



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**  
**Departamento de Análisis Económico y Economía Política**  
**Grado en Economía y Derecho**

**Trabajo Fin de Grado**

**Fondos de inversión. El Value Investing**

**Autor:** Pablo Moreno Carneado

**Tutor:** Rafael Caballero Jiménez

08/06/2018

**Firmado por:**

**ÍNDICE**

1. Introducción.....	3
2. Fondos de Inversión .....	4
2.1. Concepto.....	4
2.2. Elementos que intervienen .....	4
2.3. Tipos de fondos .....	7
2.4. La inversión en fondos. Ventajas e inconvenientes .....	8
2.5. Tributación .....	10
3. Gestión activa vs gestión pasiva (ETF) .....	11
3.1. Exchange-Trade-Fund (ETF) o Fondos cotizados .....	13
4. Fondos de inversión vs Sicav .....	14
5. Ratios de análisis de fondos .....	16
5.1. Ratio de Sharpe .....	17
5.2. Ratio de Treynor.....	18
5.3. Alfa Jensen .....	19
5.4. Tracking error.....	20
6. El Value Investing. Una escuela de inversión .....	20
6.1. Definición.....	20
6.2. El margen de seguridad. ....	21
6.3. Mr. Market (idea grahamniana del mercado).....	23
6.4. Los superinvestors de Graham y Doddsville.....	24
6.5. Casos paradigmáticos .....	26
6.5.1 Warren Buffett.....	26
6.5.2 Peter Lynch.....	27
6.5.3 Francisco García Paramés .....	28
7. Conclusiones.....	30
8. Bibliografía.....	31

## 1. Introducción.

A lo largo de la historia, hemos presenciado como la evolución e importancia de los fondos de inversión como instrumentos financieros de ahorro se han ido intensificando. Consecuencia de ello, es la ventaja que proporcionan al pequeño ahorrador de acceder a un mercado más amplio, consiguiendo así obtener una mayor diversificación del riesgo.

El principal objetivo de este trabajo es proporcionar una visión general de los fondos de inversión, así como una filosofía llevada a cabo por diversos gestores, el Value Investing.

Para llevar a cabo este estudio, se ha realizado una clasificación sobre los tipos de fondos de inversión y su vocación inversora, consiguiendo de este modo conocer los riesgos asociados a la misma que debería asumir el inversor, los diferentes criterios a seguir en la elección del fondo, así como los estilos de gestión del mismo.

Finalmente se presenta una visión general de la filosofía del value investing, señalando los conceptos más importantes de ésta, como es el margen de seguridad. También, se hace mención a la alegoría de Mr. Market desarrollada en el libro *“El inversor inteligente”*, así como al artículo *“Los superinvestors de Graham y Doddsville”* escrito por Warren Buffett. Por último, se alude a tres casos paradigmáticos de gestores que aplican la filosofía del value investing, entre ellos el destacado gestor de fondos español, Francisco García Paramés considerado uno de los mejores gestores de Europa.

## 2. Fondos de Inversión.

### 2.1. Concepto

Antes de definir que es un fondo de inversión, es necesario saber la definición de Institución de Inversión Colectiva (IIC) que tal y como lo define la ley<sup>1</sup>, tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Su forma jurídica puede ser de Fondo o Sociedad de Inversión. Nuestro objeto de estudio son los fondos de inversión.

Los fondos de inversión son el conjunto de patrimonios separados (participaciones) por un grupo de inversores, sin personalidad jurídica propia. Estos fondos suelen estar administrados por una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC).

La principal diferencia que existe entre los fondos de inversión con otros productos de inversión colectiva, como pueden ser las sociedades de inversión, es la carencia de personalidad jurídica, ya que como hemos dicho antes, la administración es llevada a cabo por una sociedad gestora.

Otra diferencia a tener en cuenta, se encuentra en el tratamiento fiscal. Esto se debe a que la mayoría de fondos comercializados en España no reparten dividendos, sino que son acumulados para incrementar el valor patrimonial del fondo. Al inversor le supone una ventaja fiscal, debido a que evita la tributación por cobro de rendimientos.

### 2.2. Elementos que intervienen

Son cuatro los agentes que forman parte de un fondo de inversión:

- Partícipes: personas físicas o jurídicas que aportan capital al fondo, por lo que tienen la posesión del mismo en función de su aportación. Según lo establecido en el Art.5 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, la condición de partícipe se adquiere a

---

<sup>1</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, Instituciones de Inversión Colectiva

través de la realización de una aportación al patrimonio común, conllevando a una serie de derechos, entre los que se destaca:

- Solicitar el reembolso del valor de sus participaciones.
- Solicitar información completa y actualizada sobre el comportamiento del fondo.
- Exigir responsabilidades a la Sociedad Gestora en caso de incumplimiento de las obligaciones legales y reglamentarias.

Con respecto al número de partícipes, éstos deben ser como mínimo 100, con un patrimonio de 3 millones de euros.

- Sociedad gestora: El Artículo 40 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva define las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) como “*sociedades anónimas cuyo objeto social consistirá en la gestión de las inversiones y además ejerce las funciones de administración y representación del fondo*”. Hemos de decir, que una SGIIC puede gestionar varios fondos. En cambio, un FI solo puede ser administrado por una SGIIC.

Las SGIIC deben cumplir una serie de obligaciones:

- Informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a los partícipes y accionistas de los Fondos gestionados y a los Depositarios, de cualquier actuación relacionada con los Fondos gestionados.
  - Atender y resolver las quejas y reclamaciones presentadas por los partícipes de los FI en relación con sus intereses y derechos legalmente reconocidos.
  - Informar de forma periódica a los partícipes del estado de sus fondos.
- Entidad depositaria: entidad de crédito encargada de custodiar los títulos, valores y, en general, el patrimonio de los fondos de inversión.

