor o un sector en el pasado y atendiendo a estos datos, la gestión cuantitativa tratará de "predecir" cuál será la evolución de los mismos en el futuro.

Una vez adoptado uno de estos puntos de partida, un proceso completo de inversión podría comprender las siguientes fases:

- Análisis del mercado.
- Selección de países y sectores.
- Selección de valores.
- Construcción de la cartera.
- Gestión del riesgo.

En cualquier proceso de inversión, existen una serie de puntos que se consideran claves, y que en muchos casos van a suponer la llave del éxito para el gestor:

- La asignación de los activos.
- El grado de diversificación que se adopte.
- El número de activos que integrarán la cartera.
- El peso y el riesgo que cada activo tendrá dentro de la cartera.

¿Por qué es importante?

Conocer el proceso de inversión ayuda a comprender mejor cómo va a ser gestionado el fondo y, qué pasos va a seguir el gestor para conseguir los objetivos principales de la inversión. También permite comprobar con posterioridad la consistencia de dicho proceso, que es un aspecto fundamental a la hora de valorar un fondo.

Si un proceso de inversión ha resultado ser un éxito y el gestor es riguroso en su aplicación, el inversor se siente más tranquilo respecto a la evolución futura de su inversión, ya que en base a la experiencia pasada, se trata de un proceso que funciona.

En las fichas de los fondos frecuentemente se define la estrategia del fondo, pero es más complicado que en ellas se definan los procesos de inversión. En cierto modo, esto resulta lógico, ya que no es algo sencillo de explicar en un par de líneas.

Algunas gestoras sí recogen en sus fichas técnicas algunas "pinceladas" de lo que constituye su proceso de inversión (por ejemplo, JPMorgan AM incluye en sus fichas un apartado denominado "Datos destacables del fondo").

Para encontrar más información sobre el proceso de inversión se pueden consultar monográficos sobre un determinado fondo, presentaciones del producto o folletos comerciales, donde la explicación de este proceso es mucho más minuciosa.

Por ejemplo, en la ficha del fondo SGAM Fund Equities US Relative Value, la información relativa al proceso de inversión es muy limitada. Sin embargo, en la presentación que realiza la gestora sobre el fondo en reuniones con comercializadores y clientes, aparece mucha más información:

"El fondo tiene la clave de su éxito en una cartera basada en la pura selección de valores (stock picking). Concretamente, el fondo se centra en valores que en la actualidad están "relativamente baratos" (gestión value), pero que además tienen potencial de crecimiento futuro (growth).

Con el primer criterio de análisis de valoración (valores value hoy) el fondo se queda con 300 a 400 compañías de un universo de 4000 valores. Con el segundo criterio de análisis fundamental (futuros valores growth) se concentra en unas 100 compañías y finalmente, con un análisis de riesgo y diversificación, crea la cartera con aproximadamente 30 a 50 valores. Se centra principalmente en empresas de gran capitalización (blue chips) y la rotación de la cartera está entre un 30% y un 60% anual".

Ranking de fondos

¿Qué es el Ranking de un fondo?

Establecer un ranking de fondos es básicamente crear una clasificación de más a menos rentabilidad entre varios fondos de una misma categoría. Por ejemplo, se puede comparar y establecer un ranking entre todos los fondos que invierten en acciones de gran capitalización (blue chips) en Europa, o de pequeñas compañías (small caps) en Estados Unidos.

El ranking ordena a los fondos de una categoría de mejor a peor rentabilidad. Como es lógico, es uno de los datos que más interesa al inversor. A partir del ranking del fondo, se calcula su pertenencia a un cuartil o a un decil de rentabilidad.

¿Cómo se calcula?

Establecer un ranking de fondos permite medir la rentabilidad de un fondo entre iguales y asignarle un puesto en el ranking según sus resultados comparados en el mismo periodo de tiempo. Así, un fondo con un puesto en el ranking menos un año de 4/235, significa que es el cuarto fondo con mejor rentabilidad en los últimos doce meses entre los 235 que invierten en el mismo mercado o sector.

El único problema al establecer un ranking de fondos es acertar con la categoría contra la que se mide. El ranking pierde representatividad si comparamos fondos de distinta categoría.

El otro problema es saber qué periodo de tiempo es más representativo. Cuanto más largo sea el plazo, mejor. Un fondo que está entre los primeros puestos del ranking en el último mes, pero que no consigue mantener esos puestos a uno, tres o cinco años, no es una buena inversión, de hecho, el ranking empieza a cobrar relevancia a partir de periodos de al menos un año.

Escogemos una categoría, Pequeña Empresa en Europa. El ranking de los diez mejores fondos del último mes, apenas coincide con los diez mejores del último año, y menos aún con los diez mejores de los últimos cinco años. Sólo dos fondos se repiten en los tres ranking.

Ranking de los diez mejores fondos en la categoría Pequeña Empresa Europa a 1 mes, 1 año y 5 años

Nombre Fondo	Rent. 1 mes %	Nombre Fondo	Rent. 1 Año %	Nombre Fondo	Rent - 5 Años % (anualizada)
Categoría Pequeña Empresa Europa	6,4	Categoría Pequeña Empresa Europa	35,1	Categoría Pequeña Empresa Europa	17,3
nº Fondos	75	nº Fondos	74	nº Fondos	55
Oyster European Small Cap EUR	3,6	Threadneedle Pan Euro Sm Cos 1	56,3	Henderson HF Pan Euro Sm Cos A2	25,2
M&G European Sm Cos Euro A	1,6	Henderson HF Pan Euro Sm Cos A2	55,7	M&G European Sm Cos Euro A	22,6
Threadneedle Pan Euro Sm Cos 1	1,4	Vontobel European M&S Cap A2	49,9	AXA WF European Small Cap A-C	21,3
JPM Europe Dynamic SC A (A) - EUR	1,4	Fortis L Eq Small Cap Europe C	43,0	AXA WF European Small Cap A-D	21,2
JPM Europe Dynamic SC A (Dis) - EUR	1,4	JPM Europe Dynamic SC A (Dis) - EUR	45,8	JPM Europe SC A (D) - EUR	20,8
JPM Europe Dynamic SC D (Acc)	1,3	JPM Europe Dynamic SC A (A) - EUR	45,7	AXA Rosenberg Pan-Eur S Cap A	20,5
Gaesco Small Caps	1,1	JPM Europe Dynamic SC D (Acc)	44,3	Pictet F (LUX) Sm Cap Europe-PC	20,4
AXA WF Europe Microcap AC	1,1	DWS Invest Europea Sm/Md Cap NC	43,7	Gartmore SICAV PanEur SmCos A	20,4
Cahispa Small Caps	0,9	Oyster European Small Cap EUR	42,7	Fortis L Eq Small Cap Europe C	20,2
Henderson HF Pan Euro Sm Cos A2	0,9	M&G European Sm Cos Euro A	41,4	Gartmore SICAV PanEur SmCos B	19,8

Fuente: Morningstar; datos recabados en julio 2007.

