



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**ETFs activos: ¿una revolución en la
gestión pasiva y tradicional?
TRABAJO FIN DE GRADO**

Autor: Teresa Mosquera Oregui
Director: Gabriel Rodríguez Garnica

MADRID | Junio 2026

Índice

Resumen

1. Introducción

2. Objetivo y relevancia del estudio

3. Definición y concepto de ETF

3.1. Definición general de los ETFs

3.2. Origen histórico de los ETFs

3.3. Evolución del mercado de ETFs

3.4. De la gestión pasiva a los ETFs activos

4. Historia y evolución del mercado de ETFs

5. Distinción entre ETFs activos, ETFs pasivos y fondos de gestión activa tradicionales.

Comparación de comisiones

6. Teoría de la eficiencia de mercados y su relación con los ETFs

6.1. Perspectiva teórica

6.2. Implicaciones en la generación de alfa

6.3. Eficiencia de mercado y éxito de la gestión pasiva

6.4. Surgimiento de los ETFs activos

6.5. La gestión pasiva y análisis de la eficiencia

6.6. Análisis empírico del rendimiento de los ETFs activos

7. Opiniones y estudios de la industria

7.1. Enfoque de las principales gestoras globales

7.2. Limitaciones y posturas críticas por parte de la industria

7.3. Informe de Fidelity: *Using ETFs for Fixed Income Investing* (2023)

7.4. Informe de DWS: *Fixed Income ETFs: From Evolution to Revolution* (2024) y *The Rise of Active ETFs* (2025)

7.5. Informe de Vanguard: *Los ETFs de renta variable impulsan otro mes récord* (2026)

8. Tipología de inversores en el mercado de ETFs

8.1. Inversores institucionales

8.2. Asesores financieros y gestores de carteras

8.3. Inversores minoristas

8.4. Evolución de la inversión en ETFs por zonas geográficas y por tipo de gestión

9. ETFs de criptoactivos

10. Marco regulatorio de los ETFs activos

10.1. Regulación de los ETFs activos en Europa

10.1.1. Evolución del marco normativo aplicable a los ETFs en Europa

10.1.2. Evolución de la normativa: de UCITS a UCITS V y Directiva (UE) 2024/927

10.1.2.1. UCITS I y II: los cimientos

10.1.2.2. UCITS III: ampliación del universo inversor

10.1.2.3. UCITS IV: mejora de la eficiencia

10.1.2.4. UCITS V — Directiva 2014/91/UE: mayor protección y supervisión

10.1.2.5. Directiva (UE) 2024/927: evolución reciente en liquidez, delegación y protección

10.1.3. MiFID II / MiFID III y su impacto en la distribución de ETFs activos

10.2. Regulación de los ETFs activos en Estados Unidos

10.3. Comparativa entre ambos marcos regulatorios

11. Conclusiones

Bibliografía

1. Resumen

En las últimas décadas, los ETFs (Exchange-Trade-Funds) han pasado de ser un producto financiero relativamente desconocido a convertirse en uno de los instrumentos de inversión más utilizados a escala global, con más de 19 billones de dólares en activos bajo gestión a principios de 2026. Dentro de este ecosistema, los ETFs activos han emergido como una categoría híbrida que combina la estructura operativa y la eficiencia de costes propia de los ETFs con la capacidad de los gestores para tomar decisiones discrecionales en la búsqueda de rentabilidades superiores al mercado. Este trabajo analiza si los ETFs activos constituyen una alternativa eficiente, sostenible y con proyección real frente a los fondos de gestión activa tradicionales y los ETFs pasivos.

Para ello, se adopta una metodología teórica y cualitativa que integra la revisión de literatura académica, el análisis de informes sectoriales elaborados por gestoras de referencia como BlackRock, Fidelity, DWS o Vanguard, y el estudio del marco regulatorio vigente en Europa y Estados Unidos. El trabajo examina las diferencias estructurales entre los tres tipos de productos, analiza la evidencia empírica disponible sobre el rendimiento de los ETFs activos, estudia la tipología de inversores que los utilizan y evalúa los retos regulatorios que condicionan su desarrollo.

Los resultados apuntan a una conclusión matizada: los ETFs activos ofrecen ventajas reales en términos de flexibilidad, eficiencia operativa y acceso a determinados mercados, pero la evidencia sobre su capacidad para generar Alpha (rentabilidad adicional) de forma sostenida en el largo plazo es débil. Su valor diferencial no reside tanto en batir sistemáticamente al mercado como en proporcionar una herramienta intermedia que puede complementar carteras diversificadas en contextos específicos.

Palabras clave: ETFs activos, fondos cotizados, generación de alpha, inversión pasiva, eficiencia de mercado, gestión de carteras.

2. Introducción

El mercado de los productos cotizados en bolsa, especialmente aquellos relacionados con la gestión pasiva, caracterizada por una estrategia de inversión basada en replicar un índice de referencia (IBEX 35, por ejemplo), ha crecido de manera significativa los últimos veinte años. Es el caso de los Exchange-Trade-Funds (ETFs), introducidos en los años noventa y consolidados internacionalmente por sus condiciones y características. Estos instrumentos de inversión son fondos indexados, es decir cotizan en bolsa como si fueran acciones pero reproducen un índice de referencia.

En los últimos años, ha aparecido un nuevo tipo dentro de este universo financiero: los ETFs activos, caracterizados por combinar la liquidez y la flexibilidad con la posibilidad de superar el índice de mercado a través de la generación de alpha propia (rentabilidad adicional). En esta caso, el gestor interviene de manera activa en las decisiones de inversión, y que no se limita a replicar un índice predefinido.

Mi Trabajo de Fin de Grado estudiará la eficiencia y sostenibilidad de los ETFs activos y los comparará con los fondos de gestión activa tradicionales. Para realizar esta investigación, se analizará su liquidez, costes, RORAC (rentabilidad ajustada al riesgo), tipología de inversores, impacto en los mercados y marco regulatorio.

El tema es particularmente importante por su innovación, actualidad y evolución futura. Además, este trabajo incluye conceptos de mi interés académico y profesional.

a. Objetivo y relevancia del estudio

El principal objetivo del estudio consiste en determinar si los ETFS activos son una opción con proyección futura, sostenible y eficiente en comparación con los fondos de inversión activa y los ETFs de gestión pasiva.

Objetivos concretos:

- Examinar la historia y evolución del mercado de ETFs, diferenciando entre fondos pasivos y activos.
- Analizar los indicadores más relevantes de desempeño financiero de una muestra de ETFs activos.
- Comparar los resultados con índices de referencia y fondos de inversión activos similares.
- Determinar el motivo y la tipología de inversores que eligen esta alternativa.
- Calcular y valorar los costes de administración.
- Estudiar las repercusiones regulatorias (ESMA, SEC) tanto en España como en Europa.

El estudio resulta especialmente relevante e interesante dado el gran crecimiento, evolución y proyección a futuro de los ETFs, por lo que representan un importante mercado tanto en Estados Unidos como en Europa. Según cifras de Morningstar y ETFGI (empresa especializada en análisis e investigación independiente de la industria global de ETFS), los activos bajo gestión (AUM) en ETFs a nivel global han multiplicado por diez su valor, pasando de aproximadamente 800.000 millones de dólares en 2008 a alcanzar los 8 billones de dólares en 2023. Por otro lado, su condición innovadora plantea retos relacionados con la regulación, comisiones y el papel del gestor. Además, este análisis aporta un nuevo enfoque a diferentes grupos de interés relacionados con la industria como gestoras, inversores o reguladores.

Este contexto de constante expansión justifica el interés académico y profesional por estudiar si los ETFs activos son una opción con proyección futura, sostenible y eficiente frente a los fondos de inversión activa y los ETFs de gestión pasiva.

b. Metodología

La metodología de este trabajo se centrará en la parte teórica del tema, estudiando y analizando artículos académicos y profesionales sobre ETFs. Se pondrá especial atención a su historia y evolución, a la comparación entre la gestión pasiva y activa, y se utilizará la teoría de la eficiencia de mercados para analizar el nacimiento de este tipo de fondo activo. Además, también se incluirá un estudio del marco regulatorio actual tanto en Estados Unidos, a través de la Securities and Exchange Comissions (SEC, por sus siglas en inglés), como en Europa, bajo la legislación de la European Securities and Markets Authority (ESMA). Por último, esta fase contendrá el estudio de informes realizados por prestigiosas gestoras del sector como Fidelity, DWS o Vanguard.

3. Definición ETF

3.1 Definición general de los ETFs

Un ETF, en español conocido como fondo cotizado, es un vehículo financiero que se caracteriza por replicar índices de un conjunto de activos financieros en los principales mercados de valores. Por ejemplo, un ETF que reproduzca el índice IBEX 35 invierte en el mismo conjunto de empresas que formen ese índice en la misma proporción. De esta forma, los inversores desarrollan una estrategia plenamente diversificada sin necesidad de invertir en cada compañía del Ibex35 de manera individual, y en el porcentaje correspondiente. Entre sus principales características destacan su transparencia, menores comisiones, liquidez inmediata y mayor competitividad.

El valor liquidativo (NAV) es un dato que muestra el valor de cada participación de un fondo de inversión en momento determinado, es decir es el precio unitario de cada participación. En el caso de los ETFs, el valor liquidativo se obtiene constantemente, lo que ofrece la posibilidad de comprar y vender durante el día en función del precio de mercado, ya que cotizan en bolsa. En cambio, los fondos de inversión tradicionales presentan su valor liquidativo una vez al día, al cierre de mercado. Por ello, los inversores no pueden operar de manera continua a lo largo del día. Además de ser una de las principales diferencias entre ambos, es una de las mayores ventajas de los ETFs, ya que los precios cambian permanentemente y los inversores puede elegir el mejor momento para realizar operaciones de compra o venta.

Los ETFs funcionan a través de intermediarios, bancos importantes o entidades financieras, denominados participantes autorizados. Estos intermediarios son los encargados de crear o eliminar (amortizar) participaciones del ETF, dependiendo de los precios del mercado. Para ambas estrategias operacionales realizan el mismo mecanismo: intercambian el conjunto de instrumentos financieros propio del fondo por participaciones del ETF. Es decir, si incrementa la demanda de un ETF y su precio de mercado supera al valor liquidativo del conjunto de activos que lo componen, el participante autorizado adquiere los activos subyacentes y los intercambia por nuevas participaciones del ETF. Si por el contrario, el precio del ETF es menor que el valor liquidativo de los activos que lo forman, el participante autorizado compra en el mercado participaciones del ETF, a cambio de los activos subyacentes. Este mecanismo es esencial para el rendimiento de los ETFs. Este sistema, tal como destaca Poterba y Shoven (2002)¹, aumenta la eficiencia del activo y crea ventajas fiscales al reducir la cantidad de impuestos.

¹ Poterba, J. M., & Shoven, J. B. (2002). Exchange-traded funds: A new investment option for taxable investors. *American Economic Review*, 92(2), 422–427.

El funcionamiento y la eficiencia operativa de los ETFs está controlada por diferentes autoridades específicas en función de la jurisdicción, para garantizar la estabilidad del mercado, la transparencia y proteger al inversor. En Europa, la regulación se articula mediante la European Securities and Markets Authority (ESMA), mientras que en Estados Unidos la supervisión corresponde a la Securities and Exchange Commission (SEC). Estos organismos desempeñan un función fundamental y son los encargados de establecer los requisitos, límites y normas bajo los que operan los ETFs en distintos mercados.

3.2 Origen histórico de los ETFs

Los ETFs surgen a finales del siglo XX, como consecuencia de un crecimiento exponencial de la gestión pasiva acompañada del asentamiento de la teoría de la eficiencia de los mercados. Michael Jensen (1968)² fue uno de los principales impulsores y su trabajo, *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1954*, uno de los estudios más prestigiosos y destacado en el sector financiero. En este estudio, el autor señala que los fondos de inversión tradicionales, tras las comisiones, no son capaces de superar o batir al mercado. Ante esta ineficiencia, comienzan a surgir otro tipo de instrumentos financieros, como los ETFs, capaces de generar un rendimiento mayor.

Años más tarde, otros estudios como el de Sharpe (1994)³, apoyaron esta conclusión utilizando diferentes métricas de rentabilidad. Otra figura influyente e impulsora de este vehículo financiero fue el fundador de Vanguard, John C. Bogle. Su participación y estudios fueron claves para establecer los fundamentos de instrumentos financieros eficientes, transparentes y sencillos capaces de replicar índices de mercado. Desde los años setenta, Bogle estableció un planteamiento muy claro y fundamentado en los estudios de Michael Jensen: “Si los mercados son razonablemente eficientes, el inversor medio no puede batir al mercado de forma consistente tras costes”. Para Bogle, la idea estratégica radicaba en replicar un gran número de índices con las menores comisiones posibles. Este planteamiento fue clave para el desarrollo de los fondos indexados y, posteriormente, de los ETFs.

A pesar de que las bases teóricas y el desarrollo de los fondos indexados empezaron en los años sesenta, no fue hasta 1993 cuando se registra oficialmente el primer ETF, que fue el SPDR S&500 lanzado en Estados Unidos. Este instrumento financiero combinaba (combina) el funcionamiento de inversión indexada, ya que replica un índice (S&P 500), con la eficiencia y flexibilidad operativa de la acciones, ya que cotizaba (cotiza) en bolsa.

Este lanzamiento supuso un punto de inflexión en la industria financiera, anticipando el éxito y crecimiento de este tipo de gestión de activos, debido a una estrategia más

² Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389–416.

³ Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe ratio. *Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49–58.

diversificada, eficiente y con menores costes. Su rápida adopción por parte de inversores institucionales y, posteriormente, minoristas, demostró la viabilidad comercial del modelo y sentó las bases para la expansión global del mercado de ETFs en las décadas siguientes.

3.3 Evolución del mercado de ETFs

Los ETFs desde su lanzamiento gozaron de una rápida aceptación, un crecimiento continuo y un desarrollo gradual, en especial en Estados Unidos, ya que surgieron antes que en Europa. Al principio, la tipología de productos se centraba únicamente en la gestión pasiva para replicar índices de renta variable, un tipo de ETF que invierte en acciones de diferentes empresas y cotiza en bolsa. Posteriormente, se desarrollaron nuevos tipos de ETFs y, con ello, el volumen de activos gestionados.

Los datos de Morningstar (2023)⁴ señalan que el mercado de ETFs ha evolucionado y se ha expandido de manera destacada y relevante durante los últimos veinte años, con un incremento significativo tanto de los activos como de la disponibilidad de productos. En 2007 los activos bajo gestión (AUM) en ETFs no alcanzaban los 800.000 millones de dólares. Sin embargo, en 2023 esta cifra ha superado los 10 billones de dólares. Este crecimiento impacta tanto a los grandes inversores, como pueden ser entidades financieras o grandes gestores, que encuentran en los ETFs productos financieros eficientes para gestionar carteras a gran escala, optimizar costes y acceder a distintos mercados de manera efectiva, como a inversores particulares o minoristas, interesados en la accesibilidad, la posibilidad de operar en tiempo real y la diversificación propia de esta herramienta de inversión.

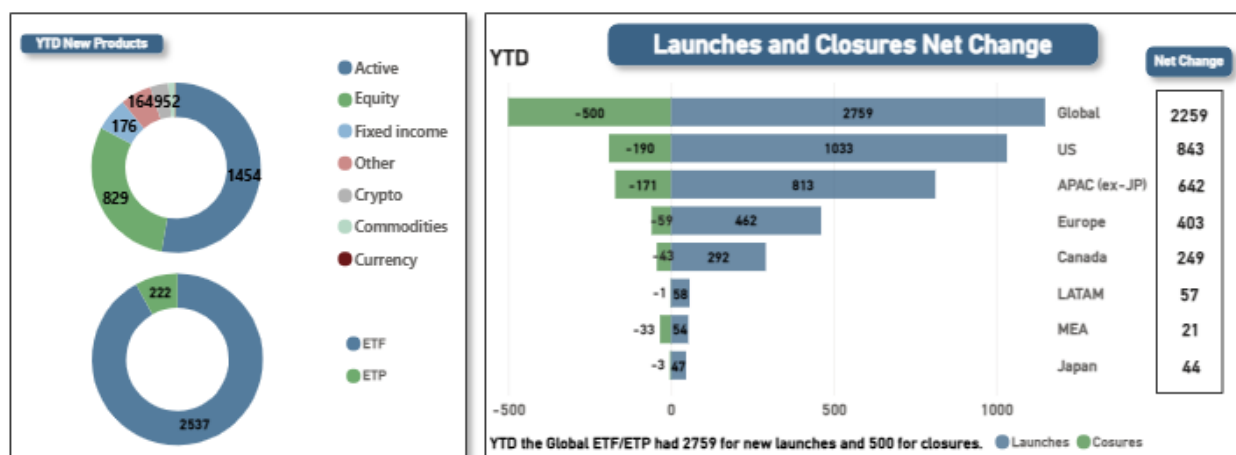
Con la maduración y estabilidad del mercado, la oferta de ETFs se desarrolló y se extendió hacia otra tipología de activos y segmentos. En esta segunda etapa, se desarrollaron ETFs de renta fija (asociados a bonos), materias primas (oro o petróleo), sectoriales (sector tecnológico o energético) y temáticos. Con el tiempo, surgieron ETFs más avanzados y complejos, como por ejemplo los ETFs smart beta o de factores, establecidos como un primer paso hacia la gestión activa. Informes de Morningstar, en concreto su *Global ETF Flows Report 2023*, y datos de ETFGI, recogidos en el *Global ETF Industry Insights Report 2025*⁵, determinan que la distinta y amplia tipología de ETFs es otro de los importantes factores que han contribuido a la consolidación de este instrumento financiero, ya que distintos perfiles de inversores pueden elegir la estrategia que mejor se adapta a sus objetivos de inversión. Los datos de Morningstar indican que en 2025 el tamaño de activos gestionados en ETFs alcanzó los 19,4 billones de dólares. Estos números reflejan que estos activos más especializados, han generado un gran interés entre los inversores por su condición específica, permitiendo acceder a temáticas más

⁴ Morningstar. (2023). *Global ETF flows report 2023*. Morningstar Research Services LLC.

⁵ ETFGI. (2025). *Global ETF industry insights report 2025*. ETFGI LLP.

variadas como tecnología, ESG (factores ambientales, sociales y de gobernanza) o renta fija. Además, según ETFGI el registro de ETFs a nivel global alcanzó máximos históricos con más de 2700 nuevos ETFs lanzados en 2024⁶. Los nuevos ETFs listados corresponden tanto a instrumentos orientados a estrategias de gestión pasiva como a productos temáticos y de gestión activa.

Gráfico 1. Figura relativa a nuevas cotizaciones y cierres de ETFs por región a nivel global



Nota. ETFGI. (2025). *Global ETF Industry Insights Report 2025*. ETFGI LLP.

En cuanto al desarrollo teniendo en cuenta la geografía, Estados Unidos ha sido el país que ha ejercido de líder en el avance de ETFs en el mercado, marcado por una visión más liberal e innovadora. En cambio, el mercado de ETFs en Europa ha crecido de manera más sostenida y progresiva, debido a una posición más tradicional de los inversores y limitada por el marco regulatorio. A pesar de ello, documentos de DWS (*ETF Market Outlook 2023*)⁷, gestora de activos alemana de referencia a nivel europeo, señalan que aunque el crecimiento del mercado de ETFs en Europa ha sido más gradual, la evolución ha sido siempre constante aunque de manera más controlada por instituciones regulatorias.

3.4 De la gestión pasiva a los ETFs activos

El crecimiento y la evolución del mercado de ETFs no se limita únicamente al incremento numérico tanto del número de inversores como de participaciones. Sino que además, el mercado de ETFs ha provocado una transición significativa en la industria, desarrollando los ETFs activos. Más adelante, se explicarán las principales diferencias entre ETFs pasivos y ETFs activos. Vanguard, una de las mayores gestoras de activos a nivel mundial y referente en inversión indexada, indica en su informe *The Evolution of ETFs: From Index Tracking to Flexible Investment Solutions* (2024)⁸, que los ETFs han evolucionado hacia productos más complejos

⁶ ETFGI. (2024). *Global ETF new listings report: Rankings by provider, 2024*. ETFGI LLP.

⁷ DWS Group. (2023). *ETF market outlook 2023*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.

⁸ Vanguard Group. (2024). *The evolution of ETFs: From index tracking to flexible investment solutions*. The

hasta convertirse en una plataforma flexible, sofisticada, baja en costes y con un potente sistema operativo.

El éxito de los ETFs activos se debe al crecimiento del mercado de ETFs y a la fuerte demanda de inversores y gestoras que buscan estrategias de inversión más sofisticadas en la búsqueda de rentabilidades adicionales al introducir la posibilidad por parte de los gestores de tomar aunque sea en parte, sus propias decisiones de inversión. Este auge va también acompañado de cierta incertidumbre sobre la consistencia de este instrumento financiero y la regulación por parte de las instituciones pertinentes.

En resumen, el mercado de ETFs revela una profunda transformación hacia productos financieros más complejos, diversificados y flexibles. Su rápida consolidación y continua evolución, sitúa a los ETFs como un importante instrumento en la industria financiera y apuntan a un futuro prometedor, según aseguran las principales gestoras de valores internacionales.

4. Historia y evolución del mercado de ETFs

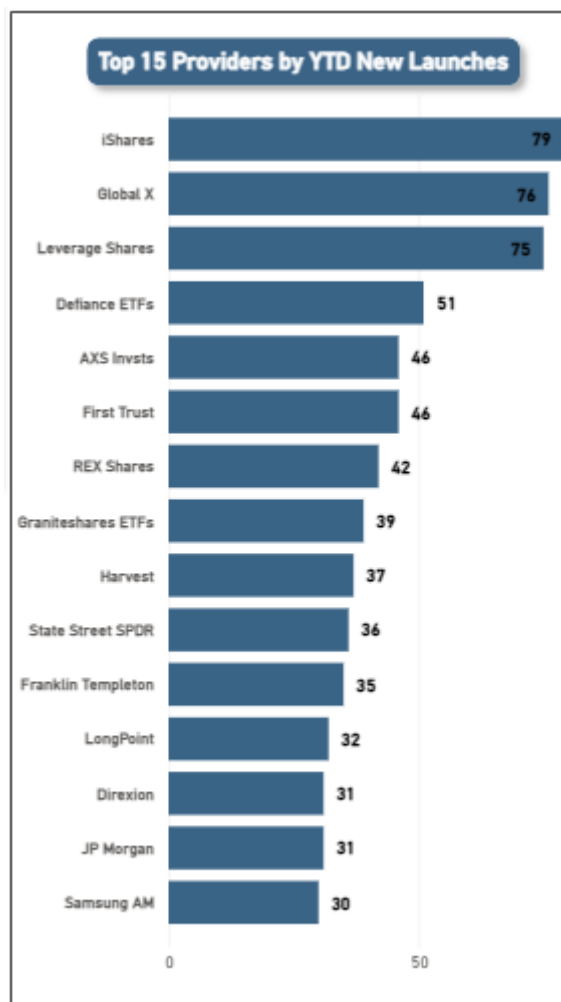
Los cambios y desarrollo producidos tanto en la industria financiera como en el mercado de ETFs están fuertemente vinculados con la historia de los ETFs. Los ETFs comenzaron siendo un producto más especializado y exclusivo, con su lanzamiento en los años noventa. No obstante, su gran aceptación y gradual evolución han conseguido convertirlos en uno de los productos financieros más demandados en el mercado a nivel internacional.

En una fase inicial, el mercado de ETFs estaba mayoritariamente dominado por la gestión de productos de renta variable. En 1993, con el lanzamiento del SPDR S&P 500, la aceptación por parte de los inversores y entidades profesionales fue muy popular. Durante los primeros 5 años, la cantidad de ETFs se multiplicó por 100 en el mercado estadounidense y los activos bajo gestión (AUM) ya superaban los 40.000 millones de dólares en los años noventa. Por ello, se establecieron como una opción realista y eficiente frente a los fondos de inversión tradicionales.

La segunda fase llega en los años 2000, con el desarrollo de nuevas tipologías de ETFs, como de renta fija, mercados emergentes o de materias primas entre otras. Datos de Morningstar (2023), entidad global referente en análisis financiero especializada en fondos y productos cotizados, determinan que durante esta segunda etapa incrementaron tanto la tipología de productos disponibles como la cantidad de capital administrado. En 2010, los activos bajo gestión (AUM) en ETFs a nivel mundial superaban los 1,5 billones de dólares y para 2023 esta cifra ascendía a más de 15 billones de dólares. Además, el número total de ETFs listados alcanzaba la cifra de 9.000 en los mercados financieros de Asia, Europa y Estados Unidos.

Estos datos, revelan una aceptación gradual del mercado de ETFs entre los inversores. El aumento de distintos tipos de ETFs, como se observa en el gráfico siguiente, aportó flexibilidad, adaptación a diferentes estrategias y mayor capacidad de diversificación.

Gráfico 2. Figura relativa a los 15 principales proveedores de nuevos lanzamientos



Nota. ETFGI. (2024). Global ETF New Listings Report: Rankings by Provider, 2024. ETFGI LLP.

Más adelante, emergieron nuevos ETFs más sofisticados como los ETFs sectoriales, temáticos y smart beta o de factores.

Los ETFs sectoriales se basan en invertir únicamente en un sector específico como el farmacéutico, las infraestructuras o los servicios inmobiliarios, buscando captar el desarrollo de esa industria específica. Un ejemplo sería un ETF sectorial farmacéutico, que invierte únicamente en compañías relacionadas con esa industria, como empresas dedicadas a la investigación o fabricación de medicamentos. En cambio, los ETFs temáticos apuestan por un tema o temática actual y sostenible, pero con la diferencia que puede incluir diferentes tipos de sectores. Por ejemplo, el iShares Global Clean Energy UCITS ETF (ICLN) es un ETF temático relacionado con la energía, que abarca distintos sectores como petróleo, energías renovables o

gas. Por último, los ETFs smart beta o de factores cotizan en función de factores financieros predefinidos en vez de reproducir un índice. Los factores más comunes son crecimiento, rentabilidad, tamaño, momento o calidad.

Estos tres productos financieros, cada uno con sus características propias, se posicionan en el punto medio de la gestión pasiva y la gestión activa. Vanguard en su informe *The Evolution of ETFs: From Index Tracking to Flexible Investment Solutions* (2024), afirma que el desarrollo de nuevos ETFs es una clara respuesta a la alta demanda de planes más flexibles y adaptables al tipo de inversor.

La historia y evolución del mercado de ETFs se ha desarrollado de manera diferente en Estados Unidos que en Europa, ya que se ha ido adaptando a la realidad económica, social y regulatoria propia de cada país. En Estados Unidos la expansión ha sido mucho más rápida debido a una mayor libertad regulatoria. En cambio, en el contexto europeo, un marco regulatorio más proteccionista ha marcado una evolución mucho más progresiva pero al mismo tiempo continua. Además el tipo de inversores también varía dependiendo del contexto geográfico. DWS (2023), afirma que en Europa los inversores y gestoras financieras son los primordiales propulsores del crecimiento del mercado de ETFs.