Hay una serie de obligaciones que la Entidad depositaria debe cumplir:

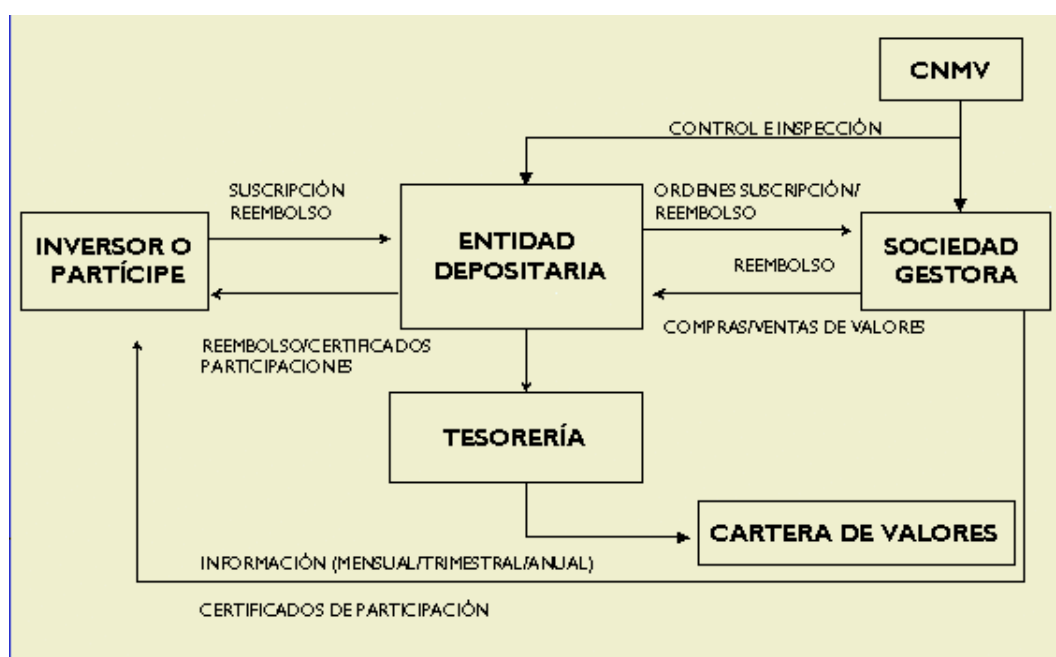
- Gestión de la tesorería del fondo y comprobación del cálculo del valor liquidativo.
  - Vigilancia y supervisión de la gestión llevada a cabo por las SGIIC ante los partícipes.
  - Cobro y pago de las suscripciones y reembolsos del fondo.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): organismo encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de valores, así como la actividad de los agentes que intervienen en ellos (fondos de inversión, sociedades gestoras y entidades depositarias).

Los objetivos de la CNMV son:

- Velar por la transparencia de los mercados de valores españoles.
- Velar por la protección de los inversores.

Por otra parte, la CNMV obtiene información periódica sobre todos los fondos de inversión, así como de entidades gestoras y depositarias.

**Gráfico 1: Funcionamiento de un Fondo de Inversión.**



Fuente: Banco Inversis

## 2.3. Tipos de Fondos de Inversión

Tabla 1. Clasificación de los Fondos de Inversión.

Tipo de inversión	Clases	Características
<b>FI monetarios</b>	De activos del mercado monetario	Activos en euro con un máximo del 5% en monedas diferentes.
	De activos del mercado monetario internacional	Más del 5% de los activos deben estar en monedas distintas al euro.
<b>FI de renta fija</b>	A corto plazo	Inversión similar al de un fondo de dinero, pero con mayor duración (sin llegar a 2 años).
	A largo plazo	Duración superior a los 2 años, mayor volatilidad.
	Renta fija internacional	No hay duración establecida. Más del 5% en monedas distintas al euro.
<b>FI mixtos</b>	Renta fija mixta	Menos del 30% en renta variable y el 95% de la cartera en euros.
	Renta variable mixta	Entre el 30 y el 75% invertido en renta variable. Mínimo el 70% de los activos en euros.
	Renta fija mixta internacional	Menos del 30% invertido en renta variable y más del 5% de los activos en distinta moneda al euro.
	Renta variable mixta internacional	Entre el 30 y el 75% invertido en renta variable. Más del 30% en moneda distinta al euro.
<b>FI de renta variable</b>	Nacional	Más del 75% invertido en acciones que cotizan en mercados españoles. Mínimo 90% en renta variable nacional y el 70% en valores en euros.
	Euro	Más del 75% en acciones. No puede superar el 90% en renta variable nacional y como mínimo el

		70% de los valores en euros.
	Internacional	Más del 75% en acciones y los activos en otras divisas deben superar el 30%. El 75% de la renta variable debe estar invertido en un mercado específico.
<b>FI globales</b>	Fondos de Fondos nacionales e internacionales	Invierten en participaciones de otros fondos de inversión (más del 50%).
	Fondos de inversión cotizados (ETF)	Sus participaciones están sometidas a negociación en bolsa.
	Fondos de inversión libre (IICIL)	Buscan reducir la volatilidad manteniendo expectativas de rentabilidad razonables.
	IIC de IIC de inversión libre (IICIICIL)	IIC que invierten en otras en IIC de Inversión Libre. Mínimo invertir el 60% de su patrimonio.
	Fondos de inversión principales y subordinados	Los subordinados invierten como mínimo el 80% de su patrimonio en otro FI principal.
	Fondos y sociedades de inversión extranjeros comercializados en España	Deben cumplir la norma comunitaria 85/611/CEE.
<b>FI garantizados</b>	De Renta Fija	El cliente conoce el patrimonio mínimo del que dispone en una fecha concreta.
	De Renta Variable	El patrimonio está garantizado, pero la rentabilidad dependerá de un índice de referencia (IBEX-35).

Fuente: Elaboración propia

#### 2.4. La inversión en fondos. Ventajas e inconvenientes

La decisión de invertir en fondos de inversión o no, es compleja debido a la diversidad de factores que hay que tener en cuenta. Hay una serie de ventajas e



inconvenientes que podemos encontrar en estos tipos de fondos, entre las que destacamos las siguientes:

Ventajas:

- **Diversificación y control de riesgos:** una de las ventajas más importante desde el punto de vista de la reducción de riesgos. Capacidad de diversificación en diferentes tipos de activos y mercados. Mediante una correcta diversificación en diferentes tipos de activos, valores, sectores e incluso países, conseguimos obtener un mayor control sobre los riesgos.
- **Gestión profesional:** la contratación de un fondo de inversión refleja de manera indirecta la contratación de una sociedad especializada, la cual dispone de un equipo de profesionales cualificados, con conocimiento y experiencia en el sector por lo que se presupone que supondrá un valor añadido que se verá reflejado como un incremento en las rentabilidades esperadas por el mercado.
- **Supervisión:** la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) supervisa el cumplimiento de Fondos de Inversión, SGIIC y Entidades Depositarias, a través de la información recibida y la realización de inspecciones en las entidades supervisadas.
- **Liquidez:** diariamente, los inversores pueden adquirir o reembolsar sus participaciones. El pago de éstas se realiza en un máximo de 72 horas.
- **Ventajas fiscales:** aquellas personas que después de obtener el reembolso de sus participaciones lo destinen a la adquisición o suscripción de nuevos Fondos de Inversión. La renta positiva o negativa obtenida no computará a efectos de la Base Imponible del ahorro.