¿Por qué es importante?

Los ranking a más de tres años son importantes. Dan una idea clara sobre la consistencia de un fondo. Para periodos inferiores no son tan relevantes.

Ratings

¿Qué es el rating de un fondo?

El rating se utiliza para evaluar el comportamiento de un fondo en relación a otros fondos de su categoría. Suele ser fundamentalmente cuantitativo, y no refleja ninguna especulación sobre el comportamiento o potencial del fondo en el futuro. Este rating siempre se otorga por ciertas compañías independientes, especializadas en el análisis de fondos de inversión.

¿Cómo se calcula?

Existen varias agencias de rating, figurando Morningstar, Lipper o Standard & Poor's entre las más conocidas. Es importante señalar que pueden adoptarse dos criterios diferentes a la hora de definir el rating por parte de las distintas casas; vamos a ver cada uno de ellos y a explicar cómo interpretar las calificaciones que se otorgan:

A. Calificación basada en datos cuantitativos: Esta es la opción adoptada por Morningstar, que evalúa un fondo frente a los demás fondos de su categoría, de forma exclusivamente cuantitativa, en función de la rentabilidad y del riesgo pasados.

En función de este criterio, Morningstar atribuye un determinado número de estrellas a cada fondo.

El 10% de los mejores fondos:	*****
El 22.5% de los fondos siguientes:	****
El 35% de los fondos centrales:	***
El 22.5% de los fondos siguientes:	**
El 10% de los peores fondos:	*

Podemos encontrarnos también con fondos sin estrellas si la vida del fondo es inferior a 3 años, o si el fondo ha sufrido importantes cambios en su estrategia de inversión y sus datos de rentabilidad histórica no son, por tanto, relevantes.

Por su parte, Lipper clasifica cada fondo en función de su rentabilidad, y de acuerdo a esto se le asigna a un grupo determinado. Cuanto más bajo es el número de clasificación, mejor rendimiento ha tenido ese fondo dentro del grupo al que pertenece. Así, un ranking de 9 significa que el fondo ocupa el puesto número 9 dentro de su categoría y por tanto, hay 8 fondos que tienen mejor rentabilidad. Lipper también tiene un programa de premios, que se otorgan a los fondos con mejor rendimiento. Los fondos premiados son escogidos entre 130.000 fondos de 21 países de Asia, Europa y EEUU.

B. Calificación teniendo en cuenta datos cuantitativos y cualitativos: Esta es la opción adoptada por Standard & Poor's. Standard & Poor's busca fondos que destaquen por obtener rendimientos fuertes y duraderos a lo largo del tiempo, en comparación con una serie de fondos de características análogas; atribuye a cada Fondo una calificación cuantitativa que oscila de uno a cien, y sólo aquellos con mejor calificación son candidatos a integrar la clasificación denominada «Lista de Fondos de Inversión de Administración Óptima».

Standard & Poor's sostiene que para clasificar bien un fondo es preciso estudiar tanto datos cuantitativos como aquellos cualitativos que hacen referencia a la manera de administrar ese fondo. En virtud de ello, analiza no sólo la rentabilidad conseguida por un fondo, si no también aspectos como el grado de experiencia de los gestores, el proceso de elaboración de la cartera, sectores en los que se invierte, coherencia en los principios de administración, grado de concentración de la cartera, etc.

Los Fondos que Standard & Poor's incluye en la Lista de Fondos de Inversión de Administración Óptima reciben calificaciones que oscilan de la AAA a la A.

¿Por qué es importante?

En la actualidad, nos encontramos con una enorme cantidad de fondos en el mercado, lo cual es bueno porque la variedad nos permite buscar aquellos productos que más se adecúan a nuestras necesidades, pero por otro lado también se traduce en una mayor complejidad a la hora de confeccionar nuestras carteras.

Los ratings pueden servirnos en esta tarea como un buen elemento de apoyo.

Además, el hecho de que estas calificaciones se otorguen por expertos independientes, suele ser importante para los inversores, ya que en la práctica queda demostrado que éstos no siempre se "fían" de sus asesores, y se duda en muchas ocasiones de si una determinada recomendación se efectúa en base a los intereses de los clientes exclusivamente, o si pueden entrar también en juego los intereses de la entidad que efectúa la recomendación.

Aunque las estrellas pueden ayudarnos mucho a la hora de elegir un fondo, no hay que olvidar que el rating se basa en datos históricos. Igual que sabemos que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras, el rating actual no garantiza en ningún caso el rating futuro.

Podemos utilizar entonces el rating como un primer filtro, pero en la selección de fondos deberemos también tener en cuenta otros factores: las comisiones, la política de inversión, la antigüedad del gestor, etc.

Hay que ser muy cautelosos a la hora de tener en cuenta los ratings, ya que la información que nos ofrecen no es ni mucho menos completa, y además un buen rating no implica necesariamente que el fondo esté bien gestionado. Les exponemos algunas preguntas:

- ¿Qué ocurre si el fondo ha cambiado de gestor? En este caso, de poco servirá el buen rating pasado del fondo, ya que lo que de verdad interesará es saber cómo lo hará el nuevo gestor en el futuro.
- ¿Qué pasa con los fondos en divisas distintas del euro, que tienen una clase con cobertura de divisa y otra sin cobertura? En este caso la gestión será igual de buena -o de mala- en ambas clases, pero la evolución de la divisa puede ofrecernos rentabilidades muy diferentes para una y para otra clase. Esto podría traducirse en un mayor número de estrellas para una de las clases del fondo, pero en realidad la elección tendríamos que hacerla en función de otras cuestiones -¿Quiero asumir riesgo kisa? ¿Creo que el yen o el dólar se van a depreciar con respecto al euro?-.
- ¿Qué influencia puede tener la inclusión de un fondo en una categoría determinada? En ocasiones, una misma categoría puede llegar a englobar fondos con un perfil de riesgo muy diferente. Imaginemos sin ir más lejos la categoría de Renta Variable Emergentes, en la que se incluyen fondos que invierten en el mercado chino y fondos que invierten en el mercado australiano. Esta diferencia de volatilidades puede traducirse en diferencias significativas de rentabilidad, lo cual puede ir en detrimento de algunos fondos que asumen menos riesgo, pero que a su vez en determinados momentos presentan rentabilidades más modestas.