5. Distinción entre ETFs activos, ETFs pasivos y fondos de gestión activa tradicionales. Comparación comisiones.

Los fondos tradicionales, los ETFs pasivos y los ETFs activos son tres importantes instrumentos financieros que han convivido los últimos años en el mercado de capitales. Los tres presentan algunas similitudes, pero también diferencias relevantes que permiten la coexistencia de todos ellos en el sector financiero y ofrece a los inversores mayor capacidad de elección para alcanzar una determinada estrategia u objetivos concretos. Estudiar estas diferencias es clave para entender las ventajas e inconvenientes de cada uno de los tres instrumentos financieros, y comprender la consolidación de los ETFs activos dentro del sector.

El propósito de inversión y el nivel de gestión constituyen dos de las diferencias fundamentales entre estos tres productos. El nivel de gestión, que hace referencia al grado de intervención que ejerce el gestor en las decisiones de selección y composición de activos que integren la cartera. Los ETFs pasivos buscan replicar exactamente el índice de referencia, sin necesidad de “vencer” al mercado. Por ello, el grado de gestión en este tipo de ETFs es muy bajo, ya que se limita a cumplir normas preestablecidas.

En cambio, tanto los fondos tradicionales como los ETFs activos tienen como objetivo la generación de Alpha, que señala el margen de rentabilidad de una operación comparado con su

índice de referencia. En otras palabras, representa el valor añadido que proporciona la gestión activa, es decir los gestores. Para generar alfa, es fundamental un análisis previo del mercado por parte de los gestores.

No obstante, los fondos de inversión tradicional y los ETFs activos presentan diferencias estructurales en este terreno de gestión. Los ETFs activos operan dentro de una estructura más definida mientras que los fondos tradicionales persiguen superar un punto de referencia o benchmark, por lo que el papel de gestor es más relevante.

La segunda principal diferencia entre estos tres instrumentos reside en su disposición operativa y el momento en que se calcula su valor liquidativo. Los fondos activos tradicionales destacan por calcular su valor liquidativo sólo una vez al día y al cierre del mercado. Sin embargo tanto los ETFs pasivos como los ETFs activos no tienen que esperar al final del día para obtener su valor liquidativo. Esto proporciona mayor flexibilidad y capacidad de realizar múltiples operaciones en una misma jornada. También hay que destacar que los fondos tradicionales no cotizan en bolsa, mientras que los ETFs sí cotizan en bolsa y, en este aspecto, se comportan como las acciones.

En tercer lugar, la transparencia y la comunicación o publicación de información es otra de las diferencias a analizar. Tanto los ETFs pasivos como los ETFs activos se caracterizan por un alto nivel de divulgación y transparencia, constituyendo una de las propiedades más destacadas de los ETFs. Así, un ETF que replique el S&P 500 permite conocer en todo momento qué empresas lo integran y en qué proporción, ofreciendo una mayor visibilidad al inversor. En los ETFs activos, esta publicación continua de información de sus carteras ha provocado controversia en el sector financiero por el potencial peligro de hacer pública datos sensibles que perjudiquen a los gestores.

Por otra parte, el grado de transparencia de los fondos de gestión tradicional es menor en comparación con los ETFs. Con el propósito de proteger la estrategia de desarrollo de sus operaciones y reducir el riesgo de que competidores imiten sus decisiones, este tipo de fondos publican la información de su portfolio una vez al mes o una vez cada trimestre.

La diferencia de costes y su estructura entre los tres instrumentos financieros a comparar es otra de los puntos clave a resaltar. Los fondos tradicionales destacan por tener altas comisiones debido a una gestión mucho más activa y personalizada por parte del gestor en la elección y composición de los activos que componen la cartera. Además, debido a su alta rotación, salidas y entradas frecuentes, y un análisis continuo del mercado, los costes aumentan. Datos de Morningstar (2023), indican que en Europa las comisiones anuales de los fondos de inversión promedian entre el 1,00% y el 1,50%, mientras que en Estados Unidos se sitúan entre el 0,60% y el 1,30%.

En cambio, los ETFs pasivos están considerados como los más eficientes entre los tres, debido a que replican índices por lo que la gestión es pasiva y tiene menor movimiento en la cartera lo que reduce los costes operativos. Por ejemplo, en Estados Unidos las comisiones anuales medias de los ETFs pasivos oscilan entre el 0,03% y el 0,20%, reflejando una enorme diferencia frente a los fondos tradicionales. Asimismo, el funcionamiento de los ETFs pasivos permite obtener ventajas fiscales, ya que la obligación de vender o comprar activos dentro del fondo disminuye, reduciéndose con ello las plusvalías sujetas a tributación.

Por su parte, los ETFs activos se encuentran en un punto intermedio entre ambos, ya que las comisiones son más altas que los pasivos, pero menores que las de los fondos tradicionales. De acuerdo con datos recientes de la industria, en concreto del informe *Global ETF Flows Report 2023* de Morningstar, las comisiones medias de los ETFs activos de renta variable en Estados Unidos se sitúan en torno al 0,50 %–0,70 % anual. Esto se debe, a que el nivel de gestión es mayor que los ETFs pasivos pero inferior a los fondos tradicionales. Aun así, presentan una mayor eficiencia que los fondos tradicionales, ya que operan en el mercado secundario.

Por último, la figura del inversor también es un componente que varía dependiendo del tipo del producto de inversión elegido. Los fondos tradicionales son más populares en inversores individuales que confían plenamente en las decisiones tomadas por sus gestores. Estos inversores minoristas valoran significativamente una relación cercana y de confianza con el gestor. Por su parte, ambos tipos de ETFs son más utilizados por grandes entidades financieras o inversores institucionales con una visión más enfocada en el largo plazo.

En resumen, con todas las diferencias analizadas anteriormente, los ETFs activos son considerados un punto intermedio entre los fondos tradicionales y los ETFs pasivos, integrando propiedades de ambos instrumentos. Esta condición híbrida justifica su éxito y adaptación dentro del sector, creciendo su atractivo entre los inversores.

Tabla 1. Comparación de comisiones

Tipo de instrumento financiero	Comisiones medias en Estados Unidos	Comisiones medias en Europa
Fondos de gestión activa tradicionales	0,60% - 1,30%	1,00% - 1,50%
ETFs pasivos	0,03% - 0,20%	0,07-0,25%
ETFs activos	0,50% - 0,80%	0,40% - 0,75%

Nota. Elaboración propia a partir de datos de Morningstar, BlackRock y State Street Global Advisors sobre comisiones medias de fondos y ETFs en Estados Unidos y Europa.

6. Teoría de la eficiencia de mercados y su relación con los ETFs

6.1 Perspectiva Teórica

La Teoría de la Eficiencia de los Mercados, conocida como TEM, fue formulada por Eugene Fama en los años 60⁹. Es uno de los elementos primordiales que sostienen la teoría financiera actual. La TEM se basa en un idea clara y sencilla: los precios de los distintos productos de inversión (acciones, bonos, etc), muestran toda la información pública disponible. Es decir, que si por ejemplo, se comunica que una empresa ha realizado una adquisición importante de una tecnología innovadora, la demanda de compra de esa acción crece y con ella el precio de la acción de la empresa. Por esta razón, esta teoría señala que no es posible “batir” al mercado sólo con información pública.

La teoría identifica tres formas de eficiencia en función de la clase de documentación utilizada por el mercado para establecer el precio del activo. El primer nivel de eficiencia se denomina forma débil e incluye solo información antigua como gráficos históricos o corrientes pasadas. Este estudio únicamente técnico no permite mejorar el rendimiento de manera consistente. El siguiente nivel, eficiencia semi-fuerte, se caracteriza por incorporar la información pasada del nivel anterior y toda la documentación pública como noticias, informes financieros relevantes o novedades regulatorias. El precio de los activos fluctúa con la difusión de información y se va ajustando para incorporarla en el precio. Por último, en la eficiencia fuerte los precios incluyen todo tipo de información: pasada, pública e información interna y privilegiada. Nadie es capaz de superar al mercado. La realidad es, sin embargo, que esta forma de eficiencia es poco real y no muy común.

Una vez establecido el marco teórico, se plantea una pregunta fundamental que afecta al sector financiero: ¿es capaz la gestión activa de “batir” al mercado y mejorar sus rendimientos, si los precios de mercado incorporan la información disponible?

6.2 Implicaciones en la generación de alfa

Para contestar a esta importante cuestión es necesario analizar la TEM desde una perspectiva práctica y sus implicaciones para la inversión y generación de “alfa”, rendimiento extra obtenido en comparación con un índice de referencia. En otras palabras, evaluar la competencia y destreza de un gestor, ya que permite medir si las acciones de inversión tomadas añaden valor extra a los activos en comparación con una estrategia pasiva que se limita a reproducir un índice de mercado. Este término fue introducido por Michael Jensen (1968), que

⁹ Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

después de analizar más de cien fondos tradicionales, concluyó que ninguno conseguía superar el índice del mercado teniendo en cuenta los costes, apoyando así la idea principal de la TEM.

Años más tarde, trabajos como el de William Sharpe (1991)¹⁰ explicaron que la gestión activa es un juego de suma cero frente al mercado: por cada ganador que bate al índice, habrá otro gestor que quede por detrás, de modo que, antes de costes, la rentabilidad media de todos los inversionistas iguala al mercado, y después de costes dicha rentabilidad media queda por debajo del mercado. En palabras de John Bogle (fundador de Vanguard), “no intentes encontrar la aguja en el pajar, mejor compra el pajar”, aconsejando al inversor medio replicar todo el mercado en lugar de gastar esfuerzos (y comisiones) en intentar superarlo.

Existen varios estudios que refuerzan esta teoría. Destacan los análisis regulares de S&P Down Jones Indices mediante los informes de SPIVA (S&P Indices Versus Active)¹¹, que comparan la rentabilidad de los fondos de inversión tradicionales con sus índices de referencia. Estos informes señalan que un gran número de fondos tradicionales o de gestión activa no ofrecen rentabilidad adicional largo plazo teniendo en cuenta las comisiones y los costes. Por ejemplo, el estudio SPIVA U.S Scorecard (2023) determina que *“más del 85% de los fondos de renta variable estadounidense de gran capitalización no lograron superar al S&P 500 en un horizonte de 10 años, tras considerar comisiones y gastos”*

Por lo tanto, en Estados Unidos, la mayoría de los fondos de gestión activa no consiguieron batir a los índices de referencia en el largo plazo después de valorar los costes de gestión. La misma conclusión se observa en gran parte del resto de mercados importantes y establecidos, lo cual favorece a la gestión pasiva. En resumen, estos estudios concluyen que es realmente difícil para los gestores superar la rentabilidad del mercado periódicamente y con una visión en el largo plazo. Resulta extremadamente complicado obtener ventajas informativas debido a la competencia en la industria. Como conclusión de esta teoría, las estrategias de gestión pasiva ofrecen mejores rendimientos con costes menores que las estrategias de gestión activa.

6.3 Eficiencia de mercado y éxito de la gestión pasiva

La teoría de la eficiencia de mercados se ha convertido en uno de los impulsores teóricos más relevantes de la gestión pasiva. Esta teoría defiende que resulta muy complicado, por no decir casi imposible, batir al mercado, por lo que establece la estrategia de replicar índices de mercado con menores comisiones y sin necesidad de gestores especializados. Esta idea provoca el desarrollo de los primeros fondos indexados, apoyada por reconocidas figuras de la industria como el economista Paul Samuleson o el distinguido profesor Michael Jensen. Así, el primer

¹⁰ Sharpe, W. F. (1991). The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7–9.

¹¹ S&P Dow Jones Indices. (2023). *SPIVA U.S. scorecard: Year-end 2023*. S&P Global.

fondo indexado fue lanzado por John C. Bogle en el mercado estadounidense en 1975.

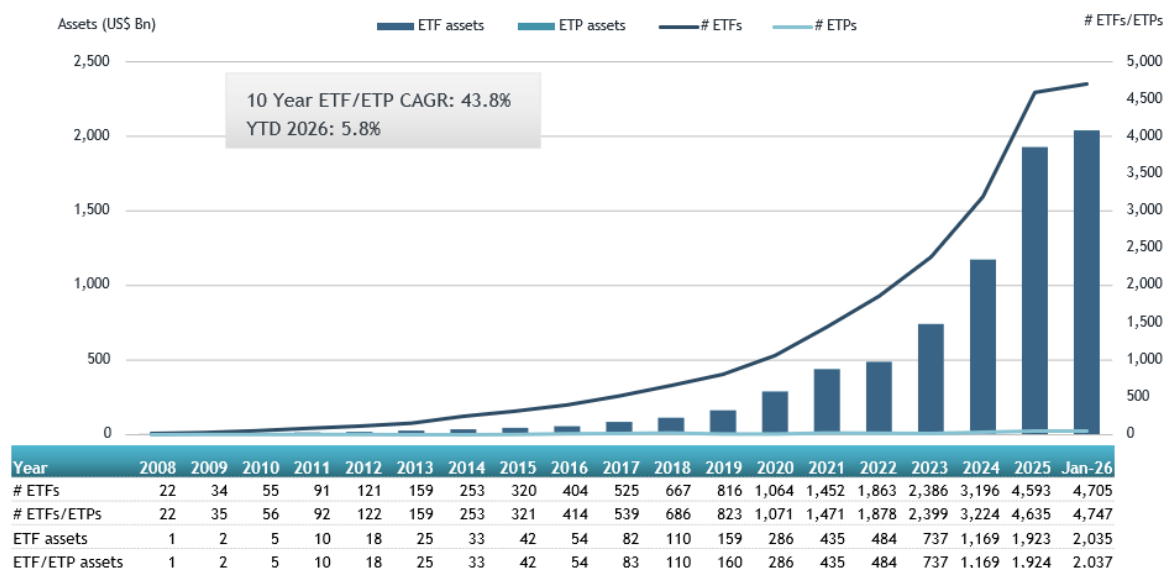
Sin embargo, no fue hasta 1993 cuando surgió el primer ETF, el SPDR S&P 500 (ticker:SPY), en Estados Unidos. El alto nivel de aceptación del mercado propulsó su evolución y desarrollo, alcanzando en 2024 un total de 3.600 ETFs, incluyendo tanto ETFs pasivos como ETFs activos, y casi 10 billones de dólares en activos. El éxito de los ETFs se basa en su estrategia operativa, mayor diversificación, resultados más predecibles y seguros y menores costes de gestión y comisiones. El apoyo teórico y los fundamentos de la teoría de la eficiencia de mercados ha sido fundamental para el auge de este concepto financiero. Su estrategia es muy sencilla: reproducir índices de mercado, asegurando obtener rendimiento con menores costes y de manera más eficiente.