Inconvenientes:

- **Costes de gestión:** comisión que cobra el fondo por la gestión diaria, es un gasto muy importante a la hora de elegir un fondo de inversión (sobre todo los de gestión pasiva). Es cierto que los costes no los

“paga” el inversor ya que están incluidos en la rentabilidad final del fondo, pero a largo plazo se notan.

- **Comisiones de suscripción y venta:** Estos gastos corresponden a los costes de entrada y salida por lo tanto tratan de evitar la especulación con las participaciones del fondo. Cabe destacar que estas comisiones no son muy frecuentes, y que solo están presentes en determinados productos o circunstancias.
- **No gestionar personalmente las inversiones:** Para muchos inversores este es uno de los puntos fundamentales por lo que no ponen su dinero en manos de un fondo de inversión, dado que prefieren gestionar ellos mismos sus inversiones “para bien o para mal” y ser ellos mismos los responsables de sus rentabilidades.

### 2.5. Tributación

Los fondos de inversión ofrecen determinadas ventajas fiscales a los contribuyentes, principalmente el aplazamiento fiscal de las ganancias patrimoniales ya que el traspaso de entre fondos está exento de tributar y no se paga impuestos a Hacienda hasta que no se hace efectiva la ganancia patrimonial.

Una vez reembolsado el fondo, el contribuyente deberá tributar por las minusvalías o plusvalías patrimoniales obtenidas. La cuantía de la plusvalía o minusvalía patrimonial se obtiene: *valor de reembolso – valor de suscripción*. Si en el momento de la suscripción del fondo hemos pagado comisiones, éstas se pueden deducir del valor de suscripción debido a que los gastos son deducibles.

Con los fondos de inversión se pagarán impuestos por el beneficio obtenido, por lo que, las ganancias patrimoniales generadas en los fondos tributarán en la base imponible del ahorro tributando según el tramo que pertenezca.

**Tabla 2. Base imponible del ahorro.**

<b>Base liquidable del ahorro 2018</b>	<b>Tipo aplicable</b>
Hasta 6.000 €	19,00 %
6.000 – 50.000 €	21,00 %
Desde 50.000 €	23,00 %

Fuente: Agencia Tributaria

En el caso de las minusvalías generadas, éstas pueden compensarse con otras plusvalías, o a lo largo de los siguientes cuatro ejercicios en el caso de no existir plusvalías o que éstas sean insuficientes.

**Ejemplo:** Pablo suscribió un fondo de inversión de renta variable por 25.000 €. Transcurridos 4 años lo reembolsa totalmente obteniendo 60.000 €. ¿Cuánto tiene que pagar, y cuánto obtiene después de impuestos?

**Declaración IRPF**

- Ganancia patrimonial (60.000 – 25.000)	35.000 €
- Tributación como Renta del Ahorro (6.000*19%) + (18.000*21%) + (11.000*23%)	-4.920 €
<b>Beneficio Neto</b>	<b>30.080 €</b>

**3. Gestión activa vs gestión pasiva (ETF).**

Uno de las discusiones más frecuentes dentro de la gestión, es el que mantienen los partidarios de la gestión activa frente a los defensores de la gestión pasiva.

Antes de entrar en profundidad en cada estilo de gestión, debemos definir el índice de referencia o *benchmark* ya que nos ayudará a comprender mejor el funcionamiento de diferentes estilos de gestión.

La CE ha incluido una definición de *benchmark* o índice de referencia, entendiéndose por tal “*cualquier índice comercial o cifra publicada que se haya calculado aplicando una fórmula al valor de uno o varios activos o precios subyacentes, incluidos precios, tipos de interés u otros valores estimados, o a datos de estudio, y*

*con referencia al cual se determina el importe debido en virtud de un instrumento financiero”*

Por tanto, si:

- Rentabilidad del fondo de inversión  $\leq$  *Benchmark*: el gestor de ese fondo ha sido incapaz de obtener la rentabilidad que el mercado de valores ofrece.
- Rentabilidad del fondo de inversión  $\geq$  *Benchmark*: el gestor de ese fondo ha sido capaz de obtener una rentabilidad mayor a la que ofrece el mercado de valores.

### *Gestión activa*

La gestión activa implica que varios gestores se encarguen de la gestión del fondo. Normalmente estos gestores intentan adelantarse a las tendencias del mercado, o que su estrategia sea elegir las acciones que van a tener mejor rendimiento.

Una de las ventajas de los fondos de gestión activa, es que está integrado por un grupo de profesionales, los cuales siguen una estrategia de comprar y mantener (buy and hold) durante un periodo de tiempo largo, con revisiones puntuales. También permiten invertir en ciertos sectores, es decir, diversificación. Normalmente cuando se invierte en un fondo de gestión activa, es porque pensamos que sus gestores son capaces de obtener rentabilidades mayores que el mercado.

Una desventaja de este tipo de gestión puede ser, las comisiones que tienen dichos fondos, que son más altas que los fondos de gestión pasiva. Otro riesgo es la posibilidad de que el gestor pueda cometer errores a la hora de comprar uno u otro activo.

### *Gestión pasiva*

Los fondos de gestión pasiva, se limitan a replicar la composición de un índice bursátil (S&P 500 o IBEX-35). Uno de los objetivos principales de un fondo de gestión pasiva es reducir el coste del mismo, por ejemplo, el coste de gestión al no ser necesario dedicar tiempo de analistas a decidir sobre invertir en un activo u otro.

Una desventaja de los fondos de gestión pasiva es que normalmente estemos comprando acciones de empresas “malas” por su gestión o por su negocio. Si se mantienen en el índice, seguimos siendo propietarios indirectos de ellas.

Entre este tipo de gestión encontramos: Fondos cotizados o ETF y Fondos Garantizados.