Ratio de información

¿Qué es el Ratio de información?

El **información ratio** -o **ratio de información**- es una medida estadística que muestra la influencia que ha tenido un gestor en la rentabilidad del fondo en comparación con el comportamiento del mercado.

Así, este ratio mide la rentabilidad extra obtenida por el fondo como consecuencia de la habilidad del gestor en relación con el mercado.

¿Cómo se define?

Este ratio fue desarrollado por William Sharpe, y es más reciente que otros ratios (como Sharpe, Treynor y Jensen).

El ratio se obtiene restando del rendimiento del fondo el rendimiento del índice de referencia. El resultado de esta resta se divide después por el "tracking error" del fondo (índice de volatilidad, que nos indica cuánto se ha desviado la rentabilidad de un fondo con respecto a la de su índice de referencia).

$$\text{Ratio de información} = \frac{\text{Rentabilidad del fondo} - \text{Rentabilidad del índice}}{\text{Tracking error}}$$

El ratio de información es uno de los datos estadísticos más utilizados y es una medida de rentabilidad/riesgo. Mide la capacidad que tiene el gestor de proporcionar al fondo una rentabilidad adicional producto de su gestión y para un nivel de riesgo dado. Para determinar cuál es ese nivel de riesgo dado se hace una comparativa con su índice de referencia.

Para calcular el Ratio de Información de un fondo se aconseja utilizar al menos el histórico del fondo de los últimos 3 años, midiendo en ese periodo cómo se ha desviado su rentabilidad de la del índice de referencia. El ratio de información mide el valor que añade el gestor por cada unidad de riesgo que toma.

Cuanto mayor sea el ratio de información de un fondo mejor, pues es señal de que el riesgo adicional en el que está incurriendo el gestor está recompensado con una mayor rentabilidad.

Que este ratio sea muy alto no significa que el fondo sea muy seguro, simplemente nos indica que ese riesgo nos aporta una rentabilidad extra sobre la del índice, pero perfectamente podrían tener tanto el fondo como el índice rentabilidades negativas.

¿Por qué es importante?

Este índice puede ser muy útil a la hora de juzgar la labor de un gestor, ya que no sólo nos indica cuánta rentabilidad extra ha conseguido éste, sino también la calidad de ese exceso, puesto que tiene en cuenta el riesgo activo que se asume.

Respecto de otros índices, el Ratio de Información presenta ciertas ventajas:

- Mide correctamente el valor añadido por el gestor, ya que tiene en cuenta la diferencia de rentabilidad entre la cartera y el benchmark. En este sentido, esta medida es más correcta que la del índice de Sharpe, que se limita a comparar la rentabilidad del fondo con la de un activo libre de riesgo como las Letras del Tesoro.
- En relación a los fondos indexados constituye una excelente medida de la calidad de la gestión, puesto que relaciona el diferencial de rentabilidad alcanzado con el riesgo relativo asumido por el gestor al separarse en mayor o menor grado de su índice o benchmark.

Algunas gestoras que incluyen el Information Ratio en sus fichas técnicas son ING Investement Management y Gartmore SICAV.

Ratio rotación

¿Qué es el ratio de rotación?

El ratio de rotación nos indica la frecuencia con que un gestor compra o vende valores en un fondo de inversión.

¿Cómo se calcula?

El ratio de rotación se calcula comparando el valor total de los activos comprados o vendidos durante un periodo anterior con el patrimonio total del fondo.

En la mayoría de los casos, el ratio de rotación se calcula teniendo en cuenta periodos de doce meses.

Por ejemplo, un índice de rotación del 40% significa que en un fondo con un patrimonio de 100 millones de euros, se han realizado transacciones en valores por un importe de 40 millones de euros en un periodo determinado.

¿Por qué es importante?

Este ratio nos indica si una cartera experimenta muchas variaciones a lo largo de un periodo, o si, por el contrario, se trata de una cartera más estable. En ocasiones, esto va a depender del tipo de fondo de inversión de que se trate.

En la gestión cuantitativa, es más frecuente ver carteras con un alto nivel de rotación, ya que en este tipo de gestión las órdenes suelen ejecutarse a través de sistemas automáticos, que tienen definidas señales de compra/venta que se ejecutan inmediatamente cuando se alcanzan los valores prefijados.

En cambio, otras carteras se construyen prioritariamente a través de criterios fundamentales, invirtiéndose en compañías baratas que se mantienen en cartera hasta que se llega a los precios objetivos marcados por el gestor.

Los fondos que invierten en compañías con el criterio de alta rentabilidad por dividendo suelen ser muy estables; en estas carteras se incluyen aquellos valores que ofrecen un dividendo más alto dentro del universo de inversión, y generalmente estas compañías suelen ser las mismas un periodo tras otro -no es frecuente que una compañía reparta un dividendo elevado un año y al otro no reparta nada, las políticas de retribución al accionista suelen mantenerse en circunstancias normales-. Dentro de esta categoría podríamos citar el ING L Invest Euro High Dividend, con un ratio de rotación de 6,95%.

En el extremo opuesto, podríamos citar el JPM Highbridge Statistical Market Neutral, con una rotación de cartera cercana al 600%.

En casos de altos niveles de rotación, hay que estar muy pendientes de los costes de ejecución, ya que no podemos olvidar que cada vez que se realiza una operación de compra/venta en el fondo, esto supone un gasto que de una manera indirecta afecta a la rentabilidad del inversor. Esto no siempre es así, por ejemplo, en el caso del JPM Highbridge Statistical Market Neutral los gastos son prácticamente despreciables y no afectan a la rentabilidad del fondo, pero esto es debido a la buena gestión del coste de intermediación de la gestora con sus brokers. En este sentido, se está abogando por parte de los supervisores para que exista una mayor transparencia a la hora de especificar los costes totales que existen en los fondos.

Algunas gestoras ofrecen la información sobre el ratio de rotación en su folleto simplificado, como es el caso de Gartmore SICAV. En el caso de otras gestoras, esta información brilla por su ausencia, a pesar de ser dato de gran utilidad para el inversor.