6.4 Surgimiento de los ETFs activos

El éxito y la rápida adopción de los ETFs pasivos en el mercado, propició la creación de los ETFs activos, que son una combinación de la gestión activa y pasiva. Se caracterizan por mantener la estructura propia de un ETF, pero buscando batir al mercado a través de generar alfa. A partir de su lanzamiento, los ETFs activos se han establecido en el mercado y han crecido de manera exponencial pasando de 6 mil millones de dólares en activos en 2011 a casi 2 billones de dólares en 2025, superando los 2.200 ETFs activos presentes en el mercado de acuerdo con datos de Morningstar Direct (2024)¹². En Estados Unidos la expansión de este instrumento financiero ha sido mucho más veloz que en Europa, debido a una política regulatoria menos protectora. El surgimiento de los ETFs activos junto con su rápida adaptación, ha supuesto una transformación en el sector financiero, aumentando un 50% la tasa de crecimiento anual compuesta durante los últimos 10 años. Además los ETFs activos crecen un 11% más que los ETFs pasivos y su cuota de mercado alcanza el 5% de los activos totales a nivel global. El 78% de estos activos pertenecen al mercado estadounidense, siendo el líder principal de la adaptación.

¹² Morningstar. (2024). *Morningstar direct: Active ETF market data 2024*. Morningstar Research Services LLC.

Gráfico 3. Figura relativa al crecimiento en el valor de los activos bajo gestión (AUM) en la industria de ETFs



Nota. Morningstar. (2023). Global ETF Flows Report 2023. Morningstar Research Services.

Gráfico 4. Figura relativa a los 25 principales nuevos ETFs globales clasificados por AUM

Ticker	ETF name	Asset (US\$ Mn)	ETF issuer	Exchange	Listing date
AKRE US	Akre Focus ETF	9,980.40	Akre Capital	NYSE	27 October 2025
JMTG US	JPMorgan Mortgage-Backed Securities ETF	6,313.86	JP Morgan Asset Management	NYSE	30 June 2025
SPP5 GY	SPDR Bloomberg 1-5 Year U.S. Corporate Bond UCITS ETF (Acc)	5,077.29	State Street SPDR ETFs	Deutsche Boerse	15 August 2025
SBIL US	Simplify Government Money Market ETF	4,231.01	Simplify ETFs	NYSE	15 July 2025
VBIL US	Vanguard 0-3 Month Treasury Bill ETF	4,204.92	Vanguard	NYSE	11 February 2025
WDEF IM	WisdomTree Europe Defence UCITS ETF	3,656.21	WisdomTree	Euronext Milan	11 March 2025
XUSE NA	iShares MSCI World ex-USA UCITS ETF	3,135.08	iShares	Euronext Amsterdam	30 January 2025
511110 CH	E Fund SSE Market-Making Corporate Bond ETF	3,109.79	E Fund Management	Shanghai Stock Exchange	24 January 2025
159600 CH	Harvest CSI AAA Sci-Tech Innovation Corporate Bond ETF	3,086.17	Harvest Fund Management	Shenzhen Stock Exchange	17 July 2025
551030 CH	Penghua SSE AAA Sci-Tech Innovation Corporate Bond ETF	2,829.23	Penghua Fund Management	Shanghai Stock Exchange	17 July 2025
511070 CH	China Southern SSE Market-Making Corporate Bond ETF	2,804.59	China Southern Asset Management	Shanghai Stock Exchange	22 January 2025
551900 CH	China Merchants CSI AAA Sci-Tech Innovation Corporate Bond ETF	2,672.52	China Merchants Fund Management	Shanghai Stock Exchange	17 July 2025
511200 CH	ChinaAMC SSE Market-Making Corporate Bond ETF	2,494.44	China Asset Management	Shanghai Stock Exchange	07 February 2025
HIMU US	iShares High Yield Muni Active ETF	2,354.03	iShares	Cboe	10 February 2025
FNGB US	MicroSectors FANG+ 3X Leveraged ETN	2,344.17	MicroSectors	NYSE	22 January 2025
004380 KS	MIRAE ASSET TIGER MONEY MARKET ACTIVE ETF	2,315.42	Mirae Asset	Korea Exchange	22 April 2025
159200 CH	Fullgoal CSI AAA Sci-Tech Innovation Corporate Bond ETF	2,301.76	Fullgoal Fund	Shenzhen Stock Exchange	17 July 2025
BPGU GY	BetaPlus Enhanced Global Sustainable Equity UCITS ETF	2,274.05	Nordea	Deutsche Boerse	11 August 2025
BDYN US	iShares Dynamic Equity Active ETF	2,262.03	iShares	NASDAQ	15 September 2025
551550 CH	ChinaAMC CSI AAA Sci-Tech Innovation Corporate Bond ETF	2,180.13	China Asset Management	Shanghai Stock Exchange	17 July 2025
JPHY US	JPMorgan Active High Yield ETF	2,118.72	JP Morgan Asset Management	Cboe	25 June 2025
511190 CH	HFT SSE Market-Making Corporate Bond ETF	1,899.91	HFT Investment Management	Shanghai Stock Exchange	05 February 2025
551560 CH	CIB CSI AAA Sci-Tech Innovation Corporate Bond ETF	1,843.45	CIB Fund Management	Shanghai Stock Exchange	24 September 2025
159397 CH	GF SZSE Market-Making Credit Bond ETF	1,726.54	GF Fund	Shenzhen Stock Exchange	07 February 2025
159395 CH	Dacheng SZSE Market-Making Credit Bond ETF	1,670.96	Dacheng	Shenzhen Stock Exchange	27 January 2025

Nota. Bloomberg Intelligence. (2024). ETF Industry Outlook: New Launches & AUM Rankings. Bloomberg L.P.

Los ETFs activos surgen por diversos motivos. En primer lugar, nacen como consecuencia a una creciente demanda de gestoras e inversores, que buscan una estrategia de inversión híbrida entre los fondos activos tradicionales y los ETFs pasivos. Además los ETFs activos, abarcan un público extenso y diverso, desde inversores individuales y pequeñas empresas a grandes entidades. Asimismo, los beneficios fiscales en algunos mercados, como en Estados Unidos, han favorecido e incrementado el número de inversores interesados en este tipo de vehículo de inversión. Estos beneficios fiscales se obtienen fundamentalmente del mecanismo de creación y reembolso de participaciones propio de los ETFs, ya que el proceso de intercambio

entre participaciones y activos se realiza de manera directa lo que disminuye las plusvalías realizadas y mejora la eficiencia fiscal de la inversión.

Es importante señalar, que la transformación hacia ETFs activos ha sido progresiva y continua. Antes de los ETFs activos, surgieron los ETFs de “smart beta” o de factores que comparten características de los ETFs pasivos ya que replican un índice, pero basado en diferentes criterios como crecimiento, volumen, rentabilidad, momento o calidad. Por ello, son considerados una figura de gestión pasiva avanzada. El siguiente paso son los ETFs activos discretionales que a diferencia de los anteriores no replican un índice predeterminado, sino que es la figura del gestor la que toma decisiones de compra o venta para generar alfa y superar al mercado.

6.5 La gestión pasiva y análisis de la eficiencia

Aparece una pregunta fundamental en torno a los ETFs activos: ¿contradican o confirman la Teoría de la Eficiencia de los Mercados? Por una parte, con este instrumento de inversión los inversores buscan generar alfa y batir al mercado, lo que presupone que no es totalmente eficiente. Esto sucede porque la gestión activa se basa en potenciales ineficiencias del mercado, reforzadas con análisis exhaustivos y documentación privilegiada, para ser capaz de reconocer activos capaces de batir el índice de mercado.

Gestoras relevantes y reconocidas en la industria, como BlackRock, JPMorgan Asset Management o Columbia Threadneedle Investments, explican que, con el planteamiento y análisis apropiado, es posible superar al mercado y generar alfa. Un ejemplo claro es el de Columbia Threadneedle Investments. Esta gestora ha logrado resultados consistentes con el lanzamiento de varios ETFs activos centrados en la selección de valores, como el CT US Equity Income ETF o el CT Global Focus ETF. Por su parte, JPMorgan Asset Management ha conseguido captar un volumen muy elevado de activos con productos como el JEPI, que se ha convertido en uno de los ETFs activos más reconocidos del mercado. BlackRock, a través de iShares, ha seguido una estrategia algo distinta, desarrollando ETFs activos orientados a la renta fija flexible y a estrategias multifactor. Tres gestoras, tres enfoques diferentes, pero un mismo denominador común: la apuesta decidida por la gestión activa dentro del formato ETF. Además, según Morningstar (2023), en periodos de mayor incertidumbre o volátiles en los mercados financieros, los ETFs activos mejoran sus resultados de manera significativa frente a otros productos de gestión pasiva como los ETFs pasivos. Esto se debe, a la capacidad de los gestores de intervenir de manera directa y modificar los activos que componen la cartera, ajustando sus decisiones para mitigar riesgos o identificar potenciales oportunidades.

No obstante, la incorporación de los ETFs activos en el mercado plantea algunas

discrepancias con la Teoría de la Eficiencia de los Mercados (TEM). Por un lado, los ETFs activos buscan generar alfa para superar al mercado mediante decisiones directas por parte de gestores y su filosofía de inversión se basa en la transparencia, eficiencia y reducción de costes. Estas acciones por parte de los gestores incluyen la selección de activos que componen la cartera, la propia gestión de estos activos y el análisis detallado. Diversos estudios sostienen que este tipo de estrategia es especialmente eficiente en sectores con mejor seguimiento por parte de analistas, como mercados emergentes o las empresas de pequeña y mediana capitalización (Fama, 1970; Morningstar, 2023). Mientras, que el enfoque de la teoría de la eficiencia de mercados (TEM) sostiene que es muy complicado superar el rendimiento del mercado de manera continua, ya que el valor de los activos muestra toda la información disponible de manera rápida, lo que dificulta obtener ventajas con respecto al mercado.

6.6 Análisis empírico del rendimiento de los ETFs activos

A pesar de los buenos resultados en casos puntuales, estudios y análisis actuales señalan que la gran mayoría de ETFs activos tienen dificultades para generar alfa de manera permanente, al igual que los fondos activos tradicionales. Cada vez son más los estudios sobre este innovador instrumento financiero. Un ejemplo de ello es el reciente análisis de Morningstar (2024), que subraya una rentabilidad promedio mayor de los fondos de gestión pasiva frente a los ETFs activos. Por ejemplo, considerando los ETFs activos de renta variable EE.UU., en el período 2019–2023 obtuvieron en promedio menor rendimiento que un simple ETF indexado al S&P 500 (como Vanguard S&P 500 ETF, VOO), y además con mayor volatilidad.

Tabla 2. Comparación de costes, activos bajo gestión (AUM) y rentabilidad histórica entre ETFs activos y pasivos.

	Ratio promedio de gastos	AUM (miles de millones USD, ene 20206)	Rendimiento a 3 años (218 ETFs)	Rendimiento a 5 años (126 ETFs)	Rendimiento a 15 años (30 ETFs)
ETFs activos	0,57	486,1	19,28%	10,70%	11,59%
VOO	0,03	844,9	22,97%	14,38%	14,03%
SPY	0,09	702,1	22,86%	14,32%	13,95%
Underperformance (frente a VOO)			3,69%	3,68%	2,44%
% que superó a VOO			26,6%	11,9%	43,33%

Nota. SPDR, Vanguard y Morningstar (2024). Datos sobre ratios de costes, AUM y rendimiento histórico de ETFs (VOO, SPY y ETFs activos).

La tabla anterior muestra que apenas un 43.4% de los ETFs activos son capaces de batir al mercado a largo plazo, y tan solo 1 de cada 10 ETFs activos superó a Vanguard S&P 500 ETF (VOO) a 5 años vista. Además, el rendimiento de los ETFs activos a 3, 5 y 15 años es menor comparado con los fondos indexados equivalentes. Por otra parte, los ETFs activos tienen un

coste anual superior en comparación con los otros dos fondos. Asimismo, el tamaño de los fondos indexados es considerablemente mayor que los ETFs activos, lo que favorece la liquidez y la solidez.