**Tabla 3. Ventajas e inconvenientes de la gestión activa y pasiva.**

<b>Tipo de gestión</b>	<b>Gestión activa</b>	<b>Gestión pasiva</b>
<b>Ventajas</b>	Análisis de expertos, decisiones basadas en experiencias, estudio y tendencias	Menos comisiones
	Posibilidad de rendimientos más altos que los del índice de referencia	No actúa ante acontecimientos
	Pueden adoptar posiciones más defensivas si ven que el mercado puede sufrir	
<b>Inconvenientes</b>	Mayores comisiones	Hace lo que el índice
	Posibles errores en la selección de compañías	No hay controles, por ejemplo, si las compañías están caras o baratas
	El estilo de gestión puede afectar negativamente al rendimiento del fondo	

Fuente: Ruiz Campo (2011. P.65)

### *3.1. Exchange-Trade-Fund (ETF) o Fondos cotizados*

Es un instrumento de inversión que simula una cesta de valores o activos de financieros cuyo valor cotiza en algún mercado organizado. Un ETF replica los movimientos de los valores que están en su interior y la rentabilidad va en

función de la rentabilidad de cada uno de los activos que forman la cesta. Su valor liquidativo, va en relación con su valor en el mercado.

Características:

- **Transparencia:** en todo momento se sabe el precio del ETF. Al representar un índice se sabe que valores forman parte del ETF y su cotización.
- **Flexibilidad:** durante toda la jornada de cotización, se pueden comprar y vender ETFs.
- **Diversificación:** son productos integrados por diversas acciones de diferentes sectores.
- **Rentabilidad:** al estar compuesto por diferentes activos, se benefician de las rentabilidades de los elementos que forman la cartera.

Con respecto a la tributación de los ETFs, hemos de señalar que es similar a la de las acciones. Dependiendo el horizonte temporal (menos de 1 año o superior a 1 año) tributan por la base imponible general (tributa al tipo vigente) o por el ahorro (varía según los beneficios), respectivamente.

En el caso de venta de un ETF, si se obtienen ganancias deben ser declaradas como plusvalías generadas por ganancia patrimonial.

En resumen, los fondos cotizados son productos financieros interesantes debido:

- Estrategias de inversión activas
- Nivel alto de diversificación
- Comisiones de gestión bajas

#### **4. Fondos de inversión vs Sicav.**

Como ya he mencionado anteriormente, un fondo de inversión es un conjunto de patrimonios que carece de personalidad jurídica y está compuesto por las aportaciones de capitales que realizan los inversores que participan en él.

Por otro lado, una SICAV o Sociedad de Inversión de Capital Variable presenta un funcionamiento similar al de un fondo de inversión pero tiene estructura de empresa (Sociedad Anónima). Ésta también es una Institución de Inversión Colectiva.

Las SICAVs disponen de unas características similares a la de los fondos de inversión. Reúnen el capital aportado por los inversores y lo invierten en distintos tipos de activos (renta fija, renta variable, divisas, etc). Dependiendo del activo en el que invierten, existen diferentes SICAV que tienen carteras más o menos defensivas. Todo ello, está supervisado por la CNMV. Por ley, tanto las SICAVs como los fondos están obligados a tener una cartera significativamente diversificada, evitando que la inversión esté concentrada en un solo activo y asuman más riesgos.

Con respecto a las ventajas que tienen las SICAV, destacamos:

- En relación a la política de inversión, suele tener mucha más flexibilidad que los fondos de inversión, los cuales tienen una política más estricta.
- Conforme a la fiscalidad, es la misma que en el caso de los fondos de inversión. Las SICAV pagan el Impuesto de Sociedades del 1% sobre las plusvalías generadas durante el período. Esto es una ventaja para el inversor ya que al pagar menos impuestos, esto repercute en la rentabilidad generada.
- Respecto al pago de intereses, si el inversor traspasa el dinero de una SICAV a otra no paga intereses como en el caso de los fondos de inversión. En el caso en el que venda sus participaciones de la SICAV y tiene plusvalías si tributa.
- El inversor puede comprar acciones de una SICAV desde cualquier entidad financiera lo que muestra una importante flexibilidad frente a los fondos.

Algunas diferencias existentes entre una SICAV y un fondo de inversión son:

- Importe mínimo para constituir una SICAV es de 2.400.000, mientras que en el caso de los fondos de inversión es de 3.000.000 euros.
- Los fondos de inversión no tienen personalidad jurídica mientras que las SICAV sí. Cuentan con un Consejo de Administración, que puede influir en las decisiones de inversión.
- Como he comentado anteriormente, las SICAV suelen tener una mayor flexibilidad en la política de inversión.
- Una diferencia importante radica en que las SICAV tienen la posibilidad de auto gestionarse si así lo desean o delegar la gestión en una sociedad gestora. En cambio, los fondos no disponen de esa posibilidad.

A modo de conclusión, tanto las SICAV como los fondos de inversión son Instituciones de Inversión Colectiva, accesible a todos los ahorradores. Actualmente, existen más de 3.000 SICAV en España en las que podemos invertir.

**Tabla 4. Fondos de inversión vs SICAV.**

<b>CARACTERISTICAS</b>	<b>FONDO DE INVERSION</b>	<b>SICAV</b>
<b>Personalidad jurídica</b>	NO	Sociedad Anónima
<b>Capital máximo</b>	NO	Estatuario x 10
<b>Número mínimo de partícipes</b>	100	100
<b>Capital mínimo legal</b>	0.3 millones de euros	2.4 millones de euros
<b>Gastos de constitución</b>	Más bajos	Más altos
<b>Participaciones vs acciones</b>	Participaciones	Acciones
<b>Cotización</b>	NO	Mercado Alternativo Bursátil
<b>Activos y límites regulatorios</b>	Iguales	Iguales
<b>Comisiones de gestión</b>	Mayores	Menores

Fuente: El economista

## **5. Ratios de análisis de los fondos.**

Estas medidas nacen como consecuencia de la necesidad de analizar la relación rentabilidad-riesgo. Al analizar un fondo, hay tres características que deben ser consideradas: rentabilidad, riesgo y liquidez.

Existen una gran serie de ratios, pero vamos a centrarnos en los índices más habituales que han sido empleados a lo largo del tiempo: el ratio de Sharpe, el ratio de Treynor, el Alfa de Jensen y el tracking error.