Registro del fondo

¿Qué es un Fondo Registrado?

La CNMV es el organismo encargado de la autorización, el registro y la supervisión de los fondos de inversión en España. Los que soliciten su inscripción en el registro de la CNMV deben presentar la escritura pública de constitución, así como el folleto explicativo en el que se contienen sus estatutos y el reglamento. Entre otros aspectos, el folleto explicativo debe indicar en qué mercados va a invertir el fondo.

Anualmente, la gestora del fondo debe enviar a la CNMV la memoria del ejercicio. También debe comunicar cualquier hecho relevante que afecte a la evolución del fondo, e incluirlo en el siguiente informe trimestral a socios y partícipes.

¿Cómo registrar un fondo como traspasable?

Un fondo de inversión, al ser un patrimonio sin personalidad jurídica, siempre es traspasable en el momento que ha quedado registrado en la CNMV. En cambio, una SICAV, al ser una sociedad anónima, tiene que cumplir dos requisitos, además de estar registrada en la CNMV, para ser traspasable:

- Haber alcanzado los quinientos partícipes. De no cumplirse este requisito, ninguno de los accionistas podrá efectuar un traspaso.
- Ningún accionista podrá haber tenido más del 5% del patrimonio en los últimos doce meses. El accionista que no cumpla este requisito no podrá efectuar traspaso.

¿Por qué es importante?

La ley 46/2002, del 18 de diciembre, en la que se modifica la tributación de los socios o partícipes de los fondos de inversión, regulada en el artículo 77 de la ley 40/1998 del IRPF, que entró en vigor el 1 de enero de 2003, introdujo importantes novedades que mejoraron considerablemente la fiscalidad de los fondos de inversión en España.

Dentro de estas novedades, destaca una medida solicitada desde hace ya mucho tiempo por los inversores, que es el cambio de un fondo de inversión a otro, sin tributar por las plusvalías generadas. En otras palabras, si el importe reembolsado es reinvertido en otros fondos de inversión, el partícipe no deberá tributar por ello en el IRPF, de forma que hasta que venda sus participaciones "definitivamente" no tendrá que soportar ningún coste fiscal.

A modo de conclusión, cabe resaltar que los supermercados de fondos generalmente sólo comercializan fondos traspasables.

Rentabilidad de un fondo de inversión

¿Qué es la rentabilidad de un fondo de inversión?

La rentabilidad de un fondo suele presentarse de tres formas:

- Rentabilidad por periodos.
- Rentabilidades acumuladas.
- Rentabilidades relativas.

¿Cómo se calcula?

La rentabilidad de un fondo es la rentabilidad de su valor liquidativo. La ventaja como inversor, es que al conocer la rentabilidad del valor liquidativo no tenemos que restar posteriormente ningún tipo de comisión, puesto que por lo general, el valor liquidativo ya las incluye todas.

Por tanto, lo que ves es lo que tienes.

¿Cómo se calcula?

Vamos a tomar como ejemplo el fondo Gartmore Global Focus Fund, que comenzó su andadura el 31 de enero de 2001 en su clase inicial, registrada en Reino Unido y en libras esterlinas. Es un fondo de renta variable global. Posteriormente ha sido registrado en la CNMV y es un fondo accesible para el inversor minorista español.

Puesto que el fondo está en libras esterlinas, vamos a compararlo con su índice de referencia, el Índice Morgan Stanley World Capital Index, en libras (MSCI World Index).

Las cifras

	Valor Liquidativo Gartmore Global Focus Fund (libras esterlinas)	MSCI World (libras esterlinas)
31-ene-01	0,96	852,18
31-dic-01	0,89	690,08
31-dic-02	0,66	491,90
31-dic-03	0,84	581,11
31-dic-04	0,90	610,38
30-dic-05	1,20	731,82
29-dic-06	1,31	758,13

Fuente: Bloomberg.

Calculamos la rentabilidad como un porcentaje, por ejemplo, si tomamos la rentabilidad por periodos:

- Rentabilidad 2006 del fondo = $((1,31/1,20) - 1) \times 100 = 9,2\%$
- Rentabilidad 2006 del índice = $((758,13/731,82) - 1) \times 100 = 3,6\%$

En 2006, el fondo se ha comportado mejor que el índice y, según vemos en la próxima tabla de rentabilidades por periodos, en los restantes años el fondo también lo ha hecho mejor que el índice.

Rentabilidades por periodos

	Gartmore Global Focus Fund (libras esterlinas)	MSCI World (libras esterlinas)
2001*	-6,9%	-19,0%
2002	-25,8%	-28,7%
2003	27,3%	18,1%
2004	7,1%	5,0%
2005	33,3%	19,9%
2006	9,2%	3,6%

Fuente: Bloomberg; *11 meses, puesto que el fondo tiene su inicio el 31 de enero de 2001

También es interesante ver la rentabilidad acumulada de una serie de años. Nos da una mejor idea de cómo ha evolucionado el fondo desde una perspectiva a más largo plazo. Para calcular la rentabilidad acumulada vamos comparando cada periodo, con el mismo valor liquidativo de referencia, en este caso, el del 31 de enero de 2001, fecha de inicio del fondo.

Rentabilidades acumuladas

	Gartmore Global Focus Fund (libras esterlinas)	MSCI World (libras esterlinas)
2001*	-6,9%	-19,0%
2002	-31,0%	-42,3%
2003	-12,1%	-31,8%
2004	-5,8%	-28,4%
2005	25,5%	-14,1%
2006	37,0%	-11,0%

Fuente: Bloomberg; *11 meses, puesto que el fondo tiene su inicio el 31 de enero de 2001.

En la tabla de rentabilidades acumuladas, se aprecia todavía mejor que el fondo supera con creces al índice de referencia. En el periodo que va de enero de 2001 a diciembre de 2006, un inversor que hubiera invertido 1.000 libras tendría 1.370 libras, una rentabilidad acumulada positiva del 37%. El índice de referencia, a finales de 2006, todavía no había recuperado su valor inicial. Si se hubieran invertido las mismas 1.000 libras en un ETF (fondo índice) del MSCI World, a final de 2006 valdrían 890 libras, una pérdida del 11%.