Además de lo comentado con anterioridad, la eficiencia media de los ETFs activos disminuiría si no se tuvieran en cuenta las estadísticas aquellos que son poco exitosos y cierran. Un estudio indicó que aproximadamente 700 ETFs activos han sido liquidados desde 2007, típicamente por bajo rendimiento o escaso interés. Esto significa que los resultados históricos publicados tienden a sobrestimar ligeramente el éxito, al excluir a esos “perdedores desaparecidos”. Aun así, incluso entre los ETFs activos de mayor tamaño y popularidad, el balance no es muy favorable: entre los 10 ETFs activos de renta variable con más patrimonio en EE.UU., solo 3 lograron batir al S&P 500 en los últimos 15 años, y en promedio ese top 10 quedó aproximadamente 1.84 puntos porcentuales anuales por debajo del índice.

Este desempeño mediocre de los ETFs activos refleja el patrón bien documentado en los fondos activos tradicionales. Según el informe SPIVA de S&P, aproximadamente 95% de los fondos de renta variable de gran capitalización en EE.UU. no lograron superar consistentemente al mercado en un horizonte de 20 años. Asimismo, los análisis de consistencia determinan que muy pocos gestores activos se mantienen en el cuartil superior de rendimientos de forma consecutiva en múltiples períodos (la mayoría cae a posiciones promedio o inferiores tarde o temprano). En suma, la promesa central de muchos ETFs activos, batir al mercado con regularidad, no se ha cumplido para la gran mayoría, especialmente tras considerar costos y riesgos adicionales.

Desde la perspectiva de la teoría de eficiencia de mercados, estos hallazgos refuerzan en gran medida sus postulados. La dificultad que encuentran los ETFs activos para generar alfa sostenido sugiere que los mercados de renta variable líquidos (como el de EE.UU.) son bastante eficientes, de modo que cualquier ventaja informativa es rápidamente neutralizada por la competencia. No obstante, cabe matizar que la teoría de la eficiencia de mercados (TEM) no implica que ningún fondo pueda superar al mercado en ningún período, sino que hacerlo de forma consistente es altamente improbable. Algunos ETFs activos lograrán obtener buenos resultados (por habilidad genuina, suerte, o exposición a ciertos factores de riesgo favorecidos en ese lapso), pero de manera puntual. Sin embargo, identificar de antemano qué gestores/estrategias podrán añadir valor sigue siendo un desafío. De hecho, muchos de los casos exitosos pueden atribuirse a exposición a factores de inversión, es decir, propiedades sistemáticas de determinados productos que están relacionados con mayores rentabilidades. Por ejemplo, destacan el sesgo hacia activos infravalorados (*value*) o hacia activos con fuerte tendencia de precios (*momentum*), más que a pura pericia de selección. Estos factores tienden eventualmente a perder efectividad o a ser incorporados en nuevos ETFs pasivos factoriales.

7. Opiniones y estudios de la industria

7.1 Enfoque de las principales gestoras globales

Las gestoras de activos internacionales más relevantes, como Vanguard, DWS Group, Fidelity Investments o BlackRock, han contribuido de manera notable en el desarrollo y consolidación de los ETFs en el mercado. Su papel ha sido fundamental en el análisis y estudio de la industria de ETFs, así como en la creación y circulación de estos productos financieros. Los informes elaborados por estas gestoras permiten conocer cómo el mercado interpreta la evolución de los ETFs y cómo se espera que sea el crecimiento de este sector en el futuro, poniendo especial énfasis en los ETFs activos.

Destaca el estudio publicado por BlackRock (2024)¹³, *The Future of Active ETFs* que indica que “los ETFs activos constituyen uno de los segmentos de más rápido crecimiento del sector de la gestión de activos”, poniendo especial énfasis en la estrategia híbrida propia de los ETFs activos. En esta misma línea, el informe *Active ETFs: The Next Generation of Low-Cost Active Management*, publicado por Vanguard (2024)¹⁴, señala que los ETFs activos presentan “una atractiva combinación de gestión activa profesional y las ventajas estructurales del formato de ETF”. Del mismo modo, Fidelity remarca en un su informe *Understanding Active ETFs*¹⁵ que parte del éxito y desarrollo de los ETFs activos nace como respuesta a una creciente demanda de los inversores que buscan estrategias eficientes en costes pero capaces de generar valor añadido.

De forma similar, diferentes análisis sectoriales sostienen que los ETFs se han convertido en un vehículo financiero con estrategias complejas y versátiles, dejando atrás la réplica de índices de mercado. En este contexto, destaca el informe *The Rise of Active ETFs* de DWS (2023)¹⁶, que señala que la transformación estructural de la industria financiera está relacionada con el desarrollo de nuevos productos financieros como los ETFs, donde “la estructura de los ETFs se utiliza cada vez más como un vehículo flexible para una amplia gama de estrategias de inversión”.

7.2 Limitaciones y posturas críticas por parte de la industria

A pesar del crecimiento y aceptación de los ETFs activos, existen varias limitaciones relacionadas con su evolución, y están reconocidas por la propia industria. En primer lugar, uno de los principales debates radica en la capacidad de estos instrumentos de generar alpha de manera sostenida y constante, para conseguir un valor añadido al activo. Esta cuestión está

¹³ BlackRock. (2024). *The future of active ETFs*. BlackRock, Inc.

¹⁴ Vanguard Group. (2024). *Active ETFs: The next generation of low-cost active management*. The Vanguard Group, Inc.

¹⁵ Fidelity Investments. (2024). *Understanding active ETFs*. Fidelity Investments.

¹⁶ DWS Group. (2023). *The rise of active ETFs*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.

especialmente relacionada con la Teoría de la Eficiencia de Mercados (TEM) y con investigaciones que ponen en duda el rendimiento de la gestión activa a largo plazo.

Son muchos los estudios que afirman que la mayoría de los ETFs activos no son capaces de superar el rendimiento de mercado en el largo plazo. Por ejemplo, el informe SPIVA Scorecard publicado por S&P Dow Jones Indices (2023) indica que “la mayoría de los gestores activos obtienen resultados inferiores a los de sus índices de referencia en horizontes temporales más largos”. En el mercado de Estados Unidos en concreto, el informe señala que menos del 20% de los fondos activos de rentable variable consiguen batir al índice S&P 500 en horizontes de 10 años.

En segundo lugar, el alto grado de transparencia propia de los ETFs es otra de las limitaciones o desventajas identificadas por expertos de la industria. Los ETFs se caracterizan por hacer pública información relacionada con la composición de su carteras de manera periódica, exponiendo decisiones de carácter relevante del gestor. Para Morningstar (2023), uno de los principales desafíos de los ETFs activos es que *“la transparencia exigida en muchas estructuras de ETF puede revelar las posiciones de la cartera y exponer a los gestores a riesgos de front-running”*. Esto ocurre cuando un gestor o intermediario financiero opera utilizando información privilegiada para anticiparse a las decisiones de otros participantes y obtener mejores resultados.

En tercer lugar, la fragmentación del mercado debido al aumento significativo del número de ETFs disponibles es otro de los riesgos estudiados por analistas del sector. El número de ETFs en mercados globales ha crecido rápidamente en los últimos años, alcanzando más de 8.000 ETFs en total a nivel internacional, de acuerdo con datos del Global ETF Landscape Report de BlackRock (2024)¹⁷. A pesar de que estos datos indican una expansión e innovación del sector, diversos analistas muestran su preocupación por la creciente competencia entre gestoras debido a una excesiva oferta de productos.

Asimismo, PwC (2022)¹⁸ en el informe Asset & Wealth Management Revolution avisa que *“la proliferación de productos de inversión puede aumentar la complejidad para los inversores e intensificar la competencia entre las gestoras de activos”*. Esta situación podría provocar el cierre prematuro de algunos ETFs de menores volúmenes de activos, ya que no serían capaces de alcanzar economías de escala suficientes.

Por último, algunos informes del sector recalcan que los ETFs activos, pese a un gran irrupción, todavía representan una pequeña parte del mercado total de ETFs, dominado ampliamente por instrumentos de inversión pasiva. Datos de Morningstar (2023), sostienen esta

¹⁷ BlackRock. (2024). *Global ETF landscape report 2024*. BlackRock, Inc.

¹⁸ PricewaterhouseCoopers. (2022). *Asset & wealth management revolution: Exponential expectations for ESG*. PwC.

idea y señalan que los ETFs activos gestionan aproximadamente 550.000 millones de dólares a nivel mundial, lo que representa alrededor del 6% del total de activos invertidos en ETFs. En cambio, los ETFs pasivos gestionan más de 9 billones de dólares a nivel global. Estos datos sugieren que, si bien el segmento presenta un elevado potencial de expansión, su consolidación como alternativa dominante dentro de la industria de gestión de activos aún se encuentra en una fase de desarrollo.

7.3 Informe de Fidelity : “Using ETFs for fixed income investing” (2023)

Este documento, que presenta la transcripción de un webinar que realizó Fidelity, es bastante útil para la investigación ya que aborda de manera directa el debate que existe entre la gestión activa y pasiva, en este caso, aplicado directamente a la renta fija. Los gestores de Fidelity defienden que los ETFs activos tienen una ventaja estructural frente a los pasivos en el mercado de bonos, porque el universo de inversión es mucho más amplio que cualquier índice. Mientras que un índice de *bonos core*, es decir, un índice que agrupa únicamente los bonos más representativos y líquidos del mercado, como la deuda pública y los bonos corporativos de mayor calidad, puede cubrir unos 27 billones de dólares en activos, el mercado total supera los 50 billones, lo que deja mucho margen para que los gestores activos seleccionen valores fuera del índice. Un ejemplo que mencionan y que me ha llamado la atención es el de los TIPS (bonos protegidos contra la inflación), que no estaban en muchos índices de referencia y sin embargo dieron muy buenos resultados cuando las expectativas inflacionarias repuntaron. Esto fue especialmente visible en el período posterior a la pandemia de la COVID-19. Entre 2021 y 2022, la inflación se disparó a nivel global de una forma que muchos analistas no habían anticipado, generando un entorno de mercado especialmente complicado para casi cualquier tipo de activo.

También enfatizan el papel que tiene el mercado de nuevas emisiones, donde los ETFs activos pueden incorporar bonos emitidos recientemente a precios muy atractivos, mientras que los ETFs pasivos tienen que esperar hasta el final de mes para añadirlos al índice, en cuyo momento ese precio favorable ya ha desaparecido. Respecto a los datos de rendimiento, Fidelity (2023)¹⁹ ofrece cifras que indican que entre el 80% y el 90% de los gestores activos de renta fija han batido a su índice de referencia tras los gastos, un porcentaje sorprendentemente elevado comparado con lo que se puede ver en renta variable (Fidelity Investments, 2023).

7.4 Informe de DWS: “Fixed Income ETFs: From Evolution to Revolution” (2024) y “The Rise of Active ETFs” (2025)

DWS, a través de su gama Xtrackers, ha publicado dos informes que complementan

¹⁹ Fidelity Investments. (2023). *Using ETFs for fixed income investing*. Fidelity Investments.

muy bien la visión de Fidelity. En el primero de ellos, que se enfoca principalmente en los ETFs de renta fija, se hace un análisis acerca de cómo estos productos han dejado de ser una simple herramienta marginal, para pasar a ser un pilar clave dentro de la construcción de carteras. Un dato que me ha parecido muy revelador es que, en momentos de estrés como marzo de 2020, los ETFs de renta fija actuaron como un amortiguador de liquidez, llegando a multiplicar por 3,5 el volumen de negociación secundaria frente a la primaria. Esto significa que los inversores utilizaron los ETFs para obtener exposición a bonos cuando el mercado subyacente estaba prácticamente congelado. Asimismo, DWS Group (2024)²⁰, introduce un concepto bastante interesante, y es que los ETFs de renta líquida ofrecen “capas de liquidez”, esto debido al mecanismo que existe de la creación y reembolso, lo que permite que sean mucho más líquidos que muchos de los bonos individuales que los componen.

El segundo informe, que aborda el crecimiento de los ETFs activos, ofrece una clasificación en tres clases en función de la razón de la creación de la estrategia: señales de alpha, en la que se persigue batir el índice; resultados aumentados, cuya estrategia hace uso de derivados para alterar el perfil riesgo-rentabilidad; y el acceso a mercados, que pretende permitir el acceso a la inversión en segmentos complejos de alcanzar. Esta clasificación ha servido para categorizar los tres ETFs analizados en este trabajo: por su estrategia de opciones, el JEPI corresponde a resultados aumentados, el PDBC a acceso a las materias primas y el BOND a las señales de alpha en bonos. Otro aspecto que DWS destaca es que, al contrario que en Estados Unidos, donde predominan las estrategias con alto nivel de convicción, en Europa los ETFs activos de mayor éxito son los que tiene un tracking error moderado, esto es, una desviación reducida respecto al comportamiento del índice de referencia, inferior al 1,5%, lo que indica que los inversores europeos son más prudentes y prefieren desviaciones suaves del índice (DWS Group, 2025)²¹.

7.5 Informe de Vanguard: “Los ETFs de renta variable impulsan otro mes récord” (2026)

En última instancia, el informe presentado por Vanguard Group (2026)²², aunque es mucho más corto y se centra principalmente en los flujos de inversión más que en las estrategias, permite tener una perspectiva macro muy clara de todo el escenario. Según sus datos, los ETFs domiciliados en Europa atrajeron 56.300 millones de dólares en febrero de 2026, de los cuales 45.900 millones fueron a renta variable y 9.800 millones a renta fija. Lo que más me ha llamado la atención es que los ETFs de renta variable básica (los puramente pasivos) siguen siendo los favoritos, con 18.800 millones de dólares en entradas, pero los de

²⁰ DWS Group. (2024). *Fixed income ETFs: From evolution to revolution*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.

²¹ DWS Group. (2025). *The rise of active ETFs*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.