### 5.1. Ratio Sharpe

Indica el “exceso de retornos por unidad de riesgo total de la cartera”<sup>2</sup>. Dicho ratio, se calcula como la rentabilidad anualizada del fondo o cartera menos la rentabilidad libre de riesgo, dividido entre la desviación típica del fondo.

$$RS = \frac{R_c - R_f}{\sigma_c}$$

$R_c$  = Rentabilidad del Fondo

$R_f$  = Rentabilidad del activo “sin riesgo”

$\sigma_c$  = Desviación típica de la cartera

¿A qué se considera un activo “sin riesgo”? Son las obligaciones a corto plazo de deuda pública emitida por los países desarrollados. Este tipo de activos representa una rentabilidad conocida anteriormente y su riesgo es cero, es decir, su volatilidad es nula.

**Interpretación:** cuanto mayor es el Ratio Sharpe, mejor es la rentabilidad en relación al riesgo que se ha tomado en la inversión. En caso de que dicho ratio sea negativo, indica que la rentabilidad de la inversión ha sido menor que la rentabilidad del activo libre de riesgo.

#### Ejemplo:

	<b>Fondo 1</b>	<b>Fondo 2</b>
<b>Rentabilidad del fondo</b>	14%	8%
<b>Rentabilidad libre de riesgo (bono alemán a 10 años)</b>	1,4%	1,4%
<b>Desviación típica</b>	8%	3%
<b>Ratio de Sharpe</b>	<b>1,58</b>	<b>2,2</b>

<sup>2</sup> CFA book, 2015 Kaplan

**Conclusión:** el gestor del Fondo 2 ha conseguido mayor rentabilidad según el riesgo tomado.

5.2. *Ratio de Treynor*

Mide el diferencial de rentabilidad que la cartera o fondo obtiene sobre el activo libre de riesgo por unidad de riesgo, representado por su Beta.

$$RT = \frac{R_c - R_f}{\beta_c}$$

$R_c$  = Rentabilidad del Fondo

$R_f$  = Rentabilidad del activo libre de riesgo

$\beta_c$  = Beta de la cartera

**Interpretación:** cuanto mayor sea el ratio de Treynor mejor habrá sido la gestión del fondo.

**Ejemplo:**

	<b>Fondo 1</b>	<b>Fondo 2</b>
<b>Rentabilidad del fondo</b>	14%	8%
<b>Rentabilidad libre de riesgo (bono alemán a 10 años)</b>	1,4%	1,4%
<b><math>\beta</math></b>	1,2	0,6
<b>Ratio de Treynor</b>	<b>10,5%</b>	<b>14,3%</b>

**Conclusión:** el gestor del Fondo 2 ha conseguido un mayor ratio de rentabilidad-riesgo. Por lo que, ha sido mejor gestionado que el Fondo 1.

### 5.3. Alfa Jensen

Es una medida que indica la calidad de la gestión del fondo, es decir, la rentabilidad. El Alfa de Jensen explica la diferencia entre la rentabilidad esperada, y la realmente obtenida por el fondo.

$$\alpha = (R_c - R_f) - (R_m - R_f) \beta_c$$

$R_c$  = Rentabilidad de la cartera

$R_f$  = Rentabilidad del activo libre de riesgo

$R_m$  = Rentabilidad del mercado

$\beta_c$  = Beta de la cartera

**Interpretación:** cuanto mayor es el Alfa del fondo, mejor ha sido su gestión.

- $\alpha > 0$ : opción preferible por el gestor. Aporta valor añadido al lograr batir al mercado.
- $\alpha = 0$ : el gestor iguala la rentabilidad del mercado.
- $\alpha < 0$ : el gestor no alcanza la rentabilidad que corresponde al riesgo asumido.

**Ejemplo:**

	<b>Fondo 1</b>	<b>Fondo 2</b>
<b>Rentabilidad del fondo</b>	14%	8%
<b>Rentabilidad libre de riesgo (bono alemán a 10 años)</b>	1,4%	1,4%
<b>Rentabilidad del mercado (índice de referencia)</b>	6%	6%
<b><math>\beta</math></b>	1,2	0,6
<b>Alfa de Jensen</b>	<b>5,88%</b>	<b>3,84%</b>

**Conclusión:** la calidad de la gestión del gestor del Fondo 1 es mucho mejor que la del gestor del Fondo 2.

#### 5.4. Tracking error

Este ratio mide la diferencia que existe entre la rentabilidad de un fondo y la rentabilidad de su índice de referencia (benchmark) en un determinado período.

$$TE = \sigma (R_c - R_m)$$

$\sigma$  = Desviación típica

$R_c$  = Rentabilidad de la cartera

$R_m$  = Rentabilidad del mercado

**Interpretación:** cuanto más alto sea el tracking error, menores serán las posibilidades de seguir al benchmark, y viceversa.

## 6. El Value Investing. Una escuela de inversión.

Como Warren Buffett dijo (1970), el value investing es: “Precio es lo que pagas. Valor es lo que recibes”.

### 6.1. Definición

El Value Investing es una filosofía de inversión originada en 1928 por Benjamin Graham y David Dood que se basa en adquirir valores a un precio por debajo de su valor real. La diferencia entre el precio de adquisición y el valor real es lo que Graham definió como “*margen de seguridad*”, concepto fundamental de dicha filosofía de inversión.

El value investing se caracteriza por generar rentabilidades positivas de manera constante a largo plazo. Dicha inversión busca negocios buenos a precios atractivos.

Los gestores value tienen en común, la aplicación del análisis fundamental para la determinación de valor de un activo, la inversión en negocios de calidad con un amplio margen de seguridad y el largo plazo.