Por último, en ocasiones se publica la rentabilidad relativa del fondo respecto a su índice de referencia. Es un dato que ensalza el buen hacer del gestor frente al índice, en caso de que el fondo lo supere, pero puede ser engañoso. En el ejemplo que nos ocupa al ver la tabla de rentabilidad relativa del fondo menos la del índice vemos todo en positivo, tanto por periodos como en términos acumulados. Así es muy difícil hacerse a la idea de que en 2001 y 2002 el fondo tuvo importantes pérdidas.

Rentabilidades relativas Gartmore global Focus (fondo - índice)

	Por periodos	Acumulada
2001*	12%	12%
2002	3%	11%
2003	9%	20%
2004	2%	23%
2005	13%	40%
2006	6%	48%

Fuente: Bloomberg; *11 meses, puesto que el fondo tiene su inicio el 31 de enero de 2001.

¿Por qué es importante?

Es lo que más nos interesa del fondo. La rentabilidad refleja lo que nos ha hecho ganar en el fondo en el pasado. Si bien en los mercados financieros, resultados pasados no son promesa de resultados futuros, es la herramienta más tangible que tenemos para valorar qué podemos esperar de un fondo de inversión.

Sharpe

¿Qué es el Sharpe Ratio?

El Sharpe Ratio o Índice de Sharpe se define como la relación existente entre el beneficio adicional de un fondo de inversión, medido como la diferencia entre la rentabilidad del fondo y la rentabilidad de un activo sin riesgo, y su volatilidad, medida como su desviación típica. Generalmente se toma como activo sin riesgo la rentabilidad de la deuda pública a corto plazo del área geográfica que más se asimile a los activos en los que invierte el fondo. Por ejemplo, para fondos europeos, sería el Euribor a 3 meses.

El ratio Sharpe expresa la prima de rentabilidad obtenida por cada unidad de riesgo soportado por el fondo.

¿Cómo se calcula?

El Sharpe Ratio fue desarrollado por el Premio Nobel William Forsyth Sharpe, de la Universidad de Stanford.

Como hemos visto, mide numéricamente la relación Rentabilidad / Volatilidad Histórica (desviación estándar) de un fondo de inversión.

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{\text{Rentab. fondo} - \text{Rentab. sin riesgo}}{\text{Volatilidad del fondo}}$$

¿Qué lecturas podemos extraer del valor numérico del sharpe? Estas son algunas de ellas:

- 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.
- Si el ratio de Sharpe es negativo, indica un rendimiento inferior al de la rentabilidad sin riesgo.
- Todo ratio de Sharpe inferior a 1 supone que el rendimiento del activo es inferior al riesgo que estamos asumiendo al invertir en el mismo.
- Cuando la volatilidad del fondo es grande, asumimos más riesgo; mayor es el denominador de la ecuación y menor es el Sharpe Ratio, a no ser que el rendimiento del fondo consiga compensar esa mayor volatilidad.

¿Por qué es importante?

El Sharpe Ratio es una herramienta muy útil para el inversor, que le puede servir para:

1. Analizar si es adecuada la relación rentabilidad/riesgo de una inversión.

Podemos utilizar este ratio para mostrar hasta qué punto el retorno de una inversión compensa al inversor por la asunción de riesgo. Normalmente, los inversores suelen medir la calidad de un fondo simplemente mirando los datos de rentabilidad, pero casi nunca se tiene en cuenta el factor riesgo, que es tanto o más importante que la rentabilidad. Nos suele llamar la atención una rentabilidad elevada, pero rara vez nos paramos a pensar cuánto riesgo se asume para conseguirla.

Un fondo que invierte en mercados emergentes no es mejor que un fondo que invierte en renta variable europea sólo por el hecho de haber conseguido una rentabilidad superior en un periodo de tiempo determinado. Para juzgar la calidad de un fondo, además de la rentabilidad tendríamos que tener en cuenta el factor riesgo; obviamente, un fondo que invierte en mercados emergentes tiene más volatilidad, lo que en la práctica se traduce en la posibilidad de obtener mayores rentabilidades. Pero no deberíamos olvidar que, al ser su riesgo muy superior, también tenemos que asumir la probabilidad de sufrir mayores pérdidas.

Y precisamente esto es lo que mide el ratio de Sharpe: la relación entre ambos factores, rentabilidad y riesgo.

2. Comparar distintos fondos dentro de una misma categoría.

Si estamos dudando a la hora de invertir entre dos fondos de inversión, uno de los factores que podemos tener en cuenta es cuál de ellos presenta un mayor Sharpe Ratio. El fondo con Sharpe más alto será aquel que nos proporciona un mayor retorno para un mismo nivel de riesgo.

El Sharpe ratio, junto con otros como el Ratio de Treynor y la Alfa de Jensen, se utilizan con frecuencia para valorar el comportamiento de los activos de una cartera o para comparar la eficacia de distintos gestores de fondos de inversión.

Pongamos ahora un ejemplo para ilustrar este concepto, Tenemos dos fondos de inversión de renta variable europea, y vamos a analizar su Ratio de Sharpe para saber cuál de los dos nos conviene más.

Ejemplo de cálculo del ratio Sharpe para dos Fondos

	Fondo A	Fondo B
Rentabilidad a 1 año	18%	25%
Volatilidad a 1 año	15%	24%
Letras a 3 meses	5%	5%
Sharpe Ratio	$(18-5)/15 = 0,86$	$(25-5)/24 = 0,83$
Mínimo 1 Año	-5%	-15%
Máximo 1 Año	+22%	+32%

Fuente: elaboración propia.

El fondo A tiene una rentabilidad menor a la del fondo B, pero sin embargo tiene un mayor Sharpe Ratio. El motivo está claro: su volatilidad ha sido menor, es decir ha oscilado menos, ha tenido menos altibajos.

Aunque la rentabilidad final ha sido menor, podemos ver que mientras en el peor momento el Fondo B perdía un 15%, el Fondo A tan solo lo hacía en un 5%.

El Sharpe ratio nos sirve para comparar entre sí dos fondos o un grupo de fondos. Saber que un fondo tiene un Sharpe Ratio de 0,83 de poco nos sirve si no lo comparamos a la vez con otro fondo.

Así, el ratio de Sharpe es una variable que sirve para valorar la calidad de un fondo de inversión, comparándolo con los fondos de su mismo tipo. Teóricamente, no se deben comparar ratios Sharpe de fondos de distintas categorías aunque considerando que el nivel de volatilidad del fondo está comprendido en el ratio Sharpe, esta premisa es hasta cierto punto discutible.