²² Vanguard Group. (2026). *Los ETFs de renta variable impulsan otro mes récord*. The Vanguard Group, Inc.

beta inteligente (una categoría híbrida entre lo pasivo y lo activo) también están creciendo con fuerza, sumando 10.600 millones. Se puede inferir entonces que, aunque la gestión pasiva sigue dominando el mercado, los inversores cada vez muestran más interés en explorar estrategias que salen sutilmente el índice puro. Vanguard Group (2026) también señala que los ETFs de renta fija de la eurozona fueron los más demandados, con 6.400 millones de dólares de entradas, mientras que los de Estados Unidos sufrieron salidas de 1.200 millones. Este dato me parece relevante porque refleja que los inversores europeos están prefiriendo la deuda de su propia región frente a la americana, quizá por razones de tipo de cambio o por expectativas diferenciales de tipos de interés.

8. Tipología de inversores en el mercado de ETFs

El desarrollo del mercado y tipología de ETFs ha desencadenado la aparición progresiva de distintos perfiles de inversores que invierten en estos productos. En un primer momento, los ETFs eran un producto financiero destinado a inversores institucionales, como gestoras de fondos de inversión o bancos relevantes. Sin embargo, en los últimos años se han consolidado como un instrumento financiero utilizado ampliamente por distintitos tipos de inversores. Entender la tipología de inversores resulta fundamental para analizar el crecimiento de los ETF y, en especial, la expansión actual de los ETFs activos.

8.1 Inversores institucionales

Los inversos tradicionales han sido inicialmente los principales usuarios de ETFs y su función ha sido fundamental en el desarrollo de este producto financiero. Este grupo de inversores incluye gestoras de fondos de inversión, bancos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos soberanos y fundaciones. Este grupo de inversores se caracteriza por tener un alto nivel de influencia en el mercado y realizar operaciones de grandes volúmenes de dinero.

Por lo general, esta tipología de inversores emplea los ETFs fundamentalmente por su alta liquidez, su estructura eficiente de costes y su capacidad para acceder a segmentos o activos específicos. Además, en algunos casos, los ETFs se utilizan como herramientas de gestión táctica de carteras, es decir para adaptar de manera rápida la composición de sus inversiones para aprovechar oportunidades temporales del mercado. Por ejemplo, los gestores institucionales pueden utilizar ETFs para ajustar rápidamente su exposición a un determinado sector o región geográfica sin necesidad de comprar individualmente cada uno de los activos subyacentes. Además, la transparencia de los ETFs facilita la gestión del riesgo y la monitorización continua de la cartera.

En el contexto de los ETFs activos, los inversores institucionales valoran en especial la oportunidad de acceder a estrategias activas flexibles, transparentes y con elevada liquidez. Este tipo de estructuras, permite integrar estas estrategias dentro de carteras diversificadas sin renunciar a las ventajas operativas propias de los ETFs, como la facilidad de negociación y la eficiencia en costes. De este modo, los ETFs activos facilitan la integración de decisiones de gestión activa dentro de procesos de asignación dinámica de activos, permitiendo a los gestores institucionales ajustar con mayor rapidez su exposición a determinados sectores, regiones o estilos de inversión en función de las condiciones del mercado.

8.2 Asesores financiero y gestores de carteras

Otro grupo cada vez más importante dentro del mercado de ETFs lo forman los asesores financieros y los gestores de carteras independientes. Como hemos visto que se señalaba en los informes mencionados anteriormente, pocos fondos de inversión de gestión activa son capaces a largo plazo de batir al S&P 500. Un claro ejemplo es el año 2025. El S&P tocó máximos históricos debido principalmente al comportamiento de 7 compañías, llamadas “las siete magníficas”: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta y Tesla.

El rendimiento de las 493 compañías restantes fue mucho peor, incluso negativo. Al ser un índice ponderado por capitalización haber hecho apuestas sin tener en cuenta a “las siete magníficas” habría supuesto una diferencia en rentabilidad tan importante respecto al índice que el cliente difícilmente entendería. Por este motivo, las ETFs que replican a los índices son cada vez más utilizados en la construcción de carteras de gestión. Mantener un porcentaje importante en activos con una Beta, medida que indica cómo de sensible es un activo a los movimientos del mercado, igual a 1, o muy cercana a ese valor, es una estrategia habitual para asegurar que tu cartera replique el comportamiento del mercado y que no se queda muy atrás.

Sin embargo, este no es su único papel y de ahí su auge. Los asesores y gestores de cartera suelen destinar un porcentaje más pequeño de su posición global a buscar Alpha, es decir, intentar subir más que el índice de referencia. El abanico de productos de inversión que cubren los ETFs para este propósito es muy amplio: geográficos, sectoriales, temáticos, materias primas, criptos, etc. Por ejemplo, si en el año 2025, hubiésemos invertido en varias ETFs indexadas de mercados como el S&P, el STOXX50, el MSCI y lo hubiéramos combinado con una ETF de oro y otra del sector tecnológico, hubiese batido de largo al mercado. Todos los años, hay activos con mejor “momentum” que otros, “value” frente a “growth”, “small” frente a “big caps”, emergentes frente a desarrollados, y las ETFs te permiten no tener que elegir una acción determinada sino invertir a través de una cesta que replica a la temática seleccionada.

De esta manera, los gestores se pueden centrar más en el asset allocation (asignación de activos) en lugar de en el stock picking (selección de valores). Por otra parte, tanto los asesores como los gestores, según el perfil de riesgo del cliente, una parte de la cartera puede ir destinada a renta fija. Los ETFs permiten acceder al mercado de bonos sin tener que comprar títulos individuales de empresas o gobiernos. Debajo de un ETFs de renta fija hay muchos bonos diferentes reduciéndose así el riesgo de impago. Además no necesitas llegar al nominal del bono individual, que en muchos casos alcanza los 100.000€ si no que con importes muy bajos puedes invertir en renta fija más compleja como la emergente global.

8.3 Inversores minoristas

El crecimiento del inversor minorista ha dejado de ser una anécdota para convertirse en el principal motor de cambio de la industria de los ETFs. A inicios de 2026, se estima que los inversores particulares ya representan cerca del 40% de los flujos de entrada anuales en ETFs a nivel mundial, una cifra que apenas rozaba el 15-20% hace una década.

Hoy en día, a través de un teléfono móvil se accede fácilmente a plataformas digitales, fáciles de usar y que dan acceso a los mercados financieros globales. Los Millennials y la Gen Z son los responsables del 65% de las nuevas aperturas de cuentas en plataformas de ETFs, buscando alternativas a la baja rentabilidad de los depósitos y a las altas comisiones de los fondos de inversión. Estas plataformas han eliminado las barreras de entrada ya que es posible comprar fracciones de un ETF desde 1 € y, en muchos casos, sin comisiones de compra-venta para planes de ahorro mensuales. Los minoristas no solo compran el mercado general, es decir, la indexación; buscan tendencias. En 2025 y 2026, ha habido una explosión de interés en inteligencia artificial y semiconductores, defensa y ciberseguridad (debido al contexto geopolítico actual), criptoactivos, etc. A diferencia de los inversores institucionales, que se centran casi exclusivamente en ETFs pasivas, el inversor minorista tiene una distribución mucho más fragmentada y orientada a "tendencias".

Tabla 3. Distribución de la Cartera Minorista por Activos (2026)

Categoría de ETF	Cuota en Cartera Minorista (%)	Ejemplo Típico
Core / Indexados (S&P 500, MSCI World)	55%	VOO, IWDA
Temáticos (IA, Ciberseguridad, Defensa)	18%	SMH (Semiconductores), LCOUP (Defensa)
Criptoactivos (Bitcoin, Ethereum, Solana)	12%	IBIT, ETHA

Categoría de ETF	Cuota en Cartera Minorista (%)	Ejemplo Típico
Renta Fija / Bonos (High Yield, Corto Plazo)	8%	BINC, JPIE
ETFs Activos de Rentas (Dividendos, Opciones)	7%	JEPI, DIVO

Nota. BlackRock, Vanguard y JPMorgan Asset Management (2026). Distribución tipo de carteras minoristas por clases de activos y ejemplos representativos de ETFs.

8.4 Evolución de la inversión en ETFs por zonas geográficas y por tipo de gestión

A finales de 2025 y principios de 2026, la industria global de ETFs ha alcanzado cifras históricas, superando los 19.8 billones de dólares en activos bajo gestión. El dominio sigue estando fuertemente concentrado en Norteamérica, aunque Europa y Asia han mostrado tasas de crecimiento muy aceleradas recientemente, Norteamérica sigue concentrando su dominio.

De hecho, EE. UU. continúa siendo el motor indiscutible del mercado con 14,50 billones de dólares. Solo en 2025, el patrimonio creció un 30%, impulsado por el auge de los ETFs de gestión activa, que representaron el 83% de los nuevos lanzamientos y también por la consolidación de los ETFs de criptoactivos (Bitcoin y Ethereum) en las carteras institucionales.

El mercado europeo alcanzó los 3.22 billones de dólares a finales de 2025, marcando un crecimiento del 42% anual, superando en ritmo a EE. UU. Alemania lidera la posición de la inversión minorista (retail) con más de 14 millones de inversores.

La región Asia-Pacífico creció un 42% en 2025, llegando a los 2.4 billones de dólares. China ha superado recientemente a Japón como el mercado más grande de la región. Hay una penetración masiva de plataformas digitales y "neobrokers" que facilitan el acceso al inversor joven.

Latinoamérica, Oriente Medio y Africa (MEA) tienen poco volumen en comparación con el resto del mundo, tan solo 0,5 billones de dólares. Brasil domina con un 62% de la cuota regional en Sudamérica. El interés por los ETFs está creciendo como herramienta de bajo coste para acceder a mercados internacionales y protegerse de la inflación local.

Norteamérica

 14.13 USD

Europa  3.22 USD

Asia-Pacífico  2.40 USD

Otras regiones (LatAm, MEA) | 0.05 USD

A principios de 2026, el panorama de los ETFs está viviendo una transformación

histórica. Aunque el capital acumulado sigue siendo mayoritariamente pasivo, los ETFs Activos están dominando los nuevos lanzamientos y captando una proporción de dinero récord.

Los ETFs pasivos, que replican índices como el S&P 500 o el MSCI World, mantienen el 90% del dinero total. Esto se debe a comisiones que rondan el 0.03% - 0.12% y que muchos inversores prefieren la predictibilidad de los índices. El "top 5" mundial es un escaparate del dominio de la gestión pasiva.

Tabla 4. Ranking de los principales ETFs por AUM y estrategia de inversión.

Puesto	Ticker	Nombre del ETF	AUM (aprox.)	Estrategia
1	VOO	Vanguard S&P 500 ETF	\$870 Billones	Pasivo (S&P 500)
2	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$720 Billones	Pasivo (S&P 500)
3	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	\$675 Billones	Pasivo (S&P 500)
4	VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$580 Billones	Pasivo (Todo EE.UU.)
5	QQQ	Invesco QQQ Trust (Nasdaq)	\$395 Billones	Pasivo (Nasdaq)

Nota. Vanguard, BlackRock y Invesco (2024). Datos sobre los mayores ETFs por activos bajo gestión (AUM) y su estrategia de inversión.

A pesar de tener solo el 10% del conjunto total, los ETFs activos son los "reyes" de la actualidad. En 2025, 8 de cada 10 nuevos ETFs fueron activos ya que éstos no buscan replicar el mercado, sino batirlo. Los inversores están aceptando pagar un poco más a cambio de una gestión personalizada dentro de la estructura eficiente del ETF (\$0.12\% frente a \$0.49\%).

Un dato clave de 2026 es que, aunque los activos solo representan el 10% del total, están captando casi el 25% - 30% de todas las nuevas entradas de capital anuales. Esto indica que la cuota del 10% crecerá rápidamente en los próximos años. Sin embargo, el ETF activo más grande del mundo (actualmente el JPMorgan Equity Premium Income - JEPI) todavía está lejos, rondando los \$40-45 billones, lo que no le permite entrar ni en el top 50 global.

Mercado ETF global

Dominio por activos:

Pasivos  90%

Activos  10%

Dominio por número de ETFs:

Activos  ligeramente más

Pasivos 

9. ETFs de cryptoactivos

Un ETF de criptomonedas es un instrumento financiero cotizado que replica el comportamiento de uno o varios cryptoactivos (como Bitcoin o Ethereum), permitiendo a los inversores obtener exposición a estos activos sin poseerlos directamente.

Los ETFs de contado poseen directamente la criptomoneda como los ETFs de Bitcoin aprobados en 2024. Éstos tienen una mayor correlación con el precio real.

iShares Bitcoin Trust (IBIT) de BlackRock.



Nota. BlackRock y Bloomberg (2025). Datos de rendimiento y evolución del iShares Bitcoin Trust (IBIT) frente al índice de Bitcoin.

Los ETFs de futuros están basados en contratos de futuros, no en el activo. Introducen costes de “rollover” y desviaciones del precio real.

ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO)



Nota. ProShares y Bloomberg (2025). Datos de rendimiento y evolución del ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO) frente al índice de Bitcoin.

Los ETFs de índices cripto que replican cestas diversificadas de criptomonedas. Algunos ejemplos de índices de criptomonedas son CRIX (Crypto Index), Bloomberg Galaxy Crypto Index, S&P Cryptocurrency Broad Digital Market Index y Bitwise 10 Large Cap Crypto Index.