Como señaló Francisco García Paramés,

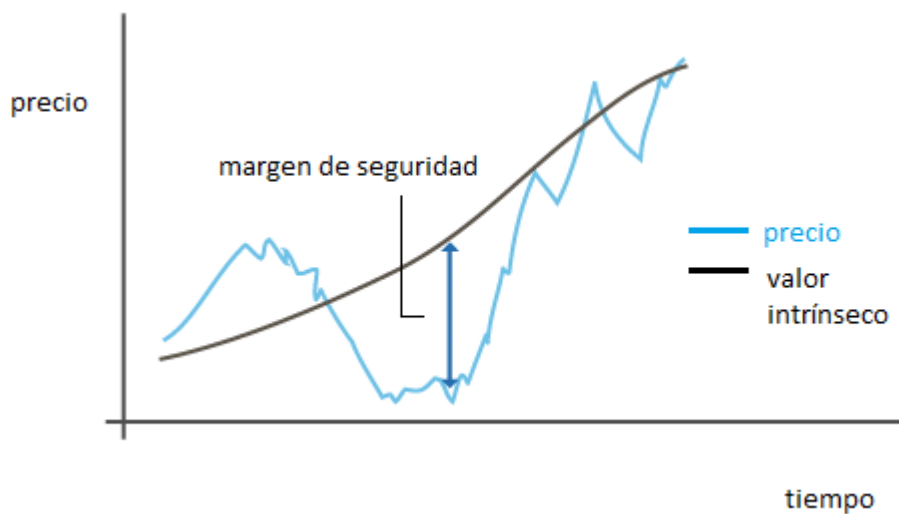
Rentabilidad = Análisis + Selección + Paciencia

- *Análisis*: dedicar tiempo a estudiar empresas cotizadas, analizando sus ventajas competitivas, calidad y durabilidad del negocio, hasta establecer su valor.
- *Selección*: invertir en acciones infravaloradas de negocios buenos y con alta rentabilidad en el tiempo a un precio inferior a su valor real o intrínseco, dicho de otra forma, con un margen de seguridad alto.
- *Paciencia*: una vez hecho un buen análisis, una valoración correcta y una selección acertada, el tiempo trabaja para nosotros. Con siste en esperar hasta que el mercado reconozca el verdadero valor de las compañías en las que hemos invertido.

### 6.2. *El margen de seguridad*

Como ya he comentado antes, el margen de seguridad es la diferencia entre el precio de un activo y su valor real o intrínseco. En el caso de las acciones, el precio sería, el precio de las cotizaciones y su valor intrínseco, lo que se estima que vale la empresa.

$$MS = \text{Valor intrínseco} - \text{Precio de cotización}$$

**Imagen 1. Margen de seguridad.**

Fuente: Elaboración propia

Todos los inversores profesionales son conscientes de que el concepto de margen de seguridad es esencial para elegir unas obligaciones y unas acciones adecuadas. Por ejemplo: *“una empresa de ferrocarriles debería haber conseguido unos ingresos que cubriesen con creces cinco veces sus cargas fijas, durante una serie de años, para que sus obligaciones tuviesen categoría de títulos de nivel de inversión”* (Graham, 1949, p.539).

*Características del margen de seguridad:*

- Depende del perfil de riesgo del inverso y la rentabilidad esperada.
- Cuanto más lejos esté el precio de la acción de su valor real o intrínseco, mayor será el margen de seguridad. En contraposición, si el precio de la acción es igual o supera al valor real o intrínseco, no existe margen de seguridad por lo que la inversión tendrá más riesgo.
- El margen de seguridad, es como una especie de ventaja que protege al inversor de tomar malas decisiones de inversión y de las propias caídas del mercado.
- Por otro lado, no quiere decir que esa inversión siempre vaya a ser exitosa, pero permite tener ese espacio de seguridad en caso de que la inversión no sea la correcta (error de cálculo en el valor intrínseco).

*Cálculo del margen de seguridad:*

En el cálculo del margen de seguridad, lo principal es hacer una valoración, es decir, cuál es el valor de una empresa.

Mediante una serie de cálculos matemáticos, se intenta llegar a una aproximación sobre cuál es el valor intrínseco, además de otros datos como puede ser la perspectiva del negocio, los cuáles son de gran relevancia.

Suponemos que después de haber realizado los diferentes cálculos matemáticos, llegamos a la conclusión que la compañía analizada, tiene un valor intrínseco de 100 € acción. Actualmente, si el valor tiene una cotización de 80 €, el margen de seguridad es:

$$MS = \text{Valor intrínseco} - \text{Precio de cotización} = 100 - 80 = 20 \text{ €}$$

Este resultado obtenido, quiere decir que el inversor dispone de un margen de seguridad del 20%.

### *6.3. Mr. Market (idea grahamniana del mercado)*

La alegoría de Mr. Market de Benjamin Graham nos muestra la base fundamental del value investing. Esta alegoría nos ayuda a entender ciertas cuestiones que todo inversor se hace. ¿Por qué hay volatilidad en la bolsa? ¿Cómo nos tenemos que comportar ante situaciones bajistas o alcistas?

Graham para explicar el comportamiento de la bolsa utiliza dicha alegoría en la que convierte al mercado financiero en una persona con un trastorno emocional.

Mr. Market es un inversor, accionista de muchas empresas, que compra y vende acciones a diario. El problema de esta persona es que sufre bipolaridad, de ahí que tenga cambios bruscos de humor que afecta a su forma de negociar con sus acciones.

En algunas ocasiones Mr. Market está de buen humor y está dispuesto a pagar precios elevados por nuestras acciones, al igual que nos ofrece acciones de sus empresas a precios caros. Sin embargo, hay otros días en que Mr. Market se encuentra en una actitud pesimista y está dispuesto a vender sus acciones por

precios bajos. De igual forma, no está dispuesto a pagar por nuestras acciones lo que realmente valen.

¿Cuál debería ser nuestra estrategia? La mejor estrategia a seguir es vender nuestras acciones cuando Mr. Market está de buen humor y comprar sus empresas cuando está dispuesto a venderlas baratas. Dicho de otra forma, tenemos que estar preparados para comprar acciones en épocas de pesimismo.

#### *6.4. Los superinvestors de Graham y Doddsville*

Una de las hipótesis que han imperado en el ámbito de las finanzas a lo largo del tiempo ha sido la idea de los mercados eficientes. Esta hipótesis, más allá de extendernos en su desarrollo, nos hace llegar a conclusiones tales como que es imposible batir al mercado de forma sistemática<sup>3</sup>.

La escuela del value investing, si tomáramos los track records de sus seguidores, podríamos asegurar que han sido capaces de desacreditar esta hipótesis. Tanto es así, que el propio Warren Buffett se encargó de esto mismo en el artículo que redactó en 1984 titulado “Los SuperInversores de Graham & Doddsville”.

En el mismo, mostraba cómo, compañeros suyos en las clases de Benjamin Graham, habían logrado batir a su índice de referencia de manera sistemática a lo largo del tiempo. Este artículo no solo evidenciaba la escasa relevancia de ideas como la hipótesis previamente mencionada, si no la validez del método que se ha expuesto a lo largo de este trabajo como medio para gestionar nuestras inversiones.