Por último, indicar que aunque el Sharpe es un estadístico muy a tener en cuenta, es aconsejable complementarlo con otros antes de tomar una decisión de inversión.

Valor liquidativo

¿Qué es el Valor liquidativo de un fondo?

El precio de las participaciones, tanto a efectos de suscripción como de reembolso, se denomina valor liquidativo. En la mayor parte de los fondos se calcula diariamente: cada día se divide el valor del patrimonio entre el número de participaciones que se encuentran en circulación, y así se obtiene el valor liquidativo de cada una de ellas.

No obstante, existen fondos como los hedge funds o los fondos inmobiliarios que, por las características propias de los activos en los cuales invierten (inmuebles, derivados, futuros,...), no pueden comunicar el valor liquidativo a diario: en este caso, la periodicidad del cálculo del valor liquidativo suele ser mensual, trimestral o a veces anual.

¿Cómo se calcula el Valor liquidativo?

El valor liquidativo de un fondo de inversión, a diferencia de una cartera directa en los activos que lo componen, tiene ya restados todos los gastos asociados.

Al calcular el patrimonio del fondo, antes de dividirlo por el número de participaciones para calcular el valor liquidativo se le restan todos los gastos del fondo, principalmente su comisión de gestión y todos los costes de intermediación, custodia, mantenimiento, etc. que soporta el fondo.

En la comisión de gestión se comprenden los gastos de la gestora que se repercuten al fondo, entre los que destaca el salario de los gestores, pero también el de todo el personal de apoyo de la gestora, incluyendo la red comercial.

Lo relevante para el inversor es que al consultar la rentabilidad del valor liquidativo de un fondo, está viendo la evolución exacta de su patrimonio, eso sí, en la divisa del fondo. Si es un fondo en dólares, luego tendrá que calcular el impacto de la evolución del tipo de cambio en su patrimonio en Euros. El inversor no tiene que restar ninguna comisión adicional salvo que el fondo tenga comisión de reembolso, algo poco frecuente en España, exceptuando los fondos garantizados.

¿Por qué es importante?

Lo más importante del valor liquidativo de un fondo es que tenga periodicidad diaria. Esto asegura al inversor que podrá comprobar día a día cómo evoluciona el fondo, sin sorpresas.

Incluso si el fondo no tiene liquidez diaria, como es el caso de algunos fondos de gestoras especializadas en hedge funds o de fondos de fondos hedge, si al menos se publica el valor liquidativo diariamente, o como mucho semanalmente, se evitan sorpresas a la hora de solicitar el reembolso de un fondo.

Lo ideal es que el valor liquidativo se publique diariamente y además que el reembolso sea también diario. Este es el caso de la gran mayoría de los fondos no garantizados registrados para su comercialización en España. Uno de los principales factores que pueden dificultar el desarrollo del mercado para particulares de fondos de fondos hedge en España es precisamente que el cálculo del valor liquidativo tiene una periodicidad mínima trimestral, que podría ampliarse hasta ser semestral si se aprueba en el folleto. En la práctica esto es una importante traba a la liquidez del fondo de cara a un inversor particular. Las gestoras de fondos de hedge funds tienen la obligación de abrir ventanas de reembolso siempre que se publique el valor liquidativo, pero en ocasiones pueden exigir un preaviso con lo que la liquidez es todavía menor.

VaR

¿Qué es el VaR?

El VaR se puede definir como el valor máximo probable de pérdida, con un intervalo de confianza determinado, y sobre un cierto periodo de tiempo.

¿Cómo se calcula?

El VaR nació en EEUU en la década de los 80, siendo utilizado por importantes bancos en el manejo de derivados. Sus siglas responden a las palabras en inglés "value at risk", que se traducen al castellano como "valor en riesgo".

El VaR es un método para cuantificar el riesgo. En términos formales, el VaR mide la máxima pérdida esperada en un intervalo de tiempo determinado, bajo condiciones normales del mercado y ante un nivel de confianza dado.

Por ejemplo, ¿qué significa un VaR 4 a 1 año, con un nivel de confianza del 98%? Pues significa que en el plazo de 1 año, existe un 98% de probabilidad de que un inversor no pierda más de un 4%, o visto desde otro punto de vista, que sólo habrá un 2% de los casos en los que el fondo podría perder más de un 4% en un año.

A la hora de calcular el VaR es necesario definir:

- **Pérdida máxima que se puede sufrir.**
- **Nivel de confianza o probabilidad de pérdida asociada al VaR:** generalmente, los intervalos de confianza se fijan entre el 90% y el 99%.
- **Plazo al que se hace referencia:** pueden tomarse plazos de 1 día, o periodos de tiempo más largos (1 mes o 1 año).

Estas elecciones se hacen de forma arbitraria, y pueden depender mucho del tipo de cartera sobre la que estemos calculando el VaR. Si estamos midiendo una cartera muy arriesgada, en la que son comunes las operaciones intradía, lo más sensato es tomar un VaR diario. Por el contrario, si estamos ante una cartera indexada a algún índice, es posible que sea suficiente con observaciones mensuales.

Pero, ¿cómo es posible llegar a este nivel de probabilidad? Sencillamente, a través de sistemas matemáticos y estadísticos, siendo algunos de ellos:

- **Sistema histórico:** se basa en considerar que el comportamiento del mercado se repite a lo largo del tiempo como una distribución estadística normal, de modo que observando lo que ocurrió en el pasado, podremos predecir el comportamiento futuro de los activos que componen una cartera. Pongamos un ejemplo; queremos calcular el VaR a 1 año del índice Ibex 35, con un nivel de confianza del 95%. Lo que haremos es ver las rentabilidades históricas del índice, y calcularemos el nivel de rentabilidad anual por encima del cual han quedado el 95% de las observaciones.
- **Método de Montecarlo:** es el más utilizado en la práctica, y en él se tienen en cuenta no sólo los datos históricos, sino que también se generan una serie de rentabilidades de manera aleatoria, a fin de simular todos los escenarios posibles.

¿Por qué es importante?

Ante todo, indicar que el VaR constituye una medida del riesgo muy intuitiva, y que todos los inversores entienden con gran facilidad. Cuando hablamos de volatilidad, que también es una medida del riesgo, estamos hablando de la desviación de las rentabilidades del fondo con respecto a su media. Pero a la mayoría de los inversores, la volatilidad "buena", la que le hace tener beneficios, no le preocupa... en realidad, lo que a todos los inversores les preocupa es la volatilidad "mala", la que provoca pérdidas en su cartera. Y precisamente a esta última volatilidad es a la que hace referencia el concepto de VaR.