CRIX

Cryptocurrency	Period					Total Period	Average
	1	2	3	4	5		
ADA	NA	1.0169	1.1139	1.2487	1.0716	1.0886	1.1128
BCH	NA	1.024	1.0222	1.0116	1.0507	1.0373	1.0271
BNE	NA	1.0452	1.0255	1.0058	1.0108	1.0213	1.0218
ETC	1.0081	1.0095	1.0075	1.0186	1.0131	1.0101	1.0114
BTS	1.0067	1.0076	1.0023	1.1114	0.8655	0.967	0.9987
DASH	1.0031	1.0027	1.0064	1.0083	1.0095	1.0069	1.006
EOS	NA	1.0127	1.0049	1.0057	1.0411	1.0278	1.0161
ETH	1.0075	1.0077	1.0034	1.0022	1.0097	1.0073	1.0061
LINK	NA	1.0075	1.0468	1.0468	1.0042	1.02	1.0263
LTC	1.0066	1.0057	1.0042	1.003	1.0452	1.0239	1.013
NEO	1.0204	1.0212	1.0027	1.0031	1.0179	1.0145	1.0131
TRX	NA	1.249	1.2031	1.2029	1.154	1.1929	1.2022
USDT	0.8594	0.7508	0.8582	0.9381	0.8658	0.8773	0.8545
XLM	NA	1.0391	1.0762	1.0498	1.1519	1.1117	1.0793
XRP	1.0097	1.0194	1.0098	1.0336	1.0953	1.0504	1.0336
Average	0.9902	1.0146	1.0258	1.046	1.0271	1.0263	1.0207
CRIX	1.0057	1.0065	1.005	1.0051	1.0136	1.0089	1.0072

Nota. CoinMarketCap y CRIX (2024). Datos de ratios y métricas comparativas de criptomonedas por periodos, incluyendo promedio y referencia del índice CRIX.

Los ETFs de empresas cripto/blockchain invierten en compañías vinculadas al ecosistema cripto y proporcionan una exposición indirecta a éstas.

VanEck crypto and blockchain

VANECK CRYPTO AND BLOCKCHAIN

FIGI BBG0104M6437

Category Equity Technology

VanEck Crypto and Blockchain Innovators UCITS ETF is a UCITS compliant exchange-traded fund that invests in a portfolio of equity securities with the aim of providing investment returns that closely track the performance of the MVIS Global Digital Assets Equity Index.

7) Top Fund Hlds HLDR »	Net Fund
1) Block Inc Class A	7.973%
12) Coinbase Global Inc Class A Common ...	6.788%
13) IREN Ltd Ordinary Shares	6.154%
14) Applied Digital Corp	5.845%
15) Hut 8 Corp	5.796%
16) Circle Internet Group Inc Class A Com...	5.499%
17) Terawulf Inc	5.489%
18) BitMine Immersion Technologies Inc	5.461%
19) MARA Holdings Inc	5.232%
20) Cipher Digital Inc	5.004%

Nota. VanEck y Bloomberg (2024). Composición de cartera y principales posiciones del VanEck Crypto and Blockchain Innovators UCITS ETF.

Los ETFs de criptomonedas no requieren conocimiento técnico (wallets, claves privadas) y se accede a ellos desde mercados regulados. Son compatible con estrategias de diversificación y pueden ser incluidos en fondos institucionales. Su cotización continua en bolsa les dota de liquidez y su regulación financiera de transparencia.

10. Marco regulatorio ETFs activos

10.1. Regulación de los ETFs activos en Europa

El marco legal y regulatorio de los ETFs activos en la Unión Europea es un elemento esencial para entender su desarrollo, funcionamiento y límites operativos. A diferencia de los ETFs pasivos, los ETFs activos requieren de una regulación más sofisticada ya que sus gestores pueden tomar decisiones discrecionales sobre los mismos. Este capítulo analiza la evolución de su normativa en los últimos años, sus requisitos legales clave y las autoridades competentes que supervisan su funcionamiento, comercialización y transparencia. Los desafíos pendientes de cara a futuro al respecto de estos novedosos productos financieros se desarrollarán más adelante.

10.1.1. Evolución del marco normativo aplicable a los ETFs en Europa

Los ETFs, como fondos de inversión cotizados, se regulan principalmente a través de la Directiva UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, por sus siglas en inglés) y, en algunos casos, por el régimen de AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive, por sus siglas en inglés). Ambos marcos normativos fueron diseñados originalmente para fondos tradicionales, lo que ha obligado a que se hayan progresivamente adaptado a las características propias y especificidades de los ETFs, incluyendo, por supuesto, los activos.

La Guía sobre ETFs y otros asuntos UCITS (2014)²³ de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority; ESMA, por sus siglas en inglés) introdujo requisitos más estrictos de transparencia, liquidez, gestión de riesgos y separación entre el proveedor del índice y la gestión del fondo. Inicialmente esta guía se centraba en ETFs pasivos; con el tiempo también se ha ido aplicando a los activos.

Los principales requisitos regulatorios para los ETFs activos, contenidos en las normativas anteriores, son:

a) Transparencia

Los ETFs activos deben comunicar claramente su política de inversión. Los inversores deben conocer y comprender los riesgos que asumen y el posible grado de desviación, en lo que a comportamiento se refiere y por tanto rentabilidad, sobre la referencia/s elegida (benchmark). Por tanto, debe quedar visiblemente especificado el grado de discrecionalidad del gestor y la frecuencia de actualización de la cartera.

b) Gestión de riesgos y liquidez

Los ETFs cotizan en tiempo real en los mercados de valores y, en este sentido, la normativa impone controles más exigentes sobre los riesgos de liquidez. Las gestoras deben asegurar la capacidad de operar con participaciones diarias sobre los ETFs que comercializan sin que por ello el mercado quede distorsionado.

c) Protección del inversor

Las autoridades europeas, especialmente ESMA, tienen como objetivo principal el proteger a los inversores minoristas a los que se les debe facilitar información clara sobre costes, estructura del fondo, riesgos y mecanismos de formación de precios.

d) Supervisión

Las gestoras de ETFs activos deben estar autorizadas y supervisadas conforme al marco UCITS/AIFMD por los supervisores nacionales competentes (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, en España), en coordinación con ESMA. Adicionalmente deben cumplir con MiFID II en cuanto a gobernanza de productos y distribución.

MiFID II / MiFID III y su impacto en la distribución de ETFs activos

A diferencia de la Directiva UCITS, MiFID II (Directiva 2014/65/UE) y su actualización prevista, MiFID III, regulan la manera en que los productos financieros, incluidos los ETFs pasivos y activos, se distribuyen, comercializan y recomiendan a los inversores.

El objetivo principal de MIFID es la protección del inversor, exigiendo que los ETFs sean “idóneos” y “convenientes” para sus potenciales suscriptores y que sean transparentes en costes y comisiones.

²³ European Securities and Markets Authority. (2014). *Guía sobre ETFs y otros asuntos UCITS* (ESMA/2014/937ES). ESMA.

Los ETFs, incluidos los activos, como hemos visto cada vez más populares, concentran parte de su atractivo por sus bajos costes, medidos tradicionalmente por el TER (Total Expense Ratio, por sus siglas en inglés). Para que este TER sea transparente, MiFID II exige un desglose completo de todos los costes reales incluidos: costes de gestión y administración, comisiones de compra/venta e impacto de los costes de intermediación, liquidez y ejecución

La Comisión Europea presentó el 4 de diciembre un ambicioso paquete de propuestas destinadas a reforzar la integración de los mercados financieros de la UE. En el marco de la estrategia *Savings and Investment Union* (SIU, por sus siglas en inglés), el paquete legislativo se construye sobre el objetivo de crear un sistema financiero europeo más integrado, eficiente y competitivo. Entre las novedades que trae la SIU, desde la prestigiosa firma de abogados independientes Uría y Menéndez, destacan “la ampliación de las facultades de supervisión de la ESMA sobre centros de negociación, cámaras de contrapartida central, depositarios centrales de valores y proveedores de servicios de criptoactivos, así como la reducción de trabas a la comercialización transfronteriza de fondos a través de, entre otros, el pasaporte automático con la autorización de UCITS y AIF, el pasaporte de depositarios europeos y la reducción de la carga regulatoria”.

Este paquete normativo, que incluye una propuesta de directiva y de reglamento que modifica, entre otras, las directivas UCITS, AIFMD y MiFID II, está en el momento de redactar este TFG, pendiente de la negociación y aprobación en el seno del Parlamento Europeo y el Consejo de la UE. Se espera que el proceso legislativo se prolongue durante buena parte del año, por lo que previsiblemente habrá que esperar hasta 2027 para su promulgación.

10.1.2. Evolución de la normativa. De UCITS a UCITS v y Directiva (UE) 2024/927

La regulación de los fondos cotizados en Europa tiene su base jurídica en el régimen UCITS, cuyo principal objetivo es diseñar un marco común que garantice la protección del inversor, la transparencia y la estabilidad financiera. Las distintas versiones de UCITS han ido adaptándose a la aparición de los nuevos productos; entre ellos, los ETFs activos.

10.1. 2. 1. UCITS I y II: los cimientos.

La Directiva 85/611/CEE (UCITS I), adoptada en 1985, fue la raíz de la regulación europea para organismos de inversión colectiva. Incluyó los principios fundamentales de diversificación de riesgos, liquidez, y supervisión nacional armonizada.

UCITS II fue propuesta pero nunca adoptada formalmente, y su contenido se incorporó posteriormente en UCITS III.

10.1.2. 2. UCITS III: ampliación del universo inversor.

Con UCITS III (Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE), se amplió la gama de instrumentos financieros disponibles para los fondos y se incorporó el concepto de "gestora de sociedades de inversión colectiva".

10.1.2. 3. UCITS IV: mejora de la eficiencia.

La Directiva 2009/65/CE (UCITS IV) consolidó las regulaciones anteriores e introdujo mayor eficiencia transfronteriza y mejor protección del inversor. Fue determinante en la expansión europea del modelo UCITS.

Esta Directiva estableció los principios esenciales que permiten a los ETFs cotizar y ofrecerse al público en toda la UE bajo un marco homogéneo. Dos son sus elementos relevantes:

*Diversificación de cartera y límites de concentración.

Artículo 52: “Los activos de un organismo de inversión colectiva podrán consistir en valores y demás instrumentos financieros... siempre que se cumplan los límites y condiciones establecidos en los artículos 53 a 58.”

Este artículo obliga a que un fondo no concentre más del 10% de su activo en un solo emisor (20% en conjunto en ciertos casos), lo que protege al inversor frente a riesgos excesivos de concentración, algo crítico en productos como ETFs activos que pueden tener estrategias sectoriales o geográficas concentradas.

*Transparencia y documentación al inversor.

Artículo 69: “Todo organismo de inversión colectiva deberá elaborar un folleto que contenga toda la información necesaria para que los partícipes puedan tomar decisiones con conocimiento de causa...”

Este requisito exige que los ETFs activos expliquen su política de inversión, riesgos y costes, obligando a explicitar el grado de discrecionalidad y los objetivos de inversión queden explícitos.

*Información periódica.

Artículos 78 y 79: “La sociedad gestora pondrá a disposición de los partícipes, con la periodicidad establecida, informes que incluyan el estado de la cartera y otra información relevante.”

10.1.2. 4. Directiva 2014/91/UE (UCITS V): Mayor protección y supervisión.

UCITS V refuerza la gobernanza, supervisión del depositario y políticas de remuneración, elementos esenciales para productos complejos como los ETFs activos.

*Responsabilidades del depositario para que no realice prácticas arriesgadas o lleve a cabo incumplimientos operativos.

Artículo 21: “El depositario debe velar por la conformidad de las operaciones, supervisar la liquidez, y asegurar que la valoración de los activos sea correcta y conforme con la Directiva.”

*Políticas de remuneración para que los gestores no persigan retornos a expensas de volatilidad o asuman riesgos inapropiados.

Artículo 23 bis: La sociedad gestora deberá “adoptar políticas de remuneración que no incentiven la toma de riesgos excesivos...”

10.1.2. 5. Directiva (UE) 2024/927. Evolución reciente: liquidez, delegación y protección.

La más reciente actualización del marco UCITS, introducida en 2024, es un claro avance orientado a corregir debilidades expuestas en crisis como la pandemia, donde la gestión de liquidez y la delegación de funciones fueron áreas sensibles.

*Gestión de liquidez armonizada (Liquidity Management Tools, LMT, por sus siglas en inglés): El objetivo es dar herramientas armonizadas para gestionar la liquidez de los fondos en situaciones de estrés, como el *swing pricing* (precio oscilante) o la suspensión temporal de negociación.

*Responsabilidad en delegación y comercialización: La Directiva deja claro que es la gestora del ETF quien es responsable plena del mismo, aunque delegue su comercialización, el análisis de valores...

*Protección reforzada al inversor: Se exige una mayor transparencia en la comunicación de riesgos y estrategias, haciendo hincapié en los mecanismos utilizados en el control de riesgos tanto en condiciones normales como de mercado tenso.

10.2 Regulación de los ETFs activos en Estados Unidos

Desde 2019, la Securities and Exchange Commission (SEC, por sus siglas en inglés) regula la mayoría de los ETFs (incluidos los activos) bajo la Rule 6c-11, publicada en el Federal Register Vol. 84, No. 186, el 26 de septiembre de 2019²⁴.

a. Esta normativa permite su Registro automático: Los ETFs (incluidos los activos) ya no necesitan exenciones individuales para operar (incluidos los activos).

b. Se mantiene como norma para los ETFs la creación y redención en especie (*in-kind*). ¿Qué implicaciones tiene esta precisión? In-kind es el proceso con el que las instituciones financieras (llamadas "Participantes Autorizados" o APs) crean nuevas acciones del ETF - el AP entrega al emisor del ETF una cesta de acciones reales, por ejemplo de Telefónica, Santander...y, a cambio, recibe acciones del ETF- o las eliminan (redimen) - el AP devuelve acciones del ETF y recibe a cambio los activos reales subyacentes-. No se utiliza dinero en efectivo., sino que se usa el intercambio físico de activos para sus operaciones diarias. Esta operativa permite que, dado que el ETF no tiene que vender activos para dar liquidez cuando algún suscriptor se retira, no genera plusvalías (ganancias de capital) imponibles. De esta forma se evita que los inversores que permanecen en el ETF paguen impuestos por las ventas que hacen otros. Igualmente se mejora la eficiencia operativa. Los costes son menores, se reducen las comisiones de intermediación, al no tener que vender o comprar activos constantemente en el mercado para gestionar las entradas/salidas de dinero.