---

<sup>3</sup> Consecuencia de la premisa de los mercados eficientes es también el modelo de valoración y riesgo Capital Asset Pricing Model



**Imagen 2. Rentabilidades de Charles Munger.**

<b>Table 5 • Charles Munger</b>							
Year	Mass. Inv. Trust (%)	Investors Stock (%)	Lehman (%)	Tri-Cont. (%)	Dow (%)	Over-all Partnership (%)	Limited Partners (%)
<b>Yearly Results (1)</b>							
1962	- 9.8	-13.4	-14.4	- 12.2	- 7.6	30.1	20.1
1963	20.0	16.5	23.8	20.3	20.6	71.7	47.8
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	49.7	33.1
1965	10.2	9.8	19.0	10.7	14.2	8.4	6.0
1966	- 7.7	- 9.9	- 2.6	- 6.9	- 15.7	12.4	8.3
1967	20.0	22.8	28.0	25.4	19.0	56.2	37.5
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	40.4	27.0
1969	- 4.8	- 7.9	- 1.9	0.1	- 11.6	28.3	21.3
1970	0.6	- 4.1	- 7.2	- 1.0	8.7	- 0.1	- 0.1
1971	9.0	16.8	26.6	22.4	9.8	25.4	20.6
1972	11.0	15.2	23.7	21.4	18.2	8.3	7.3
1973	-12.5	-17.6	-14.3	- 21.3	- 13.1	- 31.9	- 31.9
1974	-25.5	-25.6	-30.3	- 27.6	- 23.1	- 31.5	- 31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.2	73.2
<b>Compound Results (2)</b>							
1962	- 9.8	-13.4	- 14.4	- 12.2	- 7.6	30.1	20.1
1962-3	8.2	0.9	6.0	5.6	11.5	123.4	77.5
1962-4	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	234.4	136.3
1962-5	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	262.5	150.5
1962-6	27.5	14.1	39.5	23.2	27.5	307.5	171.3
1962-7	53.0	40.1	78.5	54.5	51.8	536.5	273.0
1962-8	68.8	51.4	90.5	65.0	63.5	793.6	373.7
1962-9	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	1046.5	474.6
1962-10	61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	1045.4	474.0
1962-11	76.3	56.2	119.5	100.1	72.5	1336.3	592.2
1962-12	95.7	79.9	171.5	142.9	103.9	1455.5	642.7
1962-13	71.2	48.2	132.7	91.2	77.2	959.3	405.8
1962-14	27.5	10.3	62.2	38.4	36.3	625.6	246.5
1962-15	69.4	47.0	112.2	87.4	96.8	1156.7	500.1
<b>Average Annual Compounded Rate</b>	<b>3.8</b>	<b>2.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>	<b>5.0</b>	<b>19.8</b>	<b>13.7</b>

Fuente: <https://www8.gsb.columbia.edu/rfiles/cbs/hermes/Buffett1984.pdf>

Asimismo, estas rentabilidades tan exorbitantes deberían hacernos reflexionar sobre la verdadera relación entre la rentabilidad y el riesgo. Tendemos a entender que existe una relación inversa entre el riesgo y la rentabilidad, es decir, si buscamos unos mayores retornos potenciales debemos asumir un mayor riesgo. Pero, ¿es esto necesariamente cierto?

La idea que plantean los value investor en relación al margen de seguridad nos hace suponer que no tiene por qué ser así. De hecho, la idea básica del margen de seguridad es que implica una doble protección: conforme mayor sea éste, mayor potencial de revalorización y menor riesgo, entendido este último como una pérdida permanente en el capital. Esta pérdida puede venir derivada de una value trap o un error en la valoración. Si aumentamos nuestro margen, tenemos una mayor capacidad de cometer errores y seguir “acertando”.

## 6.5. Casos paradigmáticos

### 6.5.1. Warren Buffett



Warren Buffett nació el 30 de agosto de 1930 en Omaha (Estados Unidos). De joven Buffett fue probando en varios negocios mientras estudiaba en Wharton School de la Universidad de Pensilvania, pero su trayectoria toma impulso tras graduarse en la Universidad de Nebraska. También estudió economía en Columbia Graduate Business School, dónde fue alumno de Benjamin Graham.

Buffett comenzó usando capital de su familia y amigos. El rendimiento obtenido entre 1956 y 1969 fue del 29,5% anual, cifra muy superior si la comparamos con la común del mercado en dicho tiempo, que se encontraba entre el 7 y el 11%. Conforme pasaba el tiempo y las personas iban conociendo su habilidad con las finanzas, muchas de ellas dejaban sus ahorros en manos de Buffett.

En 1969 decidió liquidar la sociedad que había creado, devolviendo a sus inversores su capital y la parte proporcional de sus beneficios. En esa época adquiere una parte de Berkshire Hathaway, firma textil al borde de la quiebra.

Desde 1969-2003, el negocio de Berkshire obtuvo una rentabilidad anual media del 22,2%, superando con creces al índice S&P 500, el cual obtuvo una rentabilidad del 10,4%.

En 1971 compra See's Candy, empresa chocolatera por 30 millones. Fue la mayor operación llevada a cabo hasta la compra de la ferroviaria Burlington Northern Santa Fe por 44.000 millones en 2009.

Una de las claves de su filosofía es *“no comprar nada que no tenga garantizado un valor de productividad creciente”*.

#### 6.5.2. Peter Lynch



Peter Lynch nació el 19 de enero de 1944 en Massachusetts (Estados Unidos). En el año 1965 se licencia en finanzas por la Universidad de Boston, y posteriormente estudió un MBA en la escuela de negocios Wharton en el año 1968.

Peter Lynch es un magnífico gestor de fondos de inversión. Siendo gestor del fondo Magellan, en Fidelity Investments consiguió una rentabilidad anual superior al 29% durante más de una década, doblando la del índice Standard & Poors 500.

Dirigiendo dicho fondo salta a la fama como inversor. Cuando comenzó, el fondo poseía en cartera alrededor de unas decenas de empresas, con un patrimonio de 18 millones de dólares. En 1990, cuando Lynch abandona el fondo, en cartera tenía 1.200 compañías con un patrimonio de 14.000 millones de dólares.

La filosofía de inversión de Peter Lynch se centra en un enfoque a largo plazo. Su principio de inversión más conocido es “*invierte en lo que conoces*”.