Para las instituciones financieras el VaR se ha convertido en un instrumento de gran utilidad; el VaR es apropiado para fijar niveles de exposición al riesgo y las herramientas y los sistemas que se emplean para su cálculo cada vez son más sofisticados y complejos.

También hay que decir que, a pesar de su utilidad, tampoco debemos intentar utilizar el VaR en todos los casos, ya que incluso en ocasiones esta medida estadística puede resultar incongruente con el tipo de inversión que se está llevando a cabo. Imaginemos un fondo indexado, cuyo objetivo es replicar con exactitud a su índice de referencia. Si se sobrepasa el límite de VaR prefijado, ello nos conduciría a la venta de posiciones para controlar el riesgo, pero por otro lado estaríamos alejando de la política de inversión del fondo, que era replicar el índice.

Hoy en día se ha popularizado tanto la utilización de los VaR, que incluso algunos fondos han ido más allá y han hecho de este método la propia esencia de su política de inversión. Es el caso de los fondos JPMorgan RV 2 o JPMorgan RV 4. Tal y como se establece en la propia ficha del primero de ellos: "JPM RV2 es un fondo de valor relativo de renta fija con una exposición a mercado limitado, diseñado para producir excesos de rentabilidad en liquidez mediante el uso de un conjunto de estrategias con el fin de generar alfa. El objetivo de rentabilidad del fondo es EONIA + 175 puntos básicos por año bruto de comisiones. La cartera está gestionada rigurosamente dentro de un rango de VaR del 2%".

Volatilidad de un fondo de inversión

¿Qué es la volatilidad de un fondo de inversión?

Como describe la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), la volatilidad nos indica si históricamente los valores liquidativos del fondo han experimentado variaciones importantes o si, por el contrario, han evolucionado de manera estable. Un fondo muy volátil tiene más riesgo porque es difícil prever si el valor liquidativo va a subir o a bajar. Por tanto, en el momento del reembolso, lo mismo podrían obtenerse ganancias significativas que pérdidas importantes.

A medida que aumenta la volatilidad más fluctuará el valor liquidativo y más riesgo tiene una inversión.

¿Cómo se define?

La volatilidad es la medida más ampliamente aceptada por el mercado para representar de forma matemática el riesgo de un activo financiero durante un periodo determinado.

La volatilidad suele medirse en términos estadísticos a través de la desviación típica (indica cómo, en términos medios, la rentabilidad de un fondo se ha desviado de su rentabilidad media durante el horizonte temporal de observación). Si la desviación típica es alta, esto significa que las rentabilidades del fondo se han desviado significativamente con respecto a la rentabilidad media, y por tanto podemos deducir que se trata de un fondo con un riesgo alto.

Para la interpretación del riesgo, podemos utilizar los siguientes baremos orientativos:

- Si la volatilidad es menor al 2%, se dice que el riesgo es bajo.
- Si está comprendida entre el 2% y el 8%, el riesgo del fondo es medio.
- Si está comprendida entre el 8% y el 20%, el fondo soporta un riesgo alto.
- Si la volatilidad es mayor al 20%, el riesgo del fondo es muy alto.

Una cosa muy importante que deberíamos tener en cuenta cuando consultamos la ficha de un fondo es saber con respecto a qué horizonte temporal está calculada la volatilidad. En ocasiones, se mide la volatilidad teniendo en cuenta los datos de los últimos 12 meses; pero algunos expertos consideran que los datos de los últimos 12 meses no son suficientemente representativos para hacernos una idea correcta de la volatilidad, y consideran más correcto tomar horizontes de observación más amplios (por ejemplo, 3 años). Un defecto del que adolecen muchas fichas de fondos es que indican cuál es la volatilidad, pero no hacen referencia al método de cálculo empleado.

¿Por qué es importante?

La volatilidad de un fondo es muy importante, ya que nos sirve para tener una idea clara sobre el riesgo de la inversión. Si estoy invirtiendo en un fondo volátil, sabemos que podemos obtener importantes rentabilidades, pero también grandes pérdidas. En cambio, un fondo con un riesgo bajo no suele sufrir importantes pérdidas, pero las expectativas de rentabilidad suelen estar muy limitadas.

La volatilidad nos sirve para comparar el riesgo entre distintas categorías de fondos (podremos ver qué categorías son las más volátiles), y también para ver qué fondos son más volátiles dentro de una misma categoría (dentro de los fondos que invierten en renta variable española, habrá fondos que asuman más riesgo que otros; a igualdad de rentabilidades, mi sentido común me hará decantarme por aquellos que tienen menos riesgo).

Vamos a poner un ejemplo, para que entendamos más fácilmente todo lo anterior. Si vamos a la ficha del fondo Credit Suisse High Yield Eur B, podemos ver que su volatilidad (a 3 años y anualizada) es del 3,14%. ¿Qué significa esto? ¿Es una volatilidad alta o baja? En primer lugar, tengo que identificar correctamente la categoría a la que pertenece el fondo, que en este caso es "Renta fija de alta rentabilidad".

Analizaremos dos cuestiones:

1. ¿Estoy invirtiendo en una categoría arriesgada?

Teniendo en cuenta que su volatilidad es del 3,14%, si vamos a nuestros baremos orientativos podremos comprobar que el riesgo de mi inversión sería medio.

También podremos apreciar que esta categoría tiene más riesgo que la de "Fondos Monetarios" o "Renta fija a corto plazo", pero mucho menos que la de "Renta Variable EE.UU." o "Renta Variable Emergentes".

2. ¿Cuánto riesgo asume mi fondo comparado con fondos similares?

Observando los datos de la categoría "Renta fija de alta rentabilidad", vemos que hay varios fondos cuyas volatilidades rondan el 4%. Así, mi fondo asume un riesgo bastante bajo en relación a la categoría.

Algunos fondos de Renta Fija de alta rentabilidad "high yield". Datos de volatilidad y rentabilidad

	Volatilidad 3 Años (anualizada)	Rentabilidad 3 años (anualizada)
Credit Suisse High Yield Euro B	3,14%	10,1%
Fidelity Euro High Yield A	2,99%	8,3%
Fidelity US High Yield A (\$)	3,72%	10,2%
SGAM Bond Euro High Yield A	3,57%	8,9%
Franklin Templeton High Yield N Acc	4,13%	8,9%

Fuente: Bloomberg; datos a 15 de mayo, 2007.

¿Quieren saber cómo interpretar la volatilidad en la práctica? Hemos visto que la volatilidad suele medirse a través de la desviación típica. Volviendo al caso anterior, recordamos que el fondo Credit Suisse High Yield Eur B tenía una volatilidad de 3,14%. Para saber interpretar este dato, es necesario conocer también la rentabilidad del fondo.

La rentabilidad media anual de los últimos tres años del fondo ha sido del 10,1%. Si su volatilidad, o desviación típica anualizada en el mismo periodo es del 3,14% esto quiere decir que, partiendo de que la rentabilidad del fondo sigue una distribución normal, con un intervalo de confianza del 95%, (equivalente a dos desviaciones típicas), en los últimos tres años el fondo ha tenido una revalorización anual que ha fluctuado entre el 3,82% (rentabilidad 3 años - dos veces la volatilidad 3 años = 10,1% - 2 x 3,14%) y el 16,38% (rentabilidad 3 años + dos veces la volatilidad 3 años = 10,1% + 2 x 3,14%).

No podemos tomar esto al pie de la letra de cara al comportamiento futuro del fondo, pero sí nos da una idea de sus características. Cualquier clasificación del riesgo de los fondos se basa en datos y rendimientos pasados, y éstos no tienen por qué repetirse en el futuro.

Volumen del fondo

¿Qué es el Volumen de un fondo de inversión?

Al comprar participaciones de un fondo de inversión, la entidad gestora coge el dinero aportado, lo añade al "nuevo" dinero que entra en el fondo y lo invierte bien en acciones, en renta fija, activos monetarios, derivados... o en una mezcla de todos ellos según la política de inversión que tenga establecida. El patrimonio total que tiene el fondo, tanto el que está invertido como el que, por decisión del gestor o por aportación reciente está en efectivo, constituye el volumen del fondo. En cuanto a los títulos, acciones, emisiones de deuda o incluso liquidez, que posee el fondo también se conocen como los activos del fondo y su conjunto constituye la cartera del fondo.

¿Cómo se calcula?

El patrimonio del fondo varía fundamentalmente en función de las suscripciones y reembolsos que afectan al mismo, de la rentabilidad de los activos que lo componen y también, aunque con menor incidencia, de los gastos del fondo.

Resulta interesante estudiar si un fondo está aumentando o disminuyendo su patrimonio, y además, qué parte de la variación responde al efecto del mercado en sus activos, y que parte responde a las suscripciones netas, medidas como las suscripciones menos los reembolsos. Si un fondo recibe mucho dinero nuevo puede señalar dos cosas: un buen comercializador o un "efecto llamada" generado por los buenos resultados del fondo. Generalmente van unidos.

¿Por qué es importante?

Conocer el patrimonio de un fondo puede constituir un criterio de selección y una garantía de seguridad a la hora de escoger dónde invertir. Un fondo con un patrimonio demasiado pequeño puede ser señal de que es muy joven, y por lo tanto no ha implementado ni consolidado del todo el estilo de gestión; que la gestora no tiene mucha experiencia, algo que puede retraer a algunos inversores, o simplemente que el fondo no es bueno y por tanto no ha conseguido convencer a nuevos partícipes. Asimismo, y sobre todo en caso de escasa información sobre el fondo, resultará siempre más seguro invertir en uno que tiene ya un volumen notable, que en otro que consta de un patrimonio muy pequeño. Un baremo que puede considerarse razonable son los 50 millones de euros como patrimonio mínimo para un fondo de inversión, pero en este sentido, hay todo tipo de opiniones.

Otro problema con el tamaño de un fondo es que puede llegar a crecer tanto, que se hace ingobernable por parte del gestor. En este caso, las gestoras optan por cerrar el fondo a nuevos suscriptores cuando se alcanza su capacidad máxima, concepto analizado entre las definiciones avanzadas de este mismo libro.

¿Demasiado volumen es bueno?

Cuando un fondo alcanza un volumen muy grande, existe el riesgo de que su gestión se vuelva más incómoda y que a la larga perjudique la estrategia del gestor así como el propio valor liquidativo.

Para evitar que un fondo se vea afectado por un patrimonio demasiado grande, y para que pueda perdurar el máximo posible, se suele realizar un cierre "blando" o "suave" cuando el fondo alcanza el 70% de la capacidad que se considera máxima para no perjudicarlo. En otras palabras, se trata de no aceptar las inversiones de nuevos clientes, aunque sí nuevas aportaciones de los ya existentes. Si sigue entrando demasiado dinero, entonces el cierre pasa a ser "duro", es decir que no se acepta ninguna nueva suscripción.

Es el caso por ejemplo del JPMorgan Highbridge Statistical Market Neutral, un exitoso hedge fund moldeado a la normativa europea, que anunció su cierre blando el 23 de mayo de 2007, después de haber sido en el primer trimestre de 2007 el segundo fondo que más patrimonio captó en Europa. En apenas ocho meses, este sofisticado producto atrajo cerca de 8.000 millones de euros en toda Europa, según los datos de Bloomberg.

Este documento no constituye una oferta, una solicitud, un consejo o una recomendación de compra o venta, por parte de Self Bank, de los productos aquí descritos. La información contenida en este documento es únicamente de carácter indicativo y no tiene ningún valor contractual. Esta información está sujeta a modificación, en particular, en función de las fluctuaciones del mercado. Aconsejamos que lea el conjunto del presente documento y no únicamente los títulos de los diferentes párrafos. Antes de invertir en el producto, usted debe hacer su propia valoración del riesgo desde un punto de vista legal, fiscal y contable, sin depender exclusivamente de la información que le proporcionamos y consultando, si lo estima necesario, sus propios asesores en la materia o cualquier otro asesor independiente.

La operativa en estos productos está dirigida a inversores que deben tener experiencia y conocimientos financieros suficientes. La inversión en estos productos requiere una vigilancia constante de la posición ya que comportan un alto riesgo y el valor de reembolso puede ser inferior al montante de la inversión inicial. En el peor de los casos, los inversores podrían perder la totalidad de su inversión.

SelfBank
by Singular Bank

Contacta con nosotros

No clientes

914 890 888

informacion@selfbank.es

Cientes

914 890 888

Área Clientes (Centro de comunicaciones > opción "Mensajes")