²⁴ Securities and Exchange Commission. (2019). Exchange-traded funds [Norma final, Release No. IC-33646]. *Federal Register*, 84(186), 57162–57243.

Para acogerse a esta posibilidad, tanto los ETFs pasivos como activos deben publicar a diario la composición de la cartera pero quienes no deseen esta aplicar esta transparencia diaria deben acogerse a exenciones específicas.

c. Active Non-Transparent ETFs: la gran diferencia.

Desde 2020, la SEC aprueba estructuras de ETFs activos no transparentes, también llamados *semi-transparent ETFs*, que no están obligados a divulgar diariamente su cartera completa. Son estructuras como Precidian ActiveShares®, Blue Tractor Shielded Alpha®, T. Rowe Price® Model Fidelity® SAI, Natixis/New York Stock Exchange...

Con estas estructuras se puede hacer una publicación diaria de la cartera de referencia (*proxy basket*) pero las posiciones reales solo se especifican de forma semanal o incluso mensual. Se deben, eso sí, mantener los estándares de liquidez (deben tener *liquidity provider agreements* para facilitar el arbitraje y reducir el *tracking error*), el *swing pricing* y los mecanismos de creación-redención ajustados.

La justificación de esta normativa, algo más laxa, es la de proteger las estrategias de los propietarios de los ETFs activos, para evitar que se les “copie” o se puedan anticipar sus movimientos. En este sentido, también se genera una mayor competencia entre ETFs.

10.3 Comparativa entre ambos tipos de legislación

La Unión Europea ha optado por un modelo más proteccionista del inversor minorista, lo que ha ralentizado el crecimiento de ETFs activos innovadores. El marco UCITS, complementado por las directrices de ESMA, es muy exigente en materia de diversificación, gestión de liquidez, supervisión de la delegación, transparencia operativa, publicación diaria del portafolio y método de creación/redención.

En contraste, EE. UU. ha preferido un enfoque de *sandbox* regulatorio, un entorno seguro, controlado y limitado en tiempo y escala, donde empresas e instituciones prueban innovaciones tecnológicas o modelos de negocio novedosos bajo la supervisión directa de reguladores. EE.UU. ofrece a los gestores mayor libertad y flexibilidad.

Europa apuesta así por un modelo de transparencia estructural y protección *ex ante*, lo que, en cierta medida, restringe la aparición de ETFs activos con menor visibilidad de cartera, como los existentes en EE. UU., lo cual protege al inversor pero puede limitar la innovación. El enfoque estadounidense confía en el arbitraje del mercado y la supervisión *ex post*. Esto ha permitido el rápido desarrollo de ETFs activos con menor transparencia sin renunciar a liquidez ni eficiencia.

El marco regulatorio europeo ha profundizado en el control y supervisión de los ETFs activos, promoviendo la transparencia, la protección al inversor y la estabilidad financiera. Sin embargo, el crecimiento de estos instrumentos parece plantear nuevos desafíos que exigen un equilibrio entre innovación y regulación eficaz. Para los inversores institucionales y minoristas,

conocer este marco legal es clave para tomar decisiones informadas y gestionar los riesgos asociados al uso de ETFs activos.

11. Conclusiones

Cuando se plantea la pregunta que vertebra este trabajo, si los ETFs activos son una alternativa eficiente, sostenible y con futuro frente a los instrumentos de gestión pasiva y los fondos activos tradicionales, la respuesta honesta no es un sí ni un no rotundos. Es una respuesta que depende del inversor, del contexto de mercado, del horizonte temporal y, sobre todo, de qué se entiende por eficiencia.

Lo que sí queda claro después de este análisis es que los ETFs activos han dejado de ser una curiosidad marginal del sistema financiero para convertirse en un segmento con entidad propia. Pasar de 6.000 millones de dólares en activos en 2011 a rozar los 2 billones en 2025, con una tasa de crecimiento anual compuesta superior al 50% y siendo responsables del 83% de los nuevos lanzamientos de ETFs en ese año, no es una anomalía estadística: es una transformación estructural de la industria. Que aún representen solo el 10% del total de activos gestionados en ETFs a nivel mundial indica que tienen recorrido por delante, pero también que su adopción masiva todavía no ha llegado.

El argumento más sólido a su favor no es que batan sistemáticamente al mercado, porque la evidencia demuestra que no lo hacen. Solo un 43% de los ETFs activos logra superar a su índice de referencia en el largo plazo, y únicamente uno de cada diez consiguió batir al Vanguard S&P 500 en un horizonte de cinco años. Estos datos son coherentes con lo que la Teoría de la Eficiencia de los Mercados lleva décadas sosteniendo: en mercados desarrollados, líquidos y con alta cobertura de analistas, obtener ventajas informativas de forma consistente es extraordinariamente difícil. Los estudios SPIVA de S&P Dow Jones Indices lo confirman año tras año para los fondos activos en general, y los ETFs activos no escapan a esa misma lógica. Sin embargo, sería un error reducir el valor de los ETFs activos únicamente a su capacidad de generar alpha. Su aportación real está en otro lugar. En primer lugar, ofrecen acceso a estrategias complejas, cobertura con opciones, exposición a materias primas a través de futuros, gestión activa de duración en renta fija, a un coste significativamente inferior al de los fondos tradicionales y con una liquidez y transparencia que estos últimos no pueden igualar. En segundo lugar, funcionan como herramienta de gestión táctica de carteras, permitiendo a inversores institucionales y asesores financieros ajustar su exposición a determinados sectores, regiones o clases de activos con una agilidad que los fondos convencionales no proporcionan. En tercer lugar, en segmentos de mercado con mayor ineficiencia informativa, mercados emergentes, renta fija, empresas de pequeña capitalización, la gestión activa sí parece aportar un valor diferencial más consistente, como apunta Fidelity (2023) al señalar que entre el 80% y el 90% de los gestores

activos de renta fija han logrado batir a su índice de referencia tras costes.

La tipología de inversores que están adoptando estos productos refleja esa doble naturaleza. Los inversores institucionales los utilizan fundamentalmente como herramientas de eficiencia operativa y gestión táctica. Los asesores financieros los integran en carteras donde el núcleo indexado convive con posiciones activas orientadas a capturar factores o temáticas específicas. Y los inversores minoristas, cuyo peso en los flujos de entrada en ETFs ha pasado del 15-20% hace una década al 40% actual, los están adoptando con una lógica más orientada a tendencias, inteligencia artificial, defensa, criptoactivos, que a la búsqueda rigurosa de alpha. Este último fenómeno merece una reflexión crítica: el hecho de que los inversores particulares se acerquen a los ETFs activos atraídos por narrativas temáticas de moda, sin necesariamente comprender los costes reales ni los riesgos asumidos, plantea preguntas legítimas sobre si el producto está siendo utilizado de la forma más apropiada.

El marco regulatorio, tanto el europeo como el estadounidense, añade otra capa de complejidad al análisis. La Unión Europea, a través del régimen UCITS y las directrices de ESMA, ha apostado por un modelo de transparencia estructural y protección del inversor que ha ralentizado la aparición de estructuras innovadoras como los ETFs activos semi-transparentes, que sí existen en Estados Unidos desde 2020. Este enfoque más conservador protege al inversor minorista, pero limita la flexibilidad de los gestores y puede generar la paradoja de que las estrategias más sofisticadas estén disponibles para el inversor americano y no para el europeo. La evolución normativa en curso —especialmente la propuesta de UCITS V y el paquete legislativo de la Savings and Investment Union— sugiere que Europa irá ajustando gradualmente esta posición, aunque el proceso será lento.

Este trabajo tiene limitaciones que conviene reconocer. Al centrarse en una metodología teórica y cualitativa, no permite cuantificar con precisión el rendimiento diferencial de los ETFs activos frente a sus benchmarks en horizontes temporales concretos ni para una muestra representativa de productos. La revisión de informes sectoriales, aunque rigurosa, está condicionada por el sesgo propio de las gestoras que los publican, que tienen un interés evidente en destacar las virtudes de los ETFs activos que comercializan. Una futura investigación podría complementar este análisis con un estudio empírico cuantitativo sobre una muestra amplia de ETFs activos, diferenciando por clase de activo, región geográfica y horizonte temporal, lo que permitiría extraer conclusiones más precisas sobre en qué condiciones la gestión activa dentro del formato ETF genera valor real para el inversor.

En definitiva, los ETFs activos son un instrumento que ha encontrado su espacio en el ecosistema financiero y que tiene fundamentos sólidos para seguir creciendo. No son la revolución que algunos actores de la industria proclaman, pero tampoco son una moda pasajera. Son una herramienta más, con sus ventajas y sus límites bien definidos. Su valor real no está en prometer lo que los datos sugieren que raramente logran, batir al mercado de forma consistente,

sino en ofrecer al inversor una combinación de flexibilidad, eficiencia operativa y acceso a estrategias complejas que, bien utilizados y dentro de una cartera diversificada, pueden tener sentido. La clave, como casi siempre en finanzas, está en saber exactamente qué se está comprando y por qué.

Bibliografía

- BlackRock. (2024). *Global ETF landscape report 2024*. BlackRock, Inc.
- BlackRock. (2024). *The future of active ETFs*. BlackRock, Inc.
- Bloomberg Intelligence. (2024). *ETF industry outlook: New launches & AUM rankings*. Bloomberg L.P.
- Bogle, J. C. (2007). *The little book of common sense investing: The only way to guarantee your fair share of stock market returns*. John Wiley & Sons.
- Comisión Europea. (2024, 4 de diciembre). *Paquete legislativo de la Savings and Investment Union (SIU)*. Comisión Europea.
- DWS Group. (2023). *ETF market outlook 2023*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.
- DWS Group. (2024). *Fixed income ETFs: From evolution to revolution*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.
- DWS Group. (2025). *The rise of active ETFs*. DWS Group GmbH & Co. KGaA.
- ETFGI. (2024). *Global ETF new listings report: Rankings by provider, 2024*. ETFGI LLP.
- ETFGI. (2025). *Global ETF industry insights report 2025*. ETFGI LLP.
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2014). *Guía sobre ETFs y otros asuntos UCITS*. ESMA.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fidelity Investments. (2023). *Understanding active ETFs*. Fidelity Investments.
- Fidelity Investments. (2023). *Using ETFs for fixed income investing* [Transcripción de webinar]. Fidelity Investments.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389–416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
- Morningstar. (2023). *Global ETF flows report 2023*. Morningstar Research Services LLC.
- Morningstar. (2024). *Morningstar Direct: Active ETF market data 2024*. Morningstar Research Services LLC.
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (1985). *Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS I)*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas.
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2001). *Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo (UCITS III — Parte gestora)*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas.
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2001). *Directiva 2001/108/CE del*

Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo (UCITS III — Parte producto). Diario Oficial de las Comunidades Europeas.

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2009). *Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS IV)*. Diario Oficial de la Unión Europea.

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2014). *Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)*. Diario Oficial de la Unión Europea.

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2014). *Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, por la que se modifica la Directiva 2009/65/CE en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones (UCITS V)*. Diario Oficial de la Unión Europea.

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2024). *Directiva (UE) 2024/927 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de marzo de 2024, por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información supervisora, la prestación de servicios de depositario y custodia y los préstamos de fondos de inversión alternativos*. Diario Oficial de la Unión Europea.

Poterba, J. M., & Shoven, J. B. (2002). Exchange-traded funds: A new investment option for taxable investors. *American Economic Review*, 92(2), 422–427. <https://doi.org/10.1257/000282802320191732>

PricewaterhouseCoopers (PwC). (2022). *Asset & wealth management revolution: Exponential expectations for ESG*. PwC.

S&P Dow Jones Indices. (2023). *SPIVA U.S. scorecard: Year-end 2023*. S&P Global.

Securities and Exchange Commission (SEC). (2019). *Exchange-traded funds; final rule* (Release No. IC-33646; File No. S7-15-18). *Federal Register*, 84(186), 57162–57243.

Sharpe, W. F. (1991). The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7–9. <https://doi.org/10.2469/faj.v47.n1.7>

Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe ratio. *Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49–58. <https://doi.org/10.3905/jpm.1994.409501>

Uría Menéndez. (2024). *Análisis del paquete legislativo de la Savings and Investment Union*. Uría Menéndez Abogados.

Vanguard Group. (2024). *Active ETFs: The next generation of low-cost active management*. The Vanguard Group, Inc.

Vanguard Group. (2024). *The evolution of ETFs: From index tracking to flexible investment*

solutions. The Vanguard Group, Inc.

Vanguard Group. (2026). *Los ETFs de renta variable impulsan otro mes récord*. The Vanguard Group, Inc.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, [Nombre completo del estudiante], estudiante de [nombre del título] de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "[Título del trabajo]", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir "no he usado ninguna"]:

1. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
2. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
3. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** Para esbozar diagramas iniciales.
5. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
6. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: Junio 2026

Firma: Teresa Mosquera Oregui