Aboga por entender en qué se está invirtiendo, es decir, si no somos capaces de entender y explicar a qué se dedica la empresa, es mejor pensar en otra inversión. Además considera de gran importancia tener en cuenta otro tipo de cuestiones (experiencias propias como consumidores de los productos de la empresa), a parte del análisis fundamental (analizar los números del negocio por encima de cuestiones como puede ser la tendencia del mercado).

También ha popularizado términos como “*ten bagger*”, dicho término significa aquella inversión que se aprecia a 10 veces su precio de compra inicial, o dicho de otra forma, tiene el potencial de multiplicarse por diez.

En suma, para Peter Lynch es fundamental entender que las acciones son representativas de empresas. Esto quiere decir, que si la compañía funciona bien, el valor de sus acciones a largo plazo tenderá al alza. En cambio, si la gestión de la compañía no es buena, el valor caerá.

### 6.5.3. *Francisco García Paramés*



Francisco García Paramés nació el 22 de diciembre de 1963 en Ferrol (España). Es uno de los gestores españoles y europeos más conocidos e influyentes en el mundo de las finanzas, siendo considerado entre muchos como “el Warren Buffett español”.

Es licenciado en Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Posteriormente estudió un MBA en el IESE Business School (Universidad de Navarra).

Su estilo de gestión se basa en los principios básicos de la inversión en valor (value investing), en el marco de la teoría austriaca del ciclo económico<sup>4</sup>.

En 1989, al finalizar su MBA en el IESE, se incorpora a Bestinver Asset Management, gestora propiedad de Acciona que se fundó un año antes, donde tras dos años como analista de valores comienza a gestionar carteras y fondos.

En el periodo 1993-2007 su gestión destaca por triplicar la rentabilidad del índice de referencia (IGBM)<sup>5</sup> obtenida por sus fondos de renta variable española.

En 1997 comienza a gestionar también Bestinver Internacional, consiguiendo que se sitúe en posiciones líderes en el mercado de fondos extranjeros comercializados en España, con una rentabilidad acumulada desde 1998 hasta 2007 del 212% frente al 29% obtenido por el índice de referencia (MSCI).

El 23 de septiembre de 2014 dimitió de Bestinver por diferencias con Acciona, propietaria de la gestora. Tras los dos años que figuraban en su contrato como periodo de no competencia, el 11 de mayo de 2016 se anunció públicamente su regreso en septiembre del mismo año a la gestión de fondos de inversión. El 26 de septiembre de 2016 se reveló que abriría su propia gestora. A finales de ese mismo año comenzó su propia gestora de fondos denominada Cobas Asset Management SGIIC.

---

<sup>4</sup> Teoría que explica la relación entre el crédito bancario, el crecimiento económico y los errores de inversión. Desarrollada por Friedrich von Hayek y Ludwig von Mises entre otros.

<sup>5</sup> Índice General de la Bolsa de Madrid.

## 7. Conclusiones.

La evolución del mercado bursátil es un buen referente para ahorradores que deciden invertir en fondos de inversión, así como una herramienta que sirve de información sobre la situación financiera y social que está atravesando un país.

Su evolución, se verá reflejada en la rentabilidad obtenida por el partícipe sobre sus inversiones. De esta forma, si la evolución del mismo es negativa provocará una mayor salida de partícipes, repercutiendo de este modo al número de participaciones, a su patrimonio y, por consiguiente, a la valoración del valor liquidativo del fondo.

### Imagen 3. Evolución histórica de la cotización del IBEX-35



Fuente: BME, El País

Podemos señalar que en más de 50 años de historia, una inversión a largo plazo (10 años o más) jamás ha dado pérdidas. Esto se debe a una de las claves en las que se basa la filosofía de inversión del value investing: el horizonte temporal. Realizado bien las valoraciones de las empresas potenciales e invirtiendo de forma acertada, solo queda esperar y tener paciencia para que el valor o precio de las acciones invertidas se reajuste a su valor real, y para ello la clave es el largo plazo.

## 8. Bibliografía.

Agencia Tributaria. Gobierno de España. Recuperado de:  
<http://www.agenciatributaria.es>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) Recuperado de: <http://www.inverco.es/>

Banco de España: Página Oficial. Recuperado de: <https://www.bde.es/bde/es/>

BBVA Asset Management. Fondos de Inversiones. Recuperado de:  
<https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/herramientas/fondos-inversion/buscador/index.jsp>

Boletín Oficial del Estado (BOE). Gobierno de España. Recuperado de:  
<http://www.boe.es/>

Barrero Muñoz, M. (2003): Manual de fondos de inversión nacional e internacional. Ed. Inversor Ediciones S.L., España.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) Recuperado de:  
<http://www.cnmv.es/portal/Inversor/Indice.aspx>

Epise (2007): La inversión colectiva. Ed.Epise S.A., Barcelona.

García, A (2014). “Manual del sistema financiero español.” 25a edición actualizada.

García – Vaquero, V. “Los fondos de inversión en España.” Banco de España.

García Paramés, Francisco (2017). “Invirtiendo a largo plazo: Mi experiencia como inversor”. Deusto S.A. Ediciones

Graham, Benjamin (1949). “El inversor inteligente”. Deusto S.A. Ediciones

Lawrence, J. Gitman. Michael, D.Joehnk (2005). “Fundamentos de las inversiones”. Pearson Educación, S.A.

Lynch, Peter (2015). “Un paso por delante de Wall Street”. Deusto S.A. Ediciones

Martin Marín, J.A. Trujillo Ponce A. (2004) “Manual de mercados financieros” Thomson Ediciones Paraninfo, S.A.

Morningstar. Empresa de valoración de fondos de inversión. Recuperado de: <http://www.morningstar.es/>

Ruiz Martin, M. (2007) “Los fondos de inversión. Performance y persistencia”. Boletín de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Ruiz Martin, M. (2007) “Los resultados de la gestión de los fondos”. Boletín de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) IV Trimestre.

Ruiz Campo, S. y Mendoza Resco, C. (2011). Los fondos de inversión en España: Análisis de la tipología, técnicas de gestión y métodos de inversión. Ed. UAM Ediciones 2011

Sociedad rectora, Bolsas y Mercados Españoles (BME). Recuperado de: [www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)

Suarez Suárez, A. (2005). Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. Ed. Pirámide. 21 edición.

Tressis. Empresa de intermediación y recomendación de fondos de inversión. Recuperado de: <http://www.tressis.com